



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 05/10 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 18 de febrero de 2010, 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 2009 (AEM 2009/2154).

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.

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 del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas.

CUARTO.- Con fecha 28 de diciembre de 2009, 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 2009, conforme a lo establecido en la Resolución de 1 de junio de 2006 sobre el formato y método contable a utilizar por Abertis Telecom S.A. Se presentaron los siguientes documentos:



- 1) Escrito de Abertis Telecom S.A.U. por el que se solicita a la CMT que tenga por cumplimentada la obligación del Grupo Abertis Telecom consistente en presentar la tasa de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2009, y dicte Resolución aprobando la tasa propuesta.
- 2) Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom S.A.

Abertis Telecom S.A.U. solicita que la CMT otorgue el carácter de estrictamente confidencial a ambos escritos.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de Abertis Telecom S.A., la CMT procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/2154.

QUINTO.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 11 de enero de 2010, la CMT solicitó a Abertis Telecom S.A. la presentación de la siguiente información:

- 1) Cuentas anuales individuales, informe de auditoría e informe de gestión del ejercicio 2008 de las sociedades Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.
- 2) Tablas (formato hoja de cálculo electrónica compatible) donde conste el cálculo de las betas de los operadores comparables realizado por ABERTIS, con inclusión del coeficiente de determinación, medidas del error y dispersión de la estimación.
- 3) Indicación de la referencia precisa y mercado de cotización todas las obligaciones, bonos o pagarés emitidos por el grupo Abertis durante el año 2008 y 2009.
- 4) Cotización 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 2008 y 15 primeros días de enero 2009. Aportación de soporte documental (pantalla de Bloomberg, Reuters o similar).
- 5) Detalle de las operaciones de endeudamiento del grupo Abertis para el año 2008 y ejercicio 2009, con expresión de fecha de emisión, fecha de vencimiento, nominal y tipo de interés.
- 6) Aportación de informes de analistas independientes que recojan información sobre la valoración por partes del grupo Abertis para el ejercicio 2008 y 2009.
- 7) Identificación para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U. de los ingresos y gastos del ejercicio 2008 con empresas del grupo, con detalle de naturaleza, importes y empresa del grupo.
- 8) 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 2008 y empresa del grupo.
- 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 2008, 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.

- 10) Autoliquidación del impuesto de sociedades del ejercicio 2008 presentada para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.

SEXTO.- Con fecha 1 de febrero de 2010, 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 anterior requerimiento de 11 de enero de 2010. Abertis Telecom S.A. solicitó igualmente que la CMT otorgue el carácter de estrictamente confidencial a la documentación aportada.

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.

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 conjunto¹ (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

¹ 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, entendiendo 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.”*



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".

III PROPUESTA DE TASA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009 REALIZADA POR ABERTIS TELECOM.

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 por Abertis Infraestructuras, S.A.

Abertis Telecom, S.A.U. 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 2009, del 15,27%. Este valor es el resultado de las estimaciones de Abertis Telecom para el WACC después de impuestos, un 10,50%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 31,31%.

1 WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por ABERTIS 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 financiera (o simplemente deuda), E es valor de total de los fondos propios y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros que inciden en la estimación del WACC propuestos por ABERTIS se detallan en la tabla 1:



	PROPUESTA Para ejercicio 2009	APROBADA CMT Para ejercicio 2008
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,87%	7,09%
Beta de las acciones	1,06	0,91
Coste de los fondos propios	11,57%	10,79%
Prima por riesgo de la deuda	0,45%	0,96%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,75%	5,30%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,32%	3,71%
Ratio de fondos propios sobre valor total	87%	82,50%
Ratio de deuda sobre valor total	13%	17,50%
WACC después de impuestos	10,50%	9,55%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,31%	29,18%
WACC antes de impuestos	15,27%	13,48%

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por ABERTIS.

2 Tipo de interés libre de riesgo

ABERTIS 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, ABERTIS estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2009 en un 4,29%.

3 Prima por riesgo del mercado

ABERTIS propone un valor de la prima de riesgo de 6,87%, valor que como indica en su solicitud: "ya aprobado por la Comisión para los otros operadores obligados a su uso de aplicación para el año 2009(...)"

4 Beta de ABERTIS

ABERTIS realiza una propuesta de Beta de 1,06. Dicho valor es el resultado de una media de las betas obtenidas para dos muestras. La primera muestra (muestra 1), de la que se obtiene una beta 1,06, está compuesta por las siguientes empresas comparables :

- American Tower.
- Crown Castle Intl.
- SBA Communications.
- Macquarie Communications Infrastructure Group.
- DMT.



En concreto la propuesta recoge la siguiente tabla en su página 6:

Beta desapalancada comparable	Beta 2005-2008 capitalización y deuda promedio 06/07/08	Beta 2005-2008 capitalización 07/08 y deuda promedio 06/07/08
American Tower	0,82	0,82
Crown Castle	1,04	1,03
SBA communications	0,83	0,81
Mcquie	0,24	0,20
DMT	0,84	0,88
Promedio beta desapalancada	0,76	0,75
Beta reapalancada para ABERTIS	0,83	0,82
Beta ABERTIS	0,83	

Tabla 2. Beta propuesta por ABERTIS para la muestra 1.

La segunda muestra (muestra 2) está compuesta por una serie de empresas no declaradas comparables en la Resolución de 21 de diciembre de 2006. Las betas obtenidas de esta segunda muestra se obtienen a partir de una serie temporal de cinco años para 307 empresas de 3 sectores (equipamiento, servicios de telecomunicaciones y redes inalámbricas) para las que deducen las siguientes betas sectoriales:

Beta desapalancada comparable	Beta desapalancada	Beta reapalancada para Abertis
Telco Equipment	1,34	1,48
Telco Services	1,00	1,10
Wíreles Networking	1,17	1,29
Beta ABERTIS		1,29

Tabla 3. Beta propuesta por ABERTIS para la muestra 2.

De la media entre el valor de 0,83 (muestra 1) y 1,29 (muestra 2) se obtiene el valor propuesto de 1,06.

5 Estructura financiera

ABERTIS propone utilizar una ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de un 87%, y una ratio de deuda sobre valor total de la empresa de un 13%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (deuda a fondos propios) propuesto para el año 2009 es de un 14,94%. Para llegar a dicho valor, ABERTIS realiza por un lado una valoración del negocio de telecomunicaciones y por otro una cuantificación de la deuda.

El valor del negocio de telecomunicaciones se obtiene como una media entre la valoración por el método de múltiplos de EBITDA y la valoración obtenida por analistas financieros externos. La valoración mediante múltiplos deduce el múltiplo a partir de transacciones comparables realizadas durante los años 2006 a 2009 por empresas del sector europeas y de Estados Unidos. La valoración de los analistas parte de 5 informes de 4 analistas diferentes. De la valoración por múltiplos se obtiene un valor de 2.550 millones de euros y



de la valoración por analistas financieros se obtiene un importe de 2.771 millones de euros. De la media de ambos valores resulta la propuesta de 2.661 millones de euros.

El importe de la deuda se obtiene a partir de las cuentas anuales de Retevisión, S.A, Tradia,S.A, Abertis Telecom, S.A.U alcanzando una cifra agregada de **[CONFIDENCIAL]**, valor al que hay que deducir **[CONFIDENCIAL]** de euros correspondientes a la deuda asociada a la adquisición de Eutelsat para llegar al importe de la deuda obtenida para el cálculo del coste del capital.

En consecuencia el valor de los fondos propios que se deriva de la propuesta de ABERTIS es 2.195 millones de euros.

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

ABERTIS cuantifica la prima por riesgo de su deuda (spread de la deuda) a partir de la diferencia entre el coste de la deuda y el tipo de interés libre de riesgo. El coste de la deuda se obtiene a partir del coste financiero de las últimas emisiones de obligaciones de Abertis Infraestructuras, S.A. durante el año 2008. En concreto se identifican tres emisiones:

- Emisión de 125 millones de euros, vencimiento a 30 años, con un tipo de interés del 5,99%. Emisión mayo 2008.
- Emisión de 30 millones de euros, vencimiento 30 años, con un tipo de interés del 3,62%. Emisión julio 2009.
- Emisión de obligaciones por un importe de 1.000 millones de euros a un plazo de 7 años. Tipo de interés de 4,625%.

De la media simple de los tipos de esas tres emisiones surge la propuesta de un coste de la deuda antes de impuestos de 4,75%

En consecuencia, ABERTIS deduce que la prima de riesgo de la deuda para el ejercicio 2009 es de 0,45%.

7 Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

La propuesta de ABERTIS es un tipo impositivo efectivo del 31,31% que resulta de una media simple de los tipos impositivos aprobados por la CMT en las resoluciones del coste de capital de años anteriores:

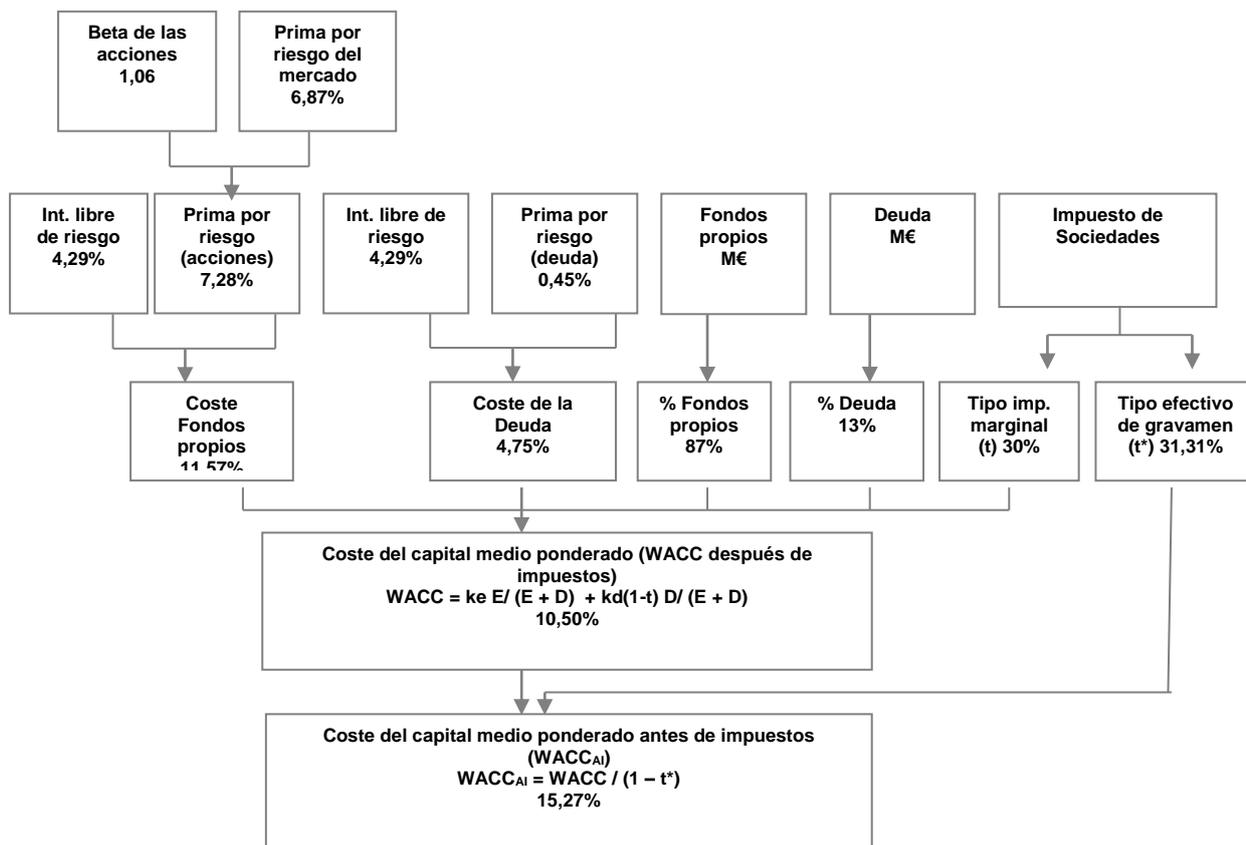
Año	Tipo impositivo
2006	33,80%
2007	30,95%
2008	29,18%
Media	31,31%

Tabla 4. Tipo impositivo efectivo.



8 Resumen de la propuesta

El siguiente gráfico presenta la propuesta de Abertis Telecom, incluyendo el valor estimado de 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 valor de la tasa de coste del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes de dicho coste. En consecuencia, en esta sección, se revisan los valores y métodos propuestos por ABERTIS según la metodología de estimación descrita en la citada resolución.

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 de los operadores



dominantes en un año natural es la media ponderada² del tipo de interés medio de las tres subastas de obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año para el que deba tener vigencia el coste del capital.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

En la Resolución de 2 de abril de 2009 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2009 se estableció un tipo de interés libre de riesgo de 4,29%. Por lo tanto, la CMT valora que el tipo de interés libre de riesgo propuesto por ABERTIS para el cálculo del coste del capital del ejercicio 2009 es correcto.

2 Prima por riesgo del mercado

Los mismos motivos, que se esgrimen para que el tipo de interés libre de riesgo sea común durante un ejercicio a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado, sirven para generalizar la prima de riesgo del mercado. En la Resolución de 2 de abril de 2009 por la que se aprobó la tasa de coste del capital de TESAU para el ejercicio 2009 se recogía una prima de riesgo del mercado del 6,87%.

En consecuencia, esta Comisión considera la propuesta de prima de riesgo para el cálculo del coste del capital para el año 2008 de ABERTIS es correcta.

3 Beta de las acciones de Abertis Telecom

ABERTIS estima el valor del parámetro beta de sus acciones en el ejercicio 2009 en un primer momento en un 0,83 a partir de la muestra de empresas comparables recogida en la Resolución de 21 de diciembre de 2009, para a continuación realizar otra segunda estimación a partir de una muestra de 307 empresas de equipamiento, servicios de telecomunicaciones y redes inalámbricas, de la que obtiene una beta de 1,29, y en un tercer paso realizar una media entre ambos valores arrojando un resultado de 1,06 constituyendo este último la propuesta realizada por la operadora.

El valor de 0,83 propuesto por ABERTIS resulta de la muestra aprobada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 por la que se aprueba la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes. Por lo que se refiere a las betas de las empresas de los sectores equipamiento, servicios de telecomunicaciones y redes inalámbricas señalar que examinada la composición de las empresas incluidas bajo dichos epígrafes se ha podido comprobar que no son comparables con ABERTIS debido a la gran heterogeneidad de actividades que se recogen bajo dichos epígrafes sectoriales. Debe recordarse que en la propuesta de coste de capital para el ejercicio 2008 ABERTIS aportó una muestra de 120 empresas comparables de los mismos sectores, para la que la CMT consideró que no eran un referente para obtener la beta de

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.



ABERTIS. Por otra parte, en la metodología establecida por Resolución de 21 de diciembre sólo se pudo identificar 6 empresas realmente comparables, que son las que configuran la que hemos denominado muestra 1. Debe concluirse, por lo tanto que debe rechazarse la beta obtenida de la muestra 2 presentada por ABERTIS.

En este sentido, considerando la misma muestra que ABERTIS, establecida en la metodología, la CMT ha calculado el importe de la beta a partir de un intervalo temporal (últimos 3 años), con una frecuencia diaria, al ser este el intervalo y la frecuencia que ha proporcionado una mayor precisión y minimiza la desviación.

La muestra de empresas seleccionada y los datos de origen se resumen en la tabla 5:

Nombre de la empresa	Beta ³	Tipo impositivo efectivo ⁴	Deuda total (mill) ⁵	Capitalización (mill) ⁶
American Tower Corp	1,029	36,44%	4.333,15	11.206,61
Crown Castle Intl Corp	1,188	40,10%	6.579,15	11.368,68
Digital Multimedia Tech Spa	1,270	6,67%	163,17	138,48
Macquarie Comm Infrastructr	0,765	38,12%	8.439,82	1.600,41
SBA communications corp	1,394	-2,27%	2.555,84	1.817,64

Tabla 5: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables.

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
American Tower Corp	1,029	0,826
Crown Castle Intl Corp	1,188	0,882
Digital Multimedia Tech Spa	1,270	0,605
Macquarie Comm Infrastructr	0,765	Valor extremo ⁷
SBA communications corp	1,394	0,572
PROMEDIO	1,129	0,721

Tabla 6: Valores de la beta apalancada y desapalancada.

Utilizando la fórmula recogida en la Resolución de 21 de diciembre, que establece la relación entre la beta apalancada y la beta desapalancada de una empresa y considerando

³ Fuente: Standard & Poors

⁴ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público.

⁵ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público. Cifras en moneda nacional del operador.

⁶ Fuente: Cotización referida a la fecha de los estados contables del último ejercicio cerrado y público. Cifras en moneda nacional del operador.

⁷ El valor resultante (0,179) se excluye ya que se configura como un valor extremo y además ha dejado de cotizar desde julio de 2009. Véase el procedimiento para determinar la exclusión de valores extremos en la nota al pie número 9



la estructura financiera que se desarrolla en el apartado IV.4 de esta Resolución se obtiene un valor para la beta de ABERTIS de un 0,83. Dicha fórmula se expresa como⁸:

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

Dicho valor es coincidente con el valor calculado por ABERTIS para su muestra 1.

4 Estructura financiera

Como se ha señalado, ABERTIS deduce un valor de la ratio de fondos propios a valor de mercado del 87% y de un 13% para la relación de deuda a valor de mercado a partir de la valoración de la empresa resultante de una media entre:

- El importe resultante de la aplicación del multiplicador sobre EBITDA (a partir de transacciones comparables) de 18,06 veces que proporciona una valoración para ABERTIS de 2.550 millones de euros.
- Valoración según informes de analistas externos, que proporcionan un valor medio de 2.771 millones de euros.

La muestra de operaciones para el cálculo del múltiplo de EBITDA tiene una gran dispersión con un valor mínimo de 9 y un valor máximo de 24, siendo significativamente diferente los valores de las transacciones comparables en Europa de las transacciones comparables en Estados Unidos. Además las transacciones comparables están referidas a ejercicios que van desde el 2006 al 2009, aunque la mayoría de ellas (50%) se refieren al año 2007. Estos hechos, junto a que el precio de mercado puede estar influenciado por factores exógenos al negocio regulado, tales como forma de adquisición, forma de pago, plazos, posibles desinversiones, etc. hace que sea necesario contrastar dicha valoración por medio de los informes de analistas externos. En este sentido la CMT considera que la valoración por múltiplos de empresas comparables es un instrumento que se debe utilizar en caso de no disponer de otro instrumento que recoja con mayor precisión las especificidades del operador. En este sentido se considera más adecuado para evaluar la presente solicitud de ABERTIS utilizar valoraciones de analistas que recogen el valor del negocio de telecomunicaciones a partir de la técnica del descuento de flujos.

La CMT ha dispuesto de de los siguientes informes de analistas:

Analista	Fecha	Valor resultante según CMT (millones de euros)
Macquaire	may-09	2.391
Chevreux	may-09	2.462
Chevreux	ago-09	2.475
Fidentiis	ago-09	2.697

⁸ 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.



Analista	Fecha	Valor resultante según CMT (millones de euros)
Credit Suisse	may-09	1.914
MEDIA		2.388
Umbral inferior		2.265
Umbral superior		2.601

Tabla 7: Valoración de ABERTIS.

De los informes de analistas externos que presenta ABERTIS junto a su propuesta se ha descartado el informe de Fidentiis de mayo de 2009, ya que la valoración que recoge es la de todos los negocios de Telecom, incluyendo las participaciones financieras en Hispasat y Eutelsat (negocios, ambos, no regulados). Igualmente se ha tomado del informe de Credit Suisse (mayo 2009) la valoración que corresponde al negocio regulado (exclusivamente Retevisión, Abertis Telecom y Tradia).

Las fechas de elaboración de estos informes de analistas cumplen la condición de homogeneidad temporal, en el sentido de diferir menos de 3 meses respecto de las fechas de apertura o cierre del ejercicio objeto de valoración. Con objeto de cumplir con 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”, umbrales inferiores y 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 “inner fences” son extremos estadísticos. A la vista de las valoraciones de los informes, puede apreciarse como una de ellas está alejada del resto. Aplicando la técnica de los inner fences la valoración de Credit Suisse sería descartada, quedando la valoración del siguiente modo:

Analista	Fecha	Valor resultante según CMT (millones de euros)
Macquaire	may-09	2.391
Chevreux	may-09	2.462
Chevreux	ago-09	2.475
Fidentis	ago-09	2.697
MEDIA		2.506,25
Umbral inferior		2.315
Umbral superior		2.660

Tabla 8: Valoración de ABERTIS corregida.

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. .



Por lo que se refiere al valor de la deuda, la CMT ha procedido, a partir de la información financiera remitida por la operadora, al recálculo de la deuda financiera, obteniendo el siguiente desglose:

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

Se ha ajustado la deuda financiera tomado en consideración los débitos y créditos cruzados entre las empresas que conforman el subgrupo Abertis. Debe destacarse que prácticamente la totalidad de la deuda se corresponde con deudas con la matriz (Abertis Infraestructuras, S.A.) lo que, como se verá a continuación, implica automáticamente la determinación del coste de la deuda para ABERTIS.

En consecuencia, dado que el valor del negocio de ABERTIS es de 2.506,25 millones de euros y el valor de su deuda financiera es de 462,62 millones de euros, resulta, tomando la diferencia entre estas dos cifras, un valor de mercado de los fondos propios del operador de 2.043,63 millones de euros.

Derivado de lo anterior, la CMT considera que el ratio de apalancamiento financiero de Abertis Telecom es un 21,64%, el ratio de fondos propios sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 81,54% y el valor de la deuda sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 18,46%.

5 Coste de la deuda y prima por riesgo de la deuda

La propuesta de ABERTIS para el coste medio de su deuda antes de impuestos en el 2009 es de un 4,745%, cifra resultante de efectuar una media simple entre el tipo de interés de tres emisiones de obligaciones, tal como se ha explicado anteriormente, resultando una propuesta de prima de riesgo de la deuda de 0,45%. Dos de dichas emisiones se refieren al ejercicio 2008 y la tercera, la más importante desde un punto de vista cuantitativo y emitida en el año 2009, fijó un tipo de interés del 4,625%.

Se constata a partir de la documentación contable remitida por ABERTIS que la principal fuente de financiación del negocio de Telecomunicaciones proviene de la matriz del grupo Abertis Infraestructuras, S.A. La metodología recogida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 reconoce como un método para establecer el coste de la deuda la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por la cabecera del grupo al que pertenezca el operador o por mismo el operador. En la ausencia de esta información se acepta usar la tasa de interés del último préstamo suscrito por el operador o del grupo al que pertenece el operador.

La propuesta de coste de la deuda de ABERTIS parte de realizar una media no ponderada en razón de sus importes. Esto supone dar un peso excesivo a una emisión relativamente modesta como es la de mayo de 2008.



Por otra parte, en la presentación que efectuó Abertis Infraestructuras, S.A. en diciembre de 2009.¹⁰, dentro del “Programa Próximo”, se recogía un coste medio de la deuda para el grupo durante el año 2008 del 4,6%, valor muy similar al 4,625% señalado anteriormente. En consecuencia, esta Comisión considera que el coste de la deuda de ABERTIS para el 2009 debe estimarse en un 4,63%. Este coste supone una prima de riesgo de la deuda de un 0,34%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2009 estaba establecido en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de ABERTIS es de un 3,24%.

6 Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

ABERTIS propone utilizar un valor de 31,11% como tipo impositivo efectivo para el coste del capital del ejercicio 2009.

Debe señalarse que el cálculo se obtiene como una media de los tipos impositivos aprobados para ABERTIS en las resoluciones del coste de capital del año 2006, 2007 y 2008.

Si bien es cierto que 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, sin embargo la propuesta de ABERTIS no tiene en cuenta los cambios en los tipos impositivos nominales que se han producido a lo largo de los ejercicios 2007 y 2008, ni los tipos impositivos efectivos que realmente se han producido en el 2007.

En esta Resolución se establece un único coste de capital para todo el negocio de telecomunicaciones regulado de ABERTIS, sin embargo la prestación efectiva del servicio portador de difusión de televisión por ondas terrestres solamente la realizan las empresas Retevisión y Tradia. Por otra parte se ha comprobado que la inclusión de Abertis Telecom, S.A.U. en el cálculo del tipo impositivo efectivo del ejercicio 2009 distorsionaría gravemente el significado de dicho tipo como consecuencia de las pérdidas contables y ajustes extracontables (ajenos en ambos casos al negocio regulado) que sufre Abertis Telecom, S.A.U. En consecuencia, se considera que el cálculo del tipo impositivo debe efectuarse a partir de la agregación de las partidas de impuestos devengados y resultado contable antes de impuestos para aquellas dos sociedades, comprobando que no existen transacciones internas que puedan generar resultados intragrupo. Así obtenemos:

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2008 el importe de 31,97.

¹⁰ Puede verse en <http://www.abertis.com/pdf/PresentacionOviedo.pdf>

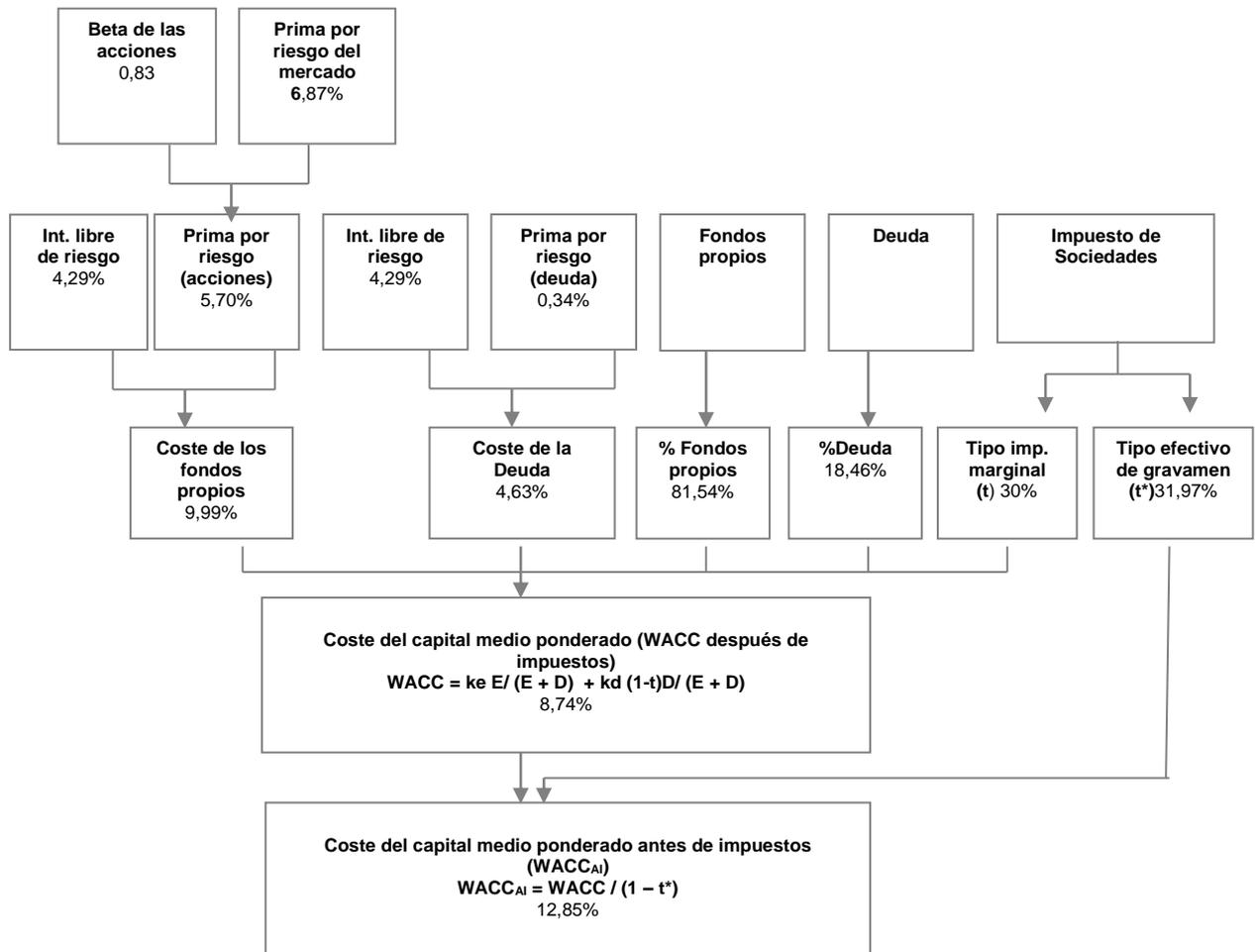


7 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos anteriormente expuestos, la CMT valora el coste medio ponderado del capital después de impuestos de ABERTIS para el ejercicio 2009 en un 8,74%, un 8% inferior 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 12,85%, representando este último valor una disminución, en términos absolutos, de 63 puntos básicos y de un 4,7%, en términos relativos, respecto al aprobado para el 2008.

8 Resumen de la valoración

El siguiente gráfico presenta la valoración que hace la CMT del coste de capital de ABERTIS, incluyendo el valor que se aprueba para cada uno de los parámetros implicados en el ejercicio 2009:



Las causas que explican la variación del coste de capital entre el ejercicio 2008 y 2009 son:

- Factores que aumentan el coste del capital:
 - 1) Aumento del tipo de impositivo efectivo.
- Factores que disminuyen el coste del capital:
 - 1) Disminución de la beta
 - 2) Disminución del tipo de interés libre de riesgo.
 - 3) Disminución del peso de los fondos propios dentro de la estructura financiera.
 - 4) Disminución del coste de la deuda.



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 ABERTIS 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 ABERTIS, y de su valoración por la CMT.

PARÁMETROS	ABERTIS	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,29%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,87%	6,87%
Beta de las acciones	1,06	0,83
Coste de los fondos propios	11,57%	9,99%
Prima por riesgo de la deuda	0,45%	0,34%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,75%	4,63%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,32%	3,24%
Ratio de fondos propios sobre valor total	87%	81,54%
Ratio de deuda sobre valor total	13%	18,46%
WACC después de impuestos	10,50%	8,74%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,31%	31,97%
WACC antes de impuestos	15,27%	12,85%

Tabla 11: Tasa de retorno propuesta por ABERTIS y valoración de la CMT.

La tabla número 12, recogida a continuación, se muestra la evolución de la tasa de coste del capital de ABERTIS aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de coste para el ejercicio 2009, aprobada por esta Resolución.

	2004¹¹	2005¹²	2006¹³	2007¹⁴	2008¹⁵	2009
WACC A. IMPUESTOS	14,74%	13,81%	9,79%	13,15%	13,48%	12,85%
WACC D. IMPUESTOS	9,58%	8,98%	6,48%	9,08%	9,55%	8,74%

Tabla 12: Evolución tasa de coste del capital de ABERTIS.

¹¹ Resolución de 21 de julio de 2005

¹² Resolución de 21 de julio de 2005

¹³ Resolución de 19 de julio de 2007.

¹⁴ Resolución de 20 de septiembre de 2007.

¹⁵ Resolución de 14 de mayo de 2009



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

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por ABERTIS, en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2009, del 12,85%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y en el artículo 23.2 del Texto Consolidado del Reglamento de Régimen Interior aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión de fecha 20 de diciembre de 2007 (B.O.E. de 31 de enero de 2008), con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 48.17 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

El presente documento está firmado electrónicamente por el Secretario, Ignacio Redondo Andreu, con el Visto Bueno del Presidente, Reinaldo Rodríguez Illera.