



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 N^o 12/09 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 2 de abril de 2009, 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 2009.

(Expediente AEM 2009/18)

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.- Con fecha 5 de enero de 2009, tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante TESAU), proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2009, 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 2009.
- Informe, anexo al escrito anterior, en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TESAU para el año 2009.

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 5 de enero de 2009 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/18.

Cuarto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 15 de enero de 2009, la CMT solicitó a TESAU que presentara la siguiente información:

- 1) Balance provisional a 31/12/2008 y cuenta de resultados provisional del ejercicio 2008 de TESAU.
- 2) Cuentas anuales completas del ejercicio 2007 de TESAU, con su correspondiente informe de auditoría y de gestión.
- 3) Justificación de la cotización del IRS 10 años y del CDS 10 años de Telefónica, aportando las correspondientes hojas de cálculo utilizadas para la obtención del diferencial aludido y soporte documental de la referencia utilizada (por ejemplo: pantalla Bloomberg, Reuters u otros, etc.).
- 4) Aportación de los informes de bancos de inversión utilizados y de los que resulta la propuesta de valoración de la empresa.
- 5) 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 2008-2007.
- 6) Detalle de los bonos corporativos y pagarés emitidos por TESAU y por la sociedad matriz durante el año 2008 y 2009, con su referencia



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

identificativa, características (volumen, tipo de interés, etc.) y mercado en el que cotizan.

- 7) Detalle del cálculo de la tasa impositiva para el ejercicio 2007 y 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 para la obtención del tipo operativo.
- 8) Última autoliquidación del impuesto de sociedades presentada.
- 9) Autoliquidaciones por pagos a cuenta del impuesto sociedades del ejercicio 2008.
- 10) Hoja de cálculo, en formato Excel, utilizada para el cálculo de la prima de riesgo del mercado, con indicación detallada de importes numéricos. Indicación de la fuente de procedencia de los datos. Detalle de los extremos estadísticos excluidos en la propuesta siguiendo la técnica de los "inner fences" y "outer fences".
- 11) Hoja de cálculo detallada, en formato Excel, de la que se deduce el cálculo propuesto de la beta de TESAU. Con detalle 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) 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.
 - d) Siempre que dichos importes se hayan obtenido de bases de datos públicas en Internet, referencia al *link* correspondiente.
 - e) Tipo impositivo efectivo de las empresas de la muestra, con referencia a la forma de su obtención y fuente utilizada.

Quinto.- Con fecha 11 de febrero de 2009 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 15 de enero.

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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:

- 1) Acceso a la red telefónica pública en una ubicación fija para clientes residenciales y no residenciales (Resolución de 5 de marzo de 2009)
- 2) Acceso y originación de llamadas en la red telefónica pública en un ubicación fija (Resolución de 12 de diciembre de 2008)
- 3) Terminación de llamadas en las redes públicas individuales de cada operador de telefonía fija (Resolución de 18 de diciembre de 2008).
- 4) Acceso (físico) al por mayor a infraestructura de red (incluido el acceso compartido o completamente desagregado) en una ubicación fija y el mercado de acceso de banda ancha al por mayor (Resolución de 22 de enero de 2009).
- 5) Conjunto mínimo de líneas arrendadas (Resolución de 21 de abril de 2006).
- 6) Segmentos de líneas arrendadas al por mayor (Resolución de 23 de noviembre de 2006)

En estos análisis de mercados se ha impuesto a TESAU la obligación de 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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009 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 2009 del 11,66%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para un WACC después de impuestos del 8,13% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 30,23%.

TESAU manifiesta que dichos valores se obtienen aplicando 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 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 TESAU que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud de 3 de enero se detallan en la tabla siguiente:

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

	PROPUESTA Para ejercicio 2009	APROBADA CMT Para 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	0,57	0,56
Coste de los fondos propios	8,53%	8,31%
Prima por riesgo de la deuda	1,79%	0,90%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,08%	5,24%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,26%	3,67%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,75%	85,70%
Ratio de deuda sobre valor total	9,25%	14,30%
WACC después de impuestos	8,13%	7,65%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	30,23%	29,29%
WACC antes de impuestos	11,66%	10,81%



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 4,29%.

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 media aritmética de las diferencias de las rentabilidades, calculada sobre una serie ajustada para eliminar los extremos estadísticos mediante la técnica de los “inner fences” y “outer fences”. En consecuencia, TESAU propone un valor para la prima de riesgo del mercado de un 7,40%.

III.4. Beta de TESAU

TESAU estima el valor de su parámetro beta en 0,572. 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, que dejó de cotizar en agosto de 2006. 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. La deuda se ha tomado a valor contable neto y la capitalización bursátil a cierre de 2007. Para desapalancar la beta TESAU ha considerado el tipo impositivo efectivo de cada empresa integrante de la muestra.

A continuación, ha estimado la beta desapalancada de TESAU 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 efectivo 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 8,53%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,24%.

III.6. Estructura financiera

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 90,75%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 9,25%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2009 es un 10,19%.

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 octubre-noviembre 2008 por varios bancos de inversión. De esta media resulta un valor de 33.734,69 millones de euros. De dicho importe, descuenta 3.120,07 millones de euros en que estima el valor medio de la deuda financiera, estimada como media aritmética de los valores de balance al cierre del 2008 y del presupuesto para el 2009. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de 30.614,62 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 4,26%. Para efectuar este cálculo TESAU corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo marginal vigente en el ejercicio 2009, 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 (50,28 puntos básicos, p.b) y el spread medio de 2008 del Credit Derivative Swap (en adelante, CDS) de Telefónica, S.A. a 10 años frente al IRS a 10 años (128,86 p.b), de lo cual resulta una prima de riesgo de 1,79%.



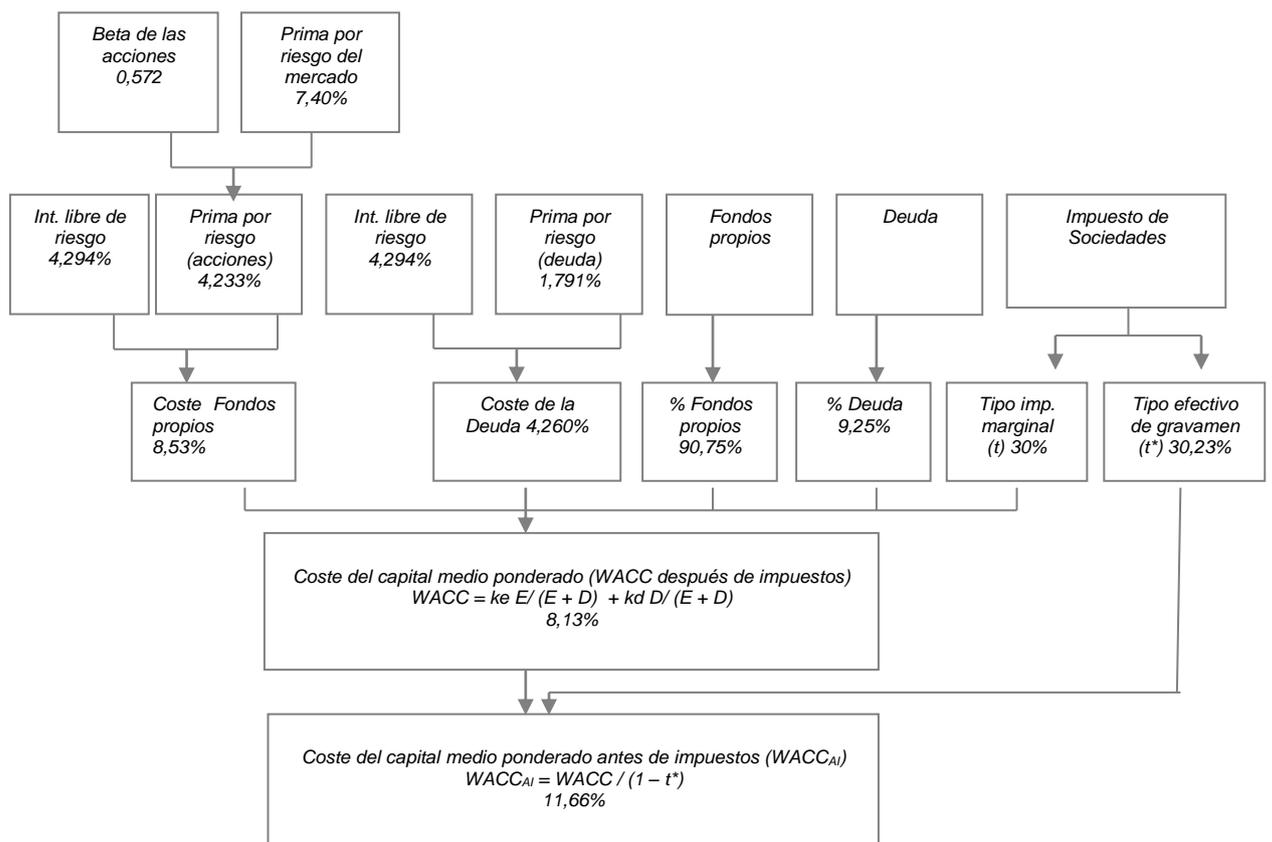
COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 30,23% que según el operador resulta de sustraer al tipo impositivo nominal vigente en el ejercicio 2009 una media aritmética de las diferencias entre el tipo impositivo nominal y tipo impositivo efectivo para los ejercicios 2006 **[CONFIDENCIAL]**, 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.





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TESAU

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

No obstante, debe indicarse que el 28 de noviembre de 2006 se publicó en el BOE número 285 la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la Renta de las Personas 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 y siguientes. 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.

¹ Véase las Resoluciones de 15 de marzo de 2007, de 7 de junio de 2007, de 19 de julio de 2007 y 18 de marzo de 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

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

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 TESAU. 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 en la Resolución de 18 de marzo de 2008, 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.

Tomando los datos del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años³, para el período 01/01/1994 a 31/12/2008 y con una periodicidad de los valores mensual, se obtienen valores que varían, según el criterio utilizado, desde un 2,67% hasta un 28,41%. Estos valores son difíciles justificar desde un punto de vista teórico y no coinciden con los estudios desarrollados para el mercado español⁴. Gran parte de esta variabilidad se explica por la caída del IBEX a lo largo del año 2008.

Con el fin de hacer más consistente la prima de riesgo se ha depurado la serie histórica mediante la técnica de “inner fences” y “outer fences” para eliminar valores extremos. Aplicando dicha técnica se han eliminado 14 observaciones sobre un total de 180. El resultado de los cálculos de los servicios de la CMT para el período examinado es una prima de riesgo del 6,87%⁵ que es 22 puntos básicos inferior al del año anterior.

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.

⁴ Puede verse el estudio de Fernández, P 2008 *Prima de riesgo del mercado utilizada: encuesta 2008. Working paper*, IESE, <http://www.iese.com/Descargas/spdf/Gratis/R133.pdf>

⁵ Este valor está en línea con el 6,3% del valor medio de la prima de riesgo de mercado percibida por las empresas españolas para el 2008 según el estudio de Pablo Fernández.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por lo tanto, la CMT considera razonable y consistente cuantificar la prima de riesgo del mercado para el cálculo del WACC en un 6,87%. Esto implica una disminución de un 3% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para TESAU 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 TESAU

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, los servicios de esta Comisión han 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:

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

Nombre de la empresa	Beta ⁶	Tipo impositivo efectivo (%) ⁷	Deuda total (mill) ⁸	Capitalización (mill) ⁹
BELGACOM SA	0,417	23,847	1.949,000	11.408,348
BT GROUP PLC	0,510	12,045	11.342,000	16.943,346
DEUTSCHE TELEKOM	0,747	56,036	41.904,000	65.504,857
FRANCE TELECOM	0,550	16,321	41.226,000	64.307,677
KONINKLIJKE KPN NV	0,528	-36,476	11.755,000	22.969,788
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,041	23,562	5.893,583	10.137,131
SWISSCOM AG	0,624	17,752	12.030,000	25.069,604
TELECOM ITALIA SPA - NEW	1,276	41,014	41.322,000	38.232,604
TELEFONICA SA	0,880	14,648	51.847,000	106.067,092
TELEKOM AUSTRIA AG	0,860	18,970	4.079,600	8.753,800

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 un año que es, dentro de las alternativas que contempla la Resolución de 21 de diciembre, la que proporciona mayor precisión de la estimación.

⁶ Fuente: Standard & Poors

⁷ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público.

⁸ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público, cifras en moneda nacional del operador.

⁹ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público, cifras en moneda nacional del operador.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

A partir de estos datos se obtienen los valores de la beta desapalancada¹⁰ 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	0,417	0,369
BT GROUP PLC	0,510	0,321
DEUTSCHE TELEKOM	0,747	0,583
FRANCE TELECOM	0,550	0,358
KONINKLIJKE KPN NV	0,528	0,311
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,041	0,720
SWISSCOM AG	0,624	0,447
TELECOM ITALIA SPA - NEW	1,276	0,779
TELEFONICA SA	0,880	0,621
TELEKOM AUSTRIA AG	0,860	0,624
BETA MEDIA	0,743	0,513

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 10 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 (29,74%, según se justifica en la sección IV.7), se obtiene un valor para la Beta de TESAU de un 0,56.

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 8,14%, 17 puntos básicos inferior al coste aprobado en el ejercicio 2008 y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de TESAU en el ejercicio 2009 en un 3,85%.

IV.5. Estructura financiera

El valor de mercado propuesto por TESAU, 33.734,69 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 16 bancos de inversión y entidades de análisis financiero.

¹⁰ 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

Los servicios de la CMT han revisado las valoraciones e incluido nuevos informes resultando para la valoración la siguiente muestra:

Tabla 5: Muestra de valoraciones de TESAU

Banco de Inversión	Fecha	Valoración empresa (millones euros)
Banesto	05/11/2008	30.844
BBVA Research	03/02/2009	36.043
Bersntein	16/10/2008	30.397
BPI	30/10/2008	39.274
Cheuvreux	08/10/2008	36.246
Deutsche Bank	17/11/2008	36.637
Dresdner Kleinwort	17/11/2008	34.191
Espirito Santo	17/12/2008	38.184
Exane BNP Paribas	18/11/2008	30.864
Fortis Bank	17/11/2008	35.967
HSBC	11/11/2008	32.688
Iberian Equities	14/10/2008	34.278
JP Morgan	19/11/2008	33.131
Merrill Lynch	17/11/2008	30.771
Morgan Stanley	09/12/2008	35.163
New Street	20/11/2008	28.912
Nomura	17/11/2008	36.446
Societe Generale	feb-09	30.531
UBS	24/11/2008	33.640
Promedio (mill. EUR)		33.905,61
Desviación		2.947
Umbral inferior		22.918
Umbral superior		44.080

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TESAU a tomar como referencia es de 33.905,61 millones de euros.

TESAU cuantifica el valor de la deuda en 3.120,07 millones de euros, a partir de la media aritmética del saldo de la deuda financiera en balance al 31 de diciembre de 2008 y la prevista para el cierre del 2009.

Se ha considerado más razonable deducir el nivel de deuda a partir del balance del ejercicio 2008. El nivel de deuda financiera así calculado es de 3.589,97 millones de euros, que resulta de:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

[CONFIDENCIAL

Tabla 6: Importe de la deuda financiera de TESAU

CONFIDENCIAL]

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TESAU en 30.316 millones de euros. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 89,41% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 10,59% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 11,84%.

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

La propuesta presentada por TESAU recoge una prima de riesgo de la deuda basada en la cotización de los IRS (interes rate swap) y CDS (credit default swap) para el período 1 de enero 2009 a 28 de noviembre de 2009.

Los mercados de derivados IRS y CDS han tenido durante el 2008 una variabilidad 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 referencia por TESAU 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. A este respecto es notorio¹¹ que 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 5,431% (emisión 21 de enero de 2009) y con vencimiento a 5 años. Debe recordarse que de acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de

¹¹Tal como recoge la prensa económica El Economista, 16/03/2009 “Telefónica puede darse el lujo de refinanciarse sin los bancos” y Expansión 16/03/09 “Telefónica opta por la deuda corporativa para financiarse”



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

21 de diciembre de 2006 las emisiones de la sociedad matriz se consideran referencia para el coste financiero de TESAU.

En consecuencia esta Comisión considera que el coste financiero de TESAU debe cifrarse en 5,50%, deduciéndose en consecuencia, una prima de riesgo de la deuda del 1,21% lo que supone un aumento respecto a la aprobada para el ejercicio anterior en 31 puntos básicos.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TESAU en un 5,50%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 4,29% y una prima de riesgo de un 1,21%, superior al 0,90% aprobado el año anterior 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 TESAU para el ejercicio 2008 es un 3,85%.

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

La metodología aprobada por la CMT el 21 de diciembre de 2006 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 desde 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 y 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.

¹² Véase el apartado IV.1.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

La siguiente tabla resume la información sobre los tipos impositivos medios de TESAU en los ejercicios 2006, 2007 y 2008, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.

[CONFIDENCIAL

CONFIDENCIAL]

El cálculo del tipo impositivo medio para el 2009 se ha efectuado de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo las partidas de naturaleza extraordinaria¹³, y respetando la norma 13ª del Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre).

Para los tres últimos ejercicios encontramos un diferencial promedio entre el tipo nominal y el tipo efectivo de un -0,26, que aplicado a un nominal del 30% para el 2009, nos proporcionaría un tipo efectivo de un 29,74%

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2009 el importe de 29,74%.

IV.8 WACC antes y después de impuestos

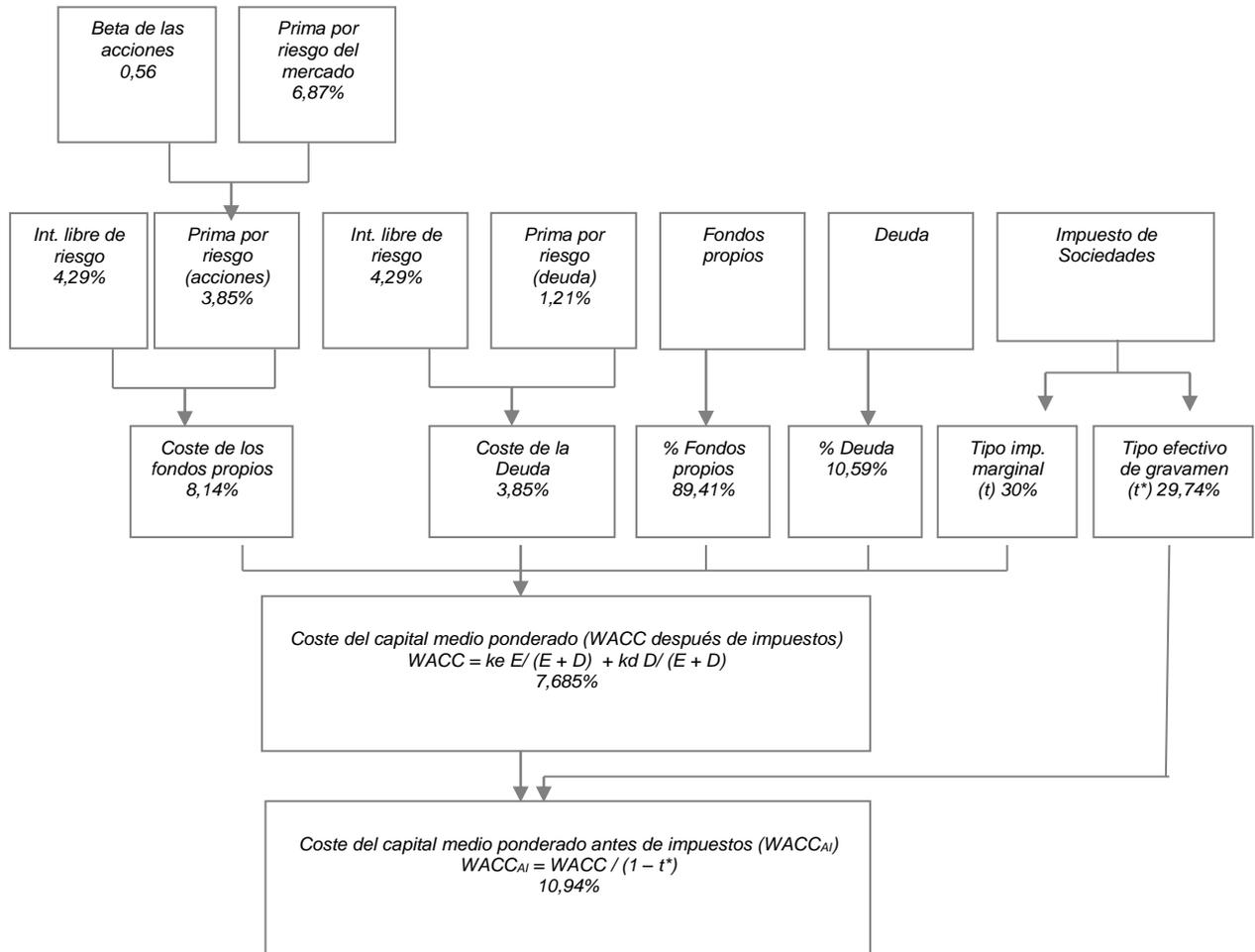
Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el coste medio ponderado del capital después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2009 en un 7,685%, un 0,46% superior al aprobado para el ejercicio 2008 y un coste medio ponderado del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2009 en un 10,94%, presentando este último valor una disminución en términos relativos de un 1,20% respecto al aprobado para el 2008.

¹³ Excluyendo partidas como ERE, partidas no vinculadas con la actividad como el efecto de la variación de tipos e impuestos devengados en el extranjero.



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 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 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	4,29%	4,29%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,40%	6,87%
Beta de las acciones	0,57	0,56
Coste de los fondos propios	8,53%	8,14%
Prima por riesgo de la deuda	1,79%	1,21%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,08%	5,50%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,26%	3,85%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,75%	89,41%
Ratio de deuda sobre valor total	9,25%	10,59%
WACC después de impuestos	8,13%	7,685%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	30,23%	29,74%
WACC antes de impuestos	11,66%	10,94%

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 2009, aprobada por esta Resolución.

Tabla 9: Evolución del WACC de TESAU

EJERCICIOS	2002¹	2003²	2004³	2005⁴	2006⁵	2007⁶	2008⁷	2009
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%	6,80%	7,64%	7,68%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%	9,86%	10,81%	10,94%

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

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

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

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

⁵Resolución de la CMT de 23 de febrero de 2006

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

⁷Resolución de la CMT de 18 de marzo 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 de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2008, del 10,94%, 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 SECRETARIO,

Vº Bº
EL PRESIDENTE

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera