



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 10/08 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 18 de marzo de 2008, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA DE ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008.

(Expediente AEM 2008/4)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 23 de febrero de 2006, el Consejo de esta Comisión aprobó la Resolución por la que se establece la definición y 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, así como su notificación a la Comisión Europea (Mercado 16).

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de capital de los operadores dominantes, y establecía los criterios generales y método para la revisión de las propuestas de los operadores.

Tercero.- Con fecha 3 de enero de 2008, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante TESAU), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2008, conforme a lo establecido en los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes, aprobados por la CMT mediante Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de TESAU en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el año 2008.
- Informe, anexo al escrito anterior, en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TESAU para el año 2008.

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 3 de enero de 2008 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2008/4.

Cuarto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 8 de enero de 2007, la CMT solicitó a TESAU que presentara la siguiente información:

- 1) Identificación de las subastas de obligaciones del Estado utilizadas para el cálculo del tipo de interés libre de riesgo.
- 2) Balance provisional a 31/12/2007 y cuenta de resultados provisional del ejercicio 2007 de TESAU.
- 3) Cuentas anuales completas del ejercicio 2006 de TESAU, con su correspondiente informe de auditoría y de gestión.
- 4) Justificación de la cotización del IRS 10 años y del CDS 10 años de Telefónica.
- 5) Aportación de los informes de bancos de inversión utilizados y de los que resulta la propuesta de valoración de la empresa.
- 6) Detalle de la composición (con detalle de tipo de instrumento, acreedor, fecha de contratación, vencimiento y coste financiero) del valor argumentado para la deuda financiera y conciliación de su importe con el valor resultante de los balances de los ejercicios 2007-2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 7) Detalle de los bonos corporativos emitidos por TESAU y por la sociedad matriz, con su referencia identificativa y mercado en el que cotizan.
- 8) Detalle del cálculo de la tasa impositiva efectiva del ejercicio 2007 y del importe estimado para el ejercicio 2008, cuantificación de las deducciones, bonificaciones y diferencias permanentes, con expresión de su naturaleza y plazo previsto de aplicación. Igualmente, identificación de las partidas extraordinarias que deberían excluirse del cálculo del tipo impositivo efectivo.
- 9) Última autoliquidación del impuesto de sociedades presentada.
- 10) Autoliquidaciones por pagos a cuenta del impuesto sociedades del ejercicio 2007.
- 11) Detalle del cálculo de la prima de riesgo del mercado. Indicación de la fuente de procedencia de los datos.
- 12) Detalle del cálculo propuesto de la beta de TESAU. Con indicación de:
 - a) Empresas tomadas en la muestra.
 - b) Valor de las betas de las empresas de la muestra y aspectos metodológicos relacionados, en particular forma de cálculo, serie utilizada, fuente de referencia
 - c) Argumentos que justifican la exclusión de la muestra de alguna de las empresas comparables según la Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006.
 - d) Valor de la deuda y valor de la capitalización bursátil de las empresas de la muestra, fecha a las que se refieren y fuente de procedencia de dichos importes.
 - e) Tipo impositivo efectivo de las empresas de la muestra, con referencia a la forma de su obtención y fuente utilizada.

Quinto.- Con fecha 5 de febrero de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de TESAU en el que se aportaba a la CMT la documentación solicitada en el requerimiento de información de 8 de enero, excepto la conciliación de la deuda con el importe que figura en los balances de los ejercicios 2007 y 2006 y los tipos impositivos efectivos de las empresas comparables.

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

como objeto el establecimiento y supervisión de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones. Además, el artículo 13 de la LGTel señala que la CMT podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

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

Conforme a sus competencias, el Consejo de la CMT aprobó en Resolución de 15 de julio de 1999 los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes al que deben ajustarse los operadores que tuvieran la condición de dominantes en los mercados de referencia. En dicha Resolución se establece que:

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

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

Dicho todo lo anterior, esta Resolución presenta y valora la tasa anual de retorno propuesta por TESAU para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del año 2008.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 REALIZADA POR TESAU.

TESAU propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2008 del 12,70%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para un WACC después de impuestos del 8,59% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 32,40%.

TESAU manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando 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 TESAU es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2008 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 TESAU que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 3 de enero se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TESAU y comparativa con aprobada 2007

	PROPUESTA Ejercicio 2008	APROBADA CMT Ejercicio 2007
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	3,93%
Prima por riesgo del mercado	7,09%	6,3%
Beta de las acciones	0,68	0,56
Coste de los fondos propios	9,16%	7,49%
Prima por riesgo de la deuda	0,90%	1,01%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,24%	4,94%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,67%	3,34%
Ratio de fondos propios sobre valor total	89,64%	83,20%
Ratio de deuda sobre valor total	10,36%	16,80%
WACC después de impuestos	8,59%	6,80%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,40%	31,11%
WACC antes de impuestos	12,70%	9,86%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

TESAU considera como activo sin riesgo la media ponderada de los valores 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, TESAU estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2008 en un 4,34%.

III.3. Prima por riesgo del mercado

TESAU ha calculado la prima de riesgo del mercado a partir de las series mensuales de rentabilidades del IBEX 35 y del mercado secundario de Obligaciones del Estado a 10 años. Se ha calculado utilizando la tasa de interés anual equivalente del período, cuya justificación se encuentra, según TESAU, en la mayor estabilidad de los valores que proporciona este método. En consecuencia, TESAU propone un valor para la prima de riesgo del mercado de un 7,09%.

III.4. Beta de TESAU

TESAU estima el valor de su parámetro beta en 0,68. Este es valor se obtiene a partir de la muestra de empresas comparables establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo a la empresa Eircom. Según TESAU, el cálculo de la Beta se ha realizado frente al índice local del país de cada empresa, utilizando períodos de 1, 3 y 5 años y con frecuencias diarias y semanales, seleccionando finalmente la beta que proporciona una correlación más alta.

Una vez obtenida la beta de cada empresa comparable se ha calculado su beta desapalancada considerando el nivel de apalancamiento financiero, de acuerdo con la metodología aprobada. Para el desapalancamiento se ha considerado el tipo impositivo marginal del país, excepto para Swisscom en que se ha utilizado el tipo impositivo efectivo.

A continuación, se ha estimado la Beta desapalancada de Telefónica de España como media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables consideradas. Finalmente se ha obtenido la Beta apalancada de TESAU a partir de los datos de apalancamiento y del tipo impositivo marginal de TESAU.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TESAU cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,16%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,82%.

III.6. Estructura financiera

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 89,64%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 10,36%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2008 es un 11,56%.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TESAU, tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el período mayo-octubre 2007 por varios bancos de inversión. De esta media resulta un valor de 38.711,22 millones de euros. De dicho importe, descuenta 4.009,51 millones de euros en que estima el valor medio de la deuda financiera con terceros durante el ejercicio 2007. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de 34.702 millones de euros.

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

TESAU estima que el coste de su deuda es aproximadamente el coste de financiación de Telefónica, S.A (cabecera del grupo Telefónica). Dicho coste de financiación se estima mediante la evaluación del riesgo de crédito de TESAU, en función de dos componentes: el tipo de interés libre de riesgo y la prima de riesgo de la deuda. La agregación de ambos importes da un coste financiero nominal, que ponderado por los beneficios fiscales asociados a los gastos financieros permite obtener el coste de la deuda después de impuestos.

El coste de la deuda propuesto, después de considerar el efecto de la deducibilidad fiscal de los gastos financieros, es un 3,67%. Para efectuar este cálculo TESAU corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo marginal vigente en el ejercicio 2008, es decir un 30%.

TESAU deduce, en base a lo anteriormente señalado, que la prima de riesgo de la deuda financiera de TESAU se calcula como suma del spread medio del Interest Rate Swap (en adelante, IRS) a 10 años frente al bono soberano a 10 años (31,04 p.b) y el spread medio de 2007 del Credit Derivative Swap (en adelante, CDS) de Telefónica, S.A a 10 años frente al IRS a 10 años (59,16 p.b), de lo cual resulta una prima de riesgo de 0,902%.



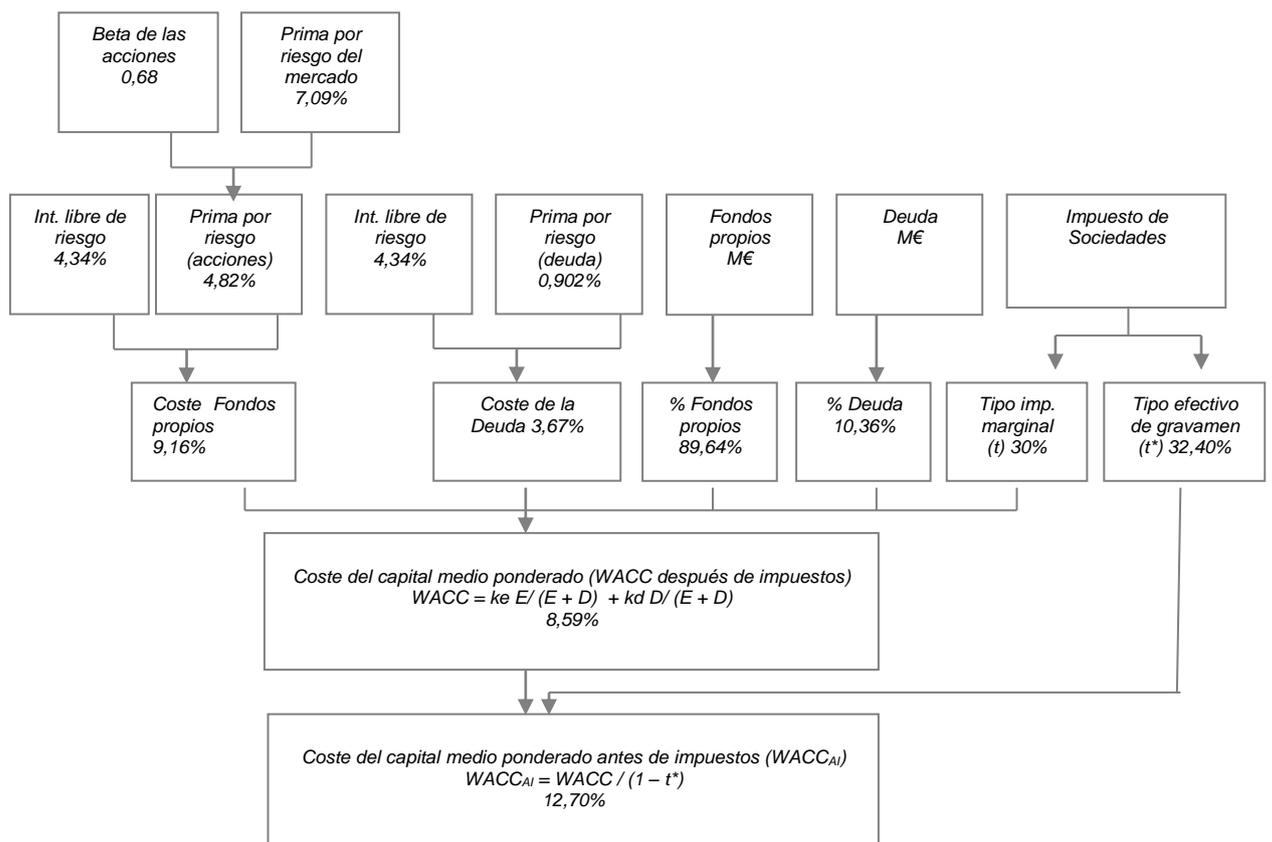
COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TESAU es de 32,40% que según el operador resulta de calcular una media aritmética del tipo efectivo medio soportado por la operadora durante el ejercicio 2006 [CONFIDENCIAL] y sus estimaciones del tipo efectivo medio para el ejercicio 2007 [CONFIDENCIAL] y 2008 [CONFIDENCIAL]. Dichos importes se refieren al tipo efectivo operativo, ya que excluyen el efecto fiscal de los resultados extraordinarios.

III.9. Resumen de la propuesta

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



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TESAU

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC. En consecuencia, esta sección, revisa los valores y métodos propuestos por TESAU según la metodología de estimación descrita en la Resolución de 21 de diciembre.

No obstante, debe indicarse que el 28 de Noviembre de 2006 se publicó en el BOE número 285 la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la Renta de las Personas 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. 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 TESAU, 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 2. Tipos medios obligaciones a 10 años

Fecha	Tipo medio de la subasta
15 noviembre 2007	4,257%
19 de julio de 2007	4,643%
20 de marzo de 2007	3,955%

¹ Véase las Resoluciones de 15 de marzo de 2007, de 7 de junio de 2007 y Resoluciones de 19 de julio de 2007

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

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 4,34%, coincidente con la propuesta de TESAU. En consecuencia, esta Comisión valora que el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de TESAU en el ejercicio 2008 es de un 4,34%. Esto supone un incremento en un 10,43% con respecto al valor aprobado, en la Resolución de 15 de marzo de 2007, para el ejercicio 2007 y se explica por el aumento de los tipos de interés registrado en los mercados financieros durante el último año.

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. Tomando los datos del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años³, con una periodicidad mensual, se comprueba que la propuesta de TESAU se ajusta a la metodología aprobada.

Por lo tanto, la CMT considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 7,09%.

Esto implica un aumento de un 12,5% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para TESAU en el ejercicio 2007. Este aumento tiene su origen en el incremento del riesgo percibido en el mercado de renta variable. A nivel estadístico el aumento de la prima de riesgo calculada se explica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2007 en que la prima de riesgo es positiva y creciente, y excluye los del año 1992, en los que la prima de riesgo mensual era negativa.

IV.3. Beta de TESAU

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 TESAU 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 3:

³ Tipo de rendimiento medio para las operaciones simples al contado de compra-venta de deuda pública con un vencimiento entre 9,5 y 10,5 años. Fuente Banco de España.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 3: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Nombre de la empresa	Beta ⁴	Tipo impositivo efectivo (%) ⁵	Deuda total (mill €) ⁶	Capitalización (mill €)
BELGACOM SA	0,371	24,66	1.966,00	12.072,44
BT GROUP PLC	0,736	-14,82	12.656,51	37.024,42
DEUTSCHE TELEKOM	0,602	-37,25	46.482,00	60.357,49
FRANCE TELECOM	0,804	58,34	46.120,00	54.534,10
KONINKLIJKE KPN NV	0,718	7,43	9.068,00	20.770,50
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,016	0,80	5.840,26	11.107,95
SWISSCOM AG	0,547	19,82	3.953,01	16.252,78
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,958	45,68	46.456,00	42.224,06
TELEFONICA SA	0,922	26,33	59.057,00	79.328,62
TELEKOM AUSTRIA AG	0,597	14,60	3.369,59	10.150,00

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT considera adecuado excluir a Eirecom ya que dicha sociedad dejó de cotizar en agosto de 2006 y por tanto carece de utilidad como referencia.

Las betas resultantes se han obtenido a partir de estimación semanal para un plazo de 3 años que es, dentro de las alternativas que contempla la Resolución de 21 de diciembre, la que proporciona un menor error y mayor precisión.

A partir de estos datos se obtienen los valores de la beta desapalancada⁷ para estas empresas y su media aritmética, referenciados en la tabla 4.

Tabla 4: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
BELGACOM SA	0,371	0,331
BT GROUP PLC	0,736	0,529
DEUTSCHE TELEKOM	0,602	0,293
FRANCE TELECOM	0,804	0,594
KONINKLIJKE KPN NV	0,718	0,511
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,016	0,667

⁴ Fuente: Standard & Poors

⁵ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público.

⁶ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público.

⁷ Tal y como describe la Resolución de 21 de diciembre, la relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una empresa esta descrita por la ecuación:

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

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
SWISSCOM AG	0,547	0,458
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,958	0,600
TELEFONICA SA	0,922	0,595
TELEKOM AUSTRIA AG	0,597	0,465
BETA MEDIA	0,727	0,504

Utilizando la fórmula referenciada en la sección V.3 de la Resolución del 21 de diciembre de 2006 y en la nota a pie de página número 7 de la presente Resolución, los datos de apalancamiento financiero de TESAU (según se justifican en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TESAU (29,29%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene un valor para la Beta de TESAU de un 0,56.

Debe señalarse que la propuesta de Beta de TESAU se ha obtenido a partir de tipos impositivos marginales (de acuerdo con la metodología, deberían ser tipos efectivos) y datos de las betas comparables proporcionados por Bloomberg.

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 8,31%, un 10,94% superior al coste aprobado en el ejercicio 2007 y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de TESAU en el ejercicio 2008 en un 3,97%.

IV.5. Estructura financiera

El valor de mercado propuesto por TESAU, 38.711,22 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 19 bancos de inversión y entidades de análisis financiero.

Esta Comisión considera que la muestra propuesta debe cumplir criterios de homogeneidad temporal y valorativa. Para conseguir la homogeneidad temporal se han excluido todas aquellas valoraciones efectuadas en una fecha que difiera en más de 3 meses con respecto al inicio del ejercicio 2008⁸. En aquellos casos en que ha sido posible incorporar otras valoraciones más recientes, así se ha hecho.

Con respecto a la homogeneidad valorativa 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 y la varianza. La exclusión de los valores extremos de la muestra es un procedimiento habitual en el cálculo estadístico. La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los "inner fences" y los "outer fences", umbrales inferiores y

⁸ Siguiendo criterios de homogeneidad temporal ampliamente utilizados en finanzas.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada⁹. La práctica habitual es determinar que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” y de “inner fences” son extremos estadísticos¹⁰.

En la revisión de la propuesta de TESAU, la CMT ha considerado tanto la valoración proporcionada por los analistas en unidades monetarias (valoración directa), como la valoración expresada en múltiplos de EBITDA. Se ha comprobado que la valoración por múltiplos tiene una menor desviación que el valor monetario facilitado por los analistas. Además, se entiende que la valoración por múltiplos permite una mayor actualización de la estimación de los importes, al posibilitar la incorporación en la valoración del dato real del EBITDA a 31 de diciembre de 2007, dato del que no han dispuesto los analistas en el momento de emitir su informe.

Después de aplicar los anteriores procedimientos la muestra válida, a juicio de la CMT es:

Tabla 5: Valoración de TESAU por analistas

ANALISTA	FECHA INF	Valoración por múltiplos (mill € ¹¹)	Valoración directa (mill. €)
Banesto	18/10/2007	35.002	35.983
Bear Stearns	14/11/2007	36.114	40.138
Citigroup	02/10/2007	33.891	26.500
Espirito Santo	19/10/2007	Extremo excluido	44.770
Exane BNP Paribas	12/10/2007	33.439	32.523
Fortis Bank	26/10/2007	38.892	41.328
HSBC	16/10/2007	37.225	37.517
ING	01/11/2007	39.447	40.710
JP Morgan	13/11/2007	36.669	37.689
Kepler	17/10/2007	36.669	41.503
Lehman Brothers	13/10/2007	39.447	42.921
Merrill Lynch	12/10/2007	37.280	35.751
Morgan Stanley	07/11/2007	38.892	41.598
New Street Research	15/10/2007	36.114	32.627
Santander	06/11/2007	41.343	44.731
Societe Generale	07/11/2007	36.114	37.613
UBS	10/10/2007	37.225	39.952
MEDIA		37.110	38.462
Desviación		2.112	4.773
Umbral inferior		31.947	27.703
Umbral superior		43.058	49.783

⁹ Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y también la diferencia entre estos dos valores. El umbral inferior de la inner fence es el percentil al 25% menos 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. El umbral superior de la inner fence es el percentil al 75% mas 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. Para determinar los dos umbrales para el caso de la outer fence se sustituye en las fórmulas anteriores el 1,5 por un 3.

¹⁰ Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich. Ed. Pearson.

¹¹ Calculado por la CMT a partir de los múltiplos proporcionados por los analistas.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TESAU a tomar como referencia es de 37.110 millones de euros.

TESAU cuantifica el valor de la deuda en 4.009,51 millones de euros, a partir de obtener la media entre la valoración de la deuda con coste al cierre del ejercicio 2007 con la estimada para el cierre del ejercicio 2008.

Debe señalarse que TESAU no ha facilitado conciliación de los importes alegados con los que resultan del balance, tal como se requirió por parte de esta Comisión. TESAU tampoco ha podido facilitar desglose de las notas que detallan la composición de la deuda que figura en el balance provisional a 31/12/2007.

Por tanto, no puede aceptarse la propuesta de TESAU para el importe de la deuda ya que recoge un promedio entre información histórica, que no es exhaustiva y una información previsional para el ejercicio 2008, que no es verificable.

Se ha considerado más razonable deducir el nivel de deuda a partir del balance del ejercicio 2007 y de la composición de la deuda que se recoge en las cuentas anuales del 2006, en particular en la memoria. El nivel de deuda financiera así estimado es de 5.308 millones de euros, que resulta de:

[CONFIDENCIAL

CONFIDENCIAL]

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TESAU en 31.802 millones de euros. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 85,70% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 14,30% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 16,69%.

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

La propuesta presentada por TESAU respeta la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006. Las comprobaciones realizadas por esta Comisión a la propuesta de este parámetro a través de instrumentos como los IRS y CDS o mediante la tasa interna de rendimiento de los bonos



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

corporativos con cotización en mercados secundarios organizados proporcionan valores similares a los propuestos por TESAU,

En consecuencia se acepta como valor de la prima de riesgo de la deuda el 0,902% propuesto por TESAU.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TESAU en un 5,24%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 4,34% y una prima de riesgo de un 0,90%, superior al 4,94% aprobado el año anterior y que es reflejo principalmente de la subida de tipos de interés producida en los mercados financieros. El aumento de la prima de riesgo sería de un 6% y se explica por el incremento de tipos de interés, que ha sido compensado, parcialmente, por una reducción del “default risk” de Telefónica.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2008 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2008 es un 3,67%.

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

La propuesta de TESAU no respeta la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 ni su aplicación recogida en resoluciones posteriores.

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 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 previamente¹². 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.

¹² Véase al comienzo del apartado IV.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo efectivo medio del ejercicio 2008=

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

La siguiente tabla resume la información sobre los tipos impositivos medios de TESAU en los ejercicios 2005, 2006 y 2007, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.

[CONFIDENCIAL

CONFIDENCIAL]

El cálculo del tipo impositivo medio para el 2007 se ha efectuado de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo las partidas de naturaleza extraordinaria, y respetando la norma 16ª del Plan General de Contabilidad y las Resoluciones del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 9 de octubre de 1997 y de 15 de marzo de 2002.

Para los tres últimos ejercicios encontramos un diferencial promedio entre el tipo nominal y el tipo efectivo de un -0,71, que aplicado a un nominal del 30% para el 2008, nos proporcionaría un tipo efectivo de un 29,29%

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2008 el importe de 29,29%.

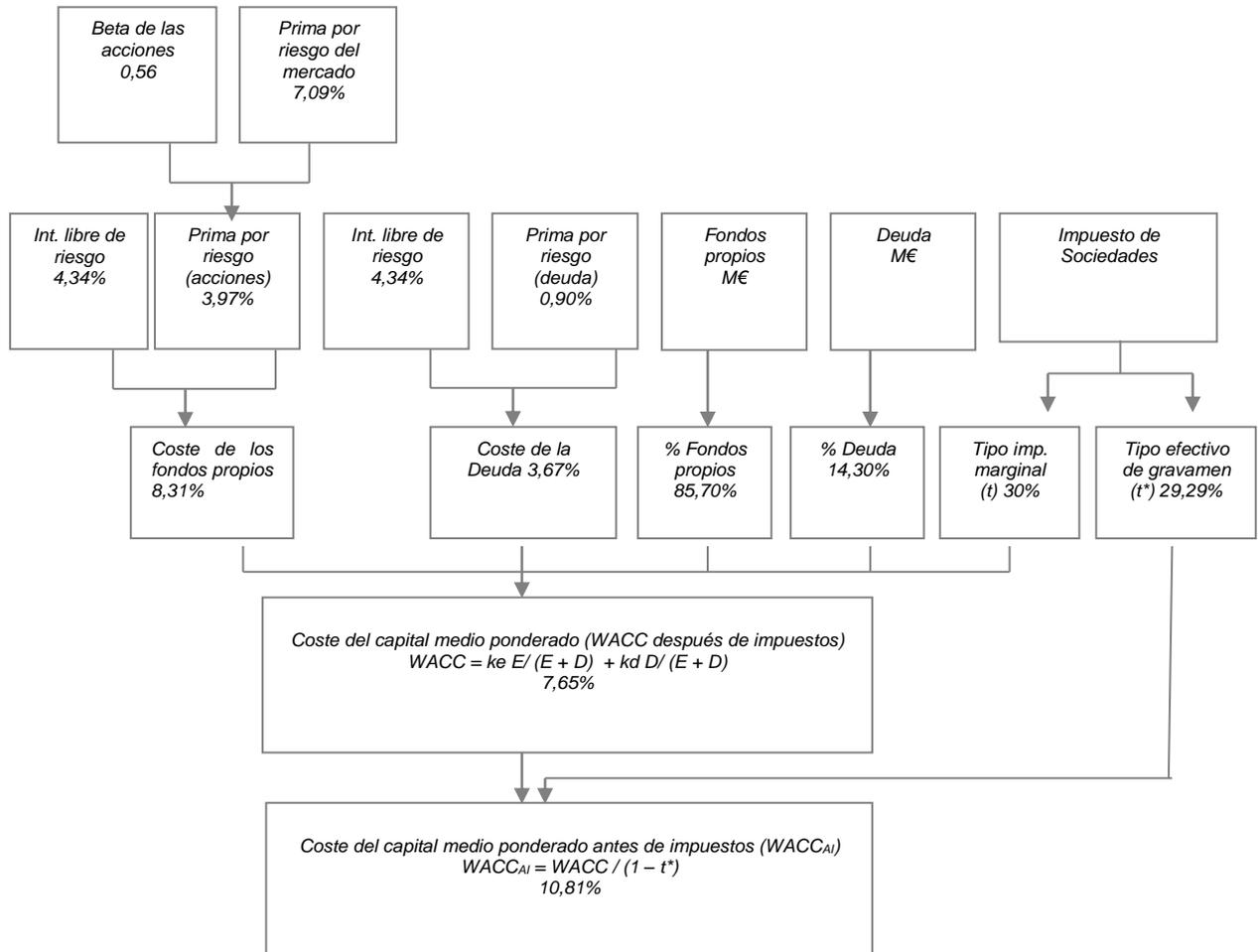
IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el coste del capital medio ponderado del capital después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2008 en un 7,65%, un 12,5% superior al aprobado para el ejercicio 2007 y un coste medio ponderado del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2008 en un 10,81%, presentando este último valor un aumento de un 9,63% respecto al aprobado para el 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV.9 Resumen de la valoración



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 retorno que TESAU deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2008, 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 TESAU, y de su valoración por la CMT.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 8: Tasa de retorno propuesta por TESAU y valoración de los Servicios de la CMT.

PARÁMETROS	TESAU	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	4,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,09%	7,09%
Beta de las acciones	0,68	0,56
Coste de los fondos propios	9,16%	8,31%
Prima por riesgo de la deuda	0,90%	0,90%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,24%	5,24%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,67%	3,67%
Ratio de fondos propios sobre valor total	89,64%	85,70%
Ratio de deuda sobre valor total	10,36%	14,30%
WACC después de impuestos	8,59%	7,65%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,40%	29,29%
WACC antes de impuestos	12,70%	10,81%

La tabla número 9, recogida a continuación, muestra la evolución de la tasa de retorno de TESAU, aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2008, aprobada por esta Resolución.

Tabla 9: Evolución del WACC de TESAU

EJERCICIOS	2002¹	2003²	2004³	2005⁴	2006⁵	2007⁶	2008
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%	6,80%	7,64%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%	9,86%	10,81%

¹ Resolución de la CMT de 14 de febrero de 2002.

² Resolución de la CMT de 12 de junio de 2003.

³ Resolución de la CMT de 27 de mayo de 2004.

⁴ Resolución de la CMT de 31 de marzo de 2005.

⁵ Resolución de la CMT de 23 de febrero de 2006

⁶ Resolución de la CMT de 15 de marzo de 2007.

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 de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2008, del 10,81%, 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 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

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera