



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JORGE SÁNCHEZ VICENTE, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

CERTIFICA

Que en la Sesión número 17/11 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, celebrada el día 26 de mayo de 2011, 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 2011 (AEM 2011/246).

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. Dichos principios, criterios y condiciones fueron actualizados en la Resolución de la CMT de 10 de junio de 2010.

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.- Con fecha 26 de enero de 2011, 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 2011. El escrito incluye anexos en los que se detallan los cálculos de la tasa de retorno propuesta por TESAU.

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 26 de enero de 2011 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2011/246.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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.

Sobre la base de la normativa vigente, la CMT ha aprobado, entre otros, la definición y análisis de los siguientes mercados:

- 1) Mercado 2. Resolución de 12 de diciembre de 2008 por la que se aprueba la definición y el análisis del mercado mayorista de acceso y originación de llamadas en la red telefónica pública en una ubicación fija.
- 2) Mercado 3. Resolución de 18 de diciembre de 2008 por la que se aprueba la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas en las redes públicas individuales de cada operador de telefonía fija.
- 3) Mercado 4 y 5. Resolución de 22 de enero de 2009 por la que se aprueba la definición y el análisis del mercado de 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.
- 4) Mercado 6. Resolución de 23 de julio de 2009 por la que se aprueba la definición y análisis del mercado del conjunto mínimo de líneas alquiladas, y del mercado de segmentos de terminación de líneas arrendadas al por mayor.

La conclusión de todos estos análisis es que estos mercados no son realmente competitivos, designándose en todos ellos a TESAU como operador con poder significativo de mercado e imponiéndose a este operador entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste del capital.

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.”

Esta misma obligación se recoge, en los mismos términos, en la resolución de 25 de mayo de 2006 de principios, criterios y condiciones para el desarrollo del estándar de costes incrementales, y en la resolución de 10 de junio de 2010 por la que se actualizan los principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, 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.

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2011 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 2011 del 10,78%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para un WACC después de impuestos del 7,66% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 28,93%.

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 2011 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 después de impuestos, 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 se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TESAU y comparativa con la aprobada en 2010

Parámetro	PROPUESTA 2011	APROBADA CMT 2010
Tipo de interés libre de riesgo	4,95%	3,88%
Prima por riesgo del mercado	6,18%	7,43%
Beta de las acciones	0,47	0,44
Coste de los fondos propios	7,83%	7,15%
Prima por riesgo de la deuda	1,73%	0,81%
Coste de la deuda (antes de impuestos)	6,68%	4,69%
Coste de la deuda (después de impuestos)	4,68%	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	94,54%	92,91%
Ratio de deuda sobre valor total	5,46%	7,09%
WACC después de impuestos	7,66%	6,88%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo efectivo (Imp. de Sociedades)	28,93%	29,37%
WACC antes de impuestos	10,78%	9,74%

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 2011 en un 4,952%.

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*”, que se explican más adelante, en la nota al pie de página nº 9. En consecuencia, TESAU propone un valor para la prima de riesgo del mercado de un 6,18%.

III.4. Beta de TESAU

TESAU estima el valor de su parámetro beta en 0,47. 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 2009¹. Para desapalancar la beta, TESAU ha considerado el tipo impositivo efectivo de cada empresa integrante de la muestra.

A continuación, se 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.

¹ Excepto para la empresa BT, cuyo cierre fiscal considerado es a fecha de 31 de marzo de 2010.



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 7,83%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 2,88%.

III.6. Estructura financiera

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 94,54% y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 5,46%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2011 es un 5,78%.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TESAU tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el último trimestre de 2010 por varios bancos de inversión. De esta media resulta un valor de 30.267,78 millones de euros. De dicho importe, descuenta 1.653,95 millones de euros correspondientes al valor de la deuda financiera que consta en el balance de cierre del ejercicio 2010. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de 28.613,82 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 4,678%. Para efectuar este cálculo TESAU corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo impositivo marginal vigente en el ejercicio 2011, 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* (IRS) a 10 años frente al bono soberano a 10 años (25,85 puntos básicos) y el *spread* medio de 2010 del *Credit Derivative Swap* (CDS) de Telefónica, S.A. a 10 años frente al IRS a 10 años (147,17 puntos básicos), de lo cual resulta una prima de riesgo de 1,73%.

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 28,93% que según el operador resulta de sustraer al tipo impositivo



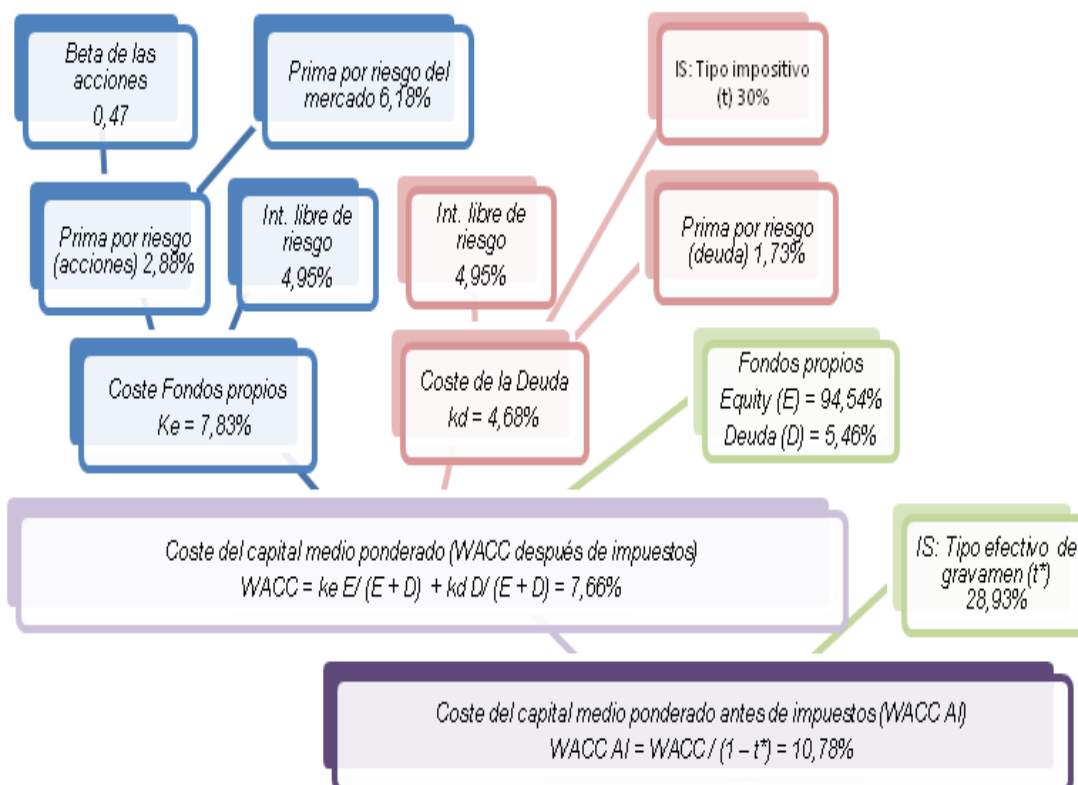
COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

nominal vigente en el ejercicio 2011 una media aritmética de las diferencias entre el tipo impositivo nominal y tipo impositivo efectivo para los ejercicios 2008 [CONFIDENCIAL], 2009 [CONFIDENCIAL] y 2010 [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.

Gráfico 1. Propuesta de TESAU para la Tasa de Retorno para 2011



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 como la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
Dic. 2010	5,446	3/6
Nov. 2010	4,615	2/6
Sep. 2010	4,144	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 4,952%, 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 2011 es de un 4,95%. Esto supone un aumento de 107 puntos básicos con respecto al valor aprobado en la Resolución de 6 de mayo de 2010, para el ejercicio 2010.

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 mensuales de los últimos 15 años y la media aritmética.

Se han tomado los mismos datos del rendimiento del IBEX que los propuestos por TESAU que estiman el rendimiento mensual en base a la diferencia entre la cotización del IBEX del primer y último día del mes. En cambio, y a diferencia de TESAU, para el mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años³, se ha utilizado el tipo medio mensual para las operaciones simples al contado de compra-venta de deuda pública con un vencimiento entre 9,5 y 10,5 años. Este cambio se debe a que el tipo medio mensual de rendimiento de las obligaciones del Estado recoge con mayor precisión y robustez la rentabilidad obtenida por la inversión en renta fija durante un mes en contraposición a la estimación de la rentabilidad teniendo en cuenta apenas los valores del último día del mes. En ambas series (IBEX y

² Esta media ponderada asigna un peso de 3/6 al valor de la muestra más reciente, un peso de 2/6 al valor intermedio y un peso de 1/6 al valor más lejano en el tiempo.

³ Fuente Banco de España.

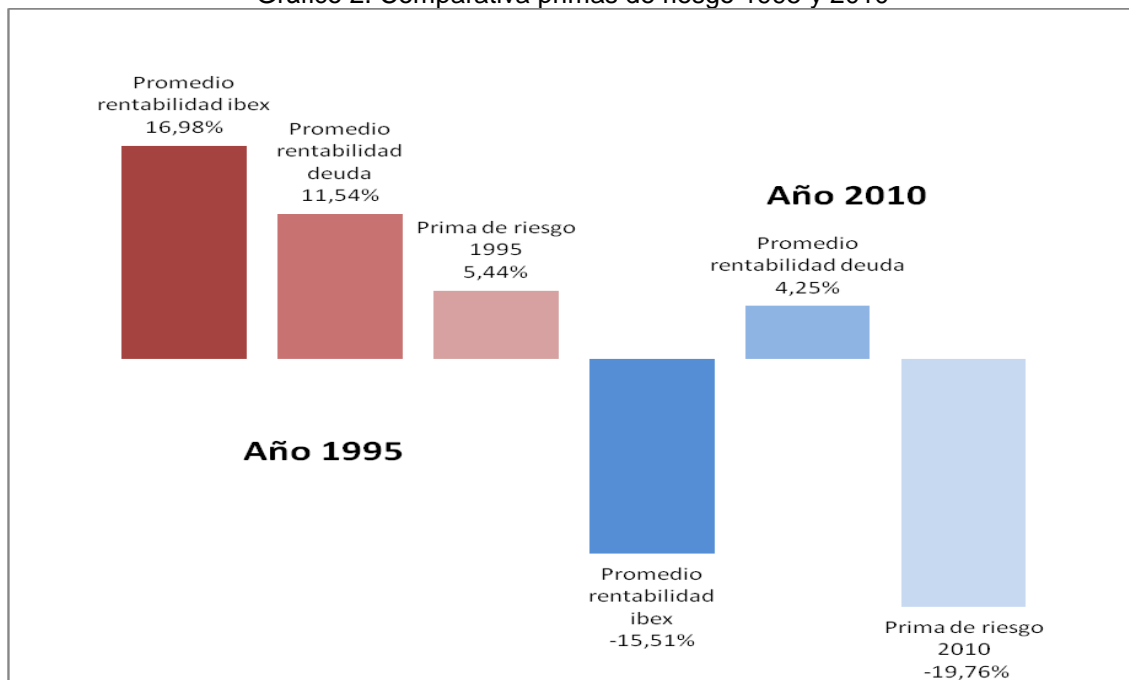


COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Obligaciones), se ha considerado el período 01/01/1996 a 31/12/2010 y una periodicidad mensual de los valores. Independientemente del criterio de cálculo y depuración utilizado, los valores obtenidos son inferiores a los estimados para el año anterior (7,43%)⁴. Gran parte de esta disminución se explica por la caída del IBEX en el año 2010, cuyo valor pasó de 11.940 (31/12/09) a 9.859 (31/12/10).

Otro factor que explica la reducción de la prima de riesgo propuesta por TESAU con respecto a la aprobada para el ejercicio anterior es la actualización de la serie histórica de quince años que se utiliza como referencia. Para este ejercicio, se han añadido los datos del año 2010 y se han eliminado los correspondientes al ejercicio 1995. En el siguiente gráfico se muestra la disparidad de las primas de riesgos de ambos periodos.

Gráfico 2. Comparativa primas de riesgo 1995 y 2010



Con el fin de hacer más consistente la prima de riesgo, se ha depurado la serie mediante el uso de extremos estadísticos. De las 180 observaciones, se han descartado 9 por exceder los umbrales mínimo (5 valores) y máximo (4 valores). Con esta depuración el valor calculado de prima de riesgo con dos decimales coincide con el propuesto por TESAU, esto es 6,18%.

A pesar de que esta metodología está conforme con el criterio utilizado con anterioridad por la CMT⁵, la depuración no ofrece un resultado robusto, por su sensibilidad a la consideración de un valor más o menos como extremo estadístico. Por ejemplo, si la depuración hubiera resultado en la exclusión de 10 valores (5 superiores y 5 inferiores) la estimación de la prima de riesgo resultaría en 5,30% y si la depuración consistiese en la exclusión de 8 valores (4 superiores y 4 inferiores) la prima de riesgo alcanzaría 5,21%. Esta variabilidad se debe a que la depuración de la

⁴ Resolución de la CMT de 6 de mayo de 2010 por la que se aprueba la tasa de retorno de TESAU para el ejercicio 2010.

⁵ Ver Resolución CMT de 18 de marzo de 2008.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

serie mediante el uso de extremos estadísticos es un instrumento adecuado para suavizar la serie, pero no es concluyente para la consideración de un dato como atípico. Por tanto, y de manera complementaria, se han consultado otros métodos de estimación para poder comparar con la estimación anterior.

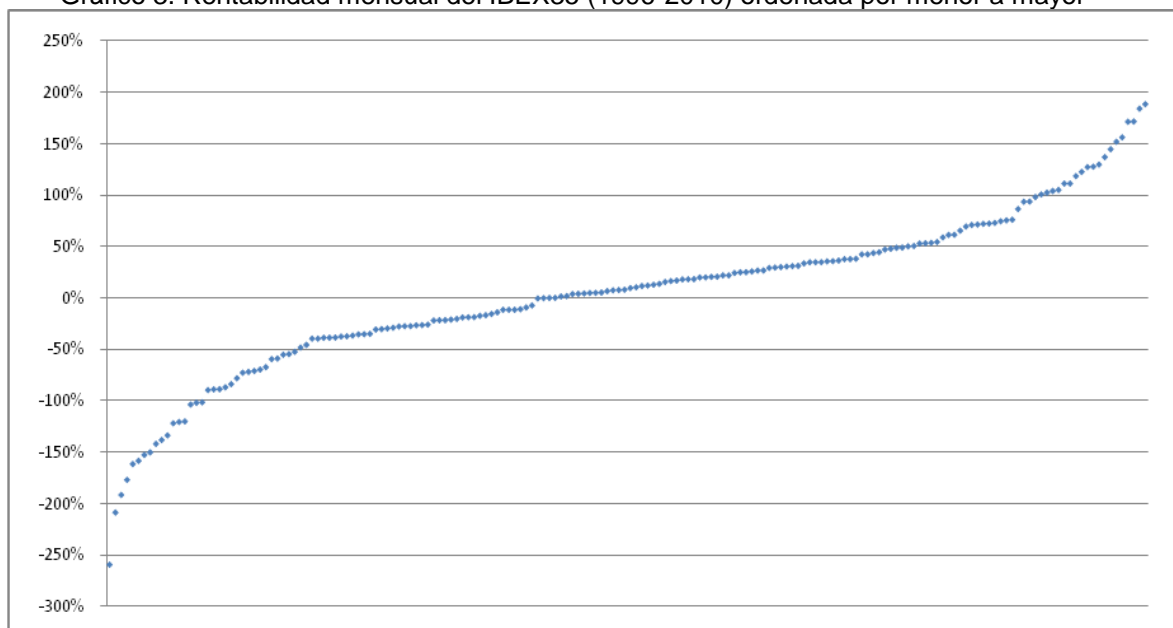
En primer lugar, se ha calculado la media recortada, que consiste en calcular la media aritmética sobre un subconjunto central del conjunto de datos, no considerándose una determinada proporción por cada extremo. Se ha calculado la media recortada para las proporciones de recorte 0%, 5% y 10% y el resultado se muestra en la tabla 3.

Tabla 3. Cálculo mediante medias recortadas

Porcentaje aplicado a la media recortada	Resultado
0% (= media aritmética)	4,29%
5%	5,21%
10%	5,82%

En segundo lugar, se ha realizado un análisis visual de la serie para detectar posibles datos atípicos. Para ello, se ha representado la serie del Ibex 35 –que presenta mayor volatilidad- ordenando sus valores de menor a mayor.

Gráfico 3. Rentabilidad mensual del IBEX35 (1996-2010) ordenada por menor a mayor



Se observa continuidad en la serie de datos con excepción de un punto, que es el extremo inferior. Se trata del valor de -259,54%, correspondiente a la rentabilidad anualizada obtenida por el Ibex en el mes de agosto de 1998. Si se excluye ese dato, el cálculo de la media aritmética resulta en 5,77%.

De las estimaciones anteriores, la CMT considera que el valor más representativo de la prima de riesgo es la media aritmética depurada (6,18%). Las razones para esta



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

elección son, por un lado, consistencia con la metodología aprobada en años anteriores y, por otro lado, por resultar en un valor más cercano a la mediana de la serie completa (8,63%). Cabe recordar que la mediana es una buena referencia al tratarse de un indicador menos afectado por datos atípicos.

Por tanto, y en conformidad con la metodología, la CMT considera razonable y consistente cuantificar la prima de riesgo del mercado para el cálculo del WACC en un 6,18%. Esto implica una reducción de un 16,79% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado el año pasado.

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 4, que difieren de la muestra utilizada por TESAU cuya fuente de datos es la empresa Bloomberg:

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

Nombre de la empresa	Beta	Tipo impositivo efectivo (%)	Deuda total (mill) ⁶	Capitalización (mill) ⁶
BELGACOM SA	0,469	21,07%	2.154	8.559
BT GROUP PLC	0,875	-2,18%	12.791	9.606
DEUTSCHE TELEKOM	0,661	67,12%	50.212	44.878
FRANCE TELECOM	0,606	41,28%	37.021	46.165
KONINKLIJKE KPN NV	0,467	-6,83%	13.371	19.286
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,027	22,87%	6.868	7.638
SWISSCOM AG	0,529	19,29%	9.858	20.493
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,912	33,57%	40.147	19.216
TELEFONICA SA	0,819	23,59%	53.801	89.089
TELEKOM AUSTRIA AG	0,788	10,73%	4.090	4.408

Fuente: Standard & Poors y estados contables del último ejercicio cerrado y público.

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT considera adecuado excluir a Eircom 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 diaria para un plazo de cinco años que es, dentro de las alternativas que contempla la Resolución de 21 de diciembre, la que proporciona mayor precisión de la estimación.

A partir de estos datos se obtienen los valores de la beta desapalancada⁷ para estas empresas y su media aritmética, referenciados en la tabla 5.

⁶ Fuente: Cifras en moneda nacional del operador.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 5: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
BELGACOM SA	0,469	0,392
BT GROUP PLC	0,875	0,371
DEUTSCHE TELEKOM	0,661	0,483
FRANCE TELECOM	0,606	0,412
KONINKLIJKE KPN NV	0,467	0,269
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	1,027	0,606
SWISSCOM AG	0,529	0,381
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,912	0,382
TELEFONICA SA	0,819	0,560
TELEKOM AUSTRIA AG	0,788	0,431
BETA MEDIA	0,715	0,429

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 sección IV.5) y de tipo impositivo efectivo de TESAU (29,17%), según se justifica en la sección IV.7), se obtiene un valor para la Beta de TESAU de un 0,45.

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 7,71%, 56 puntos básicos superior al coste aprobado en el ejercicio anterior y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de TESAU para este ejercicio en un 2,76%.

IV.5. Estructura financiera

El valor de mercado propuesto por TESAU, 30.267,78 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 9 bancos de inversión y entidades de análisis financiero. Las valoraciones corresponden al cuarto trimestre del año 2010, por tanto, todas ellas incluyen el efecto de la adquisición a Portugal Telecom de su participación —a través de Brasicel— en el operador brasileño Vivo.

⁷Tal 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 realizadas por las distintas entidades y ha incluido un nuevo informe para conseguir una mayor representatividad de la muestra, resultando la valoración siguiente:

Tabla 6: Muestra de valoraciones de TESAU

Banco de Inversión	Fecha	VALORACIÓN TESAU
AHORRO CORPORACIÓN	19/10/2010	30.159
CAJA MADRID	22/11/2010	31.660
ESPIRITO SANTO	15/10/2010	31.679
EXANE BNP PARIBAS	25/11/2010	28.547
KEPLER	22/11/2010	33.440
LA CAIXA	18/11/2010	30.792
NEW STREET RESEARCH	25/11/2010	28.231
RBS	12/11/2010	30.144
SANTANDER	04/10/2010	27.758
BBVA	01/12/2010	37.317
Promedio (mill. EUR)		30.972,70
Media acotada (10%) (mill. EUR)		30.972,70
Media depurada (mill. EUR)		30.267,78
Mediana (mill. EUR)		30.475,50

De los tres indicadores estimados (promedio simple, media recortada⁸ y media depurada⁹) el más próximo a la mediana es la media depurada. Por tanto, en base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TESAU a tomar como referencia es de 30.267,78 millones de euros.

TESAU cuantifica el valor de la deuda en 1.653,95 millones de euros, a partir del saldo de la deuda financiera con terceros a cierre de 2010.

Los servicios de la CMT han revisado las partidas del balance a cierre del 2010 correspondientes a deuda financiera, obteniendo que el nivel de deuda financiera, así calculado coincide con el propuesto por TESAU:

[CONFIDENCIAL]

Tabla 7: Importe de la deuda financiera de TESAU

PASIVO	Importe (mill. EUR)
Acreeedores a largo plazo	

⁸ Media aritmética sobre un subconjunto central del conjunto de datos, en el que se excluye un porcentaje determinado de valores superiores e inferiores de la serie.

⁹ La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos: *inner fences*. De la muestra empleada, se identifican los valores del valor del percentil al 25%, del 75% y 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% más 1,5 veces la diferencia.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Acreeedores a corto plazo
Total

Fuente: Balance TESAU 2010 e información complementaria

CONFIDENCIAL]

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TESAU en 28.613,83 millones de euros. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 94,54% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 5,46% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 5,78%.

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 de 1 de enero de 2010 a 31 de diciembre de 2010.

Debe recordarse que de acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, las emisiones de la sociedad matriz se consideran referencia para el coste financiero de TESAU¹⁰. A este respecto, durante el ejercicio 2010, ni TESAU ni la matriz del grupo, Telefónica, S.A., han emitido deuda en forma de bonos durante el ejercicio 2010. La metodología también contempla que en la ausencia de esta información, se use la tasa de interés del último préstamo suscrito o la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por el grupo al que pertenece el operador.

Desde el año 2004, el grupo Telefónica incorporó la filial al 100% denominada Telefónica Emisiones, S.A.U. Esta filial no posee activos materiales y se constituyó como instrumento de financiación del grupo, mediante las emisiones de deuda garantizada por la matriz. En el año 2010, Telefónica Emisiones, S.A.U. ha acudido para suplir los problemas de liquidez de los mercados de crédito tradicionales a la emisión de deuda por valor de 1.400 millones de dólares en forma de bonos mediante el programa denominado *Shelf 2009* (Nueva York) a un tipo de interés de 5,134% (emisión 27 de abril de 2010) y con vencimiento a 10 años. Cabe citar que durante el primer trimestre del ejercicio 2011, Telefónica Emisiones, S.A.U. ha emitido 1.500 millones de dólares, programa *Shelf 2009*, con un tipo de interés de 5,462% (16 de febrero de 2011) y con vencimiento a 10 años. Los tipos de interés anteriores son consistentes con la emisión de bonos a 19 años por valor de 400 millones de libras esterlinas que Telefónica Emisiones, S.A.U. realizó el 8 de octubre de 2010 en el

¹⁰ Ver Resolución CMT de 2 de abril de 2009.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

marco del programa EMTN (*European Medium Term Note*) cuyo cupón resultó en 5,445%.

La metodología establece que se estime la prima de riesgo a través de la tasa interna de la rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por la cabecera del grupo. Tal y como ha manifestado TESAU, la cabecera del grupo no emitió bonos en el ejercicio 2010. Por ello, y conforme la metodología, en la ausencia de esa información se usarán como referencia los bonos corporativos emitidos por una empresa comparable y/o el último préstamo suscrito por la empresa o el grupo. La metodología también acepta como sustituto a las referencias anteriores, las primas de riesgo basadas en instrumentos financieros asociados al riesgo de impago de la deuda como pueden ser los *Credit Default Swaps*. En consecuencia, y por el hecho de disponer del coste de endeudamiento de una empresa del grupo, Telefónica Emisiones, SA.U., cuyo riesgo es asimilable al de la cabecera del grupo (que actúa como garante), esta Comisión valora el coste nominal de la deuda de TESAU en un 5,13%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 4,95% y una prima de riesgo de un 0,18%, lo que supone una disminución de la prima de riesgo de un 77%. Esta diferencia entre el ejercicio actual y el anterior se explica por un incremento superior del tipo de interés sin riesgo (de 3,88% a 4,95%) con respecto al coste de la deuda financiera de la empresa (de 4,69% a 5,13%).

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2011 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2010 es un 3,59%.

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 siguiente tabla resume la información sobre los tipos impositivos medios de TESAU en los ejercicios 2008, 2009 y 2010, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.

[CONFIDENCIAL]

Tabla 8: Cálculo del tipo impositivo efectivo de TESAU

	2008	2009	2010
Tipo impositivo marginal	30%	30%	30%
Tipo impositivo medio	29,21%	29,37%	[Confidencial]
Fuente:	Resolución CMT de 2 de abril de 2009	Resolución CMT de 6 de mayo de 2010	Cálculos a partir de información suministrada por TESAU

CONFIDENCIAL]

El cálculo del tipo impositivo medio para el 2011 se ha efectuado de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo las partidas de naturaleza



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

extraordinaria¹¹, 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 tipo impositivo efectivo medio igual a 29,17%

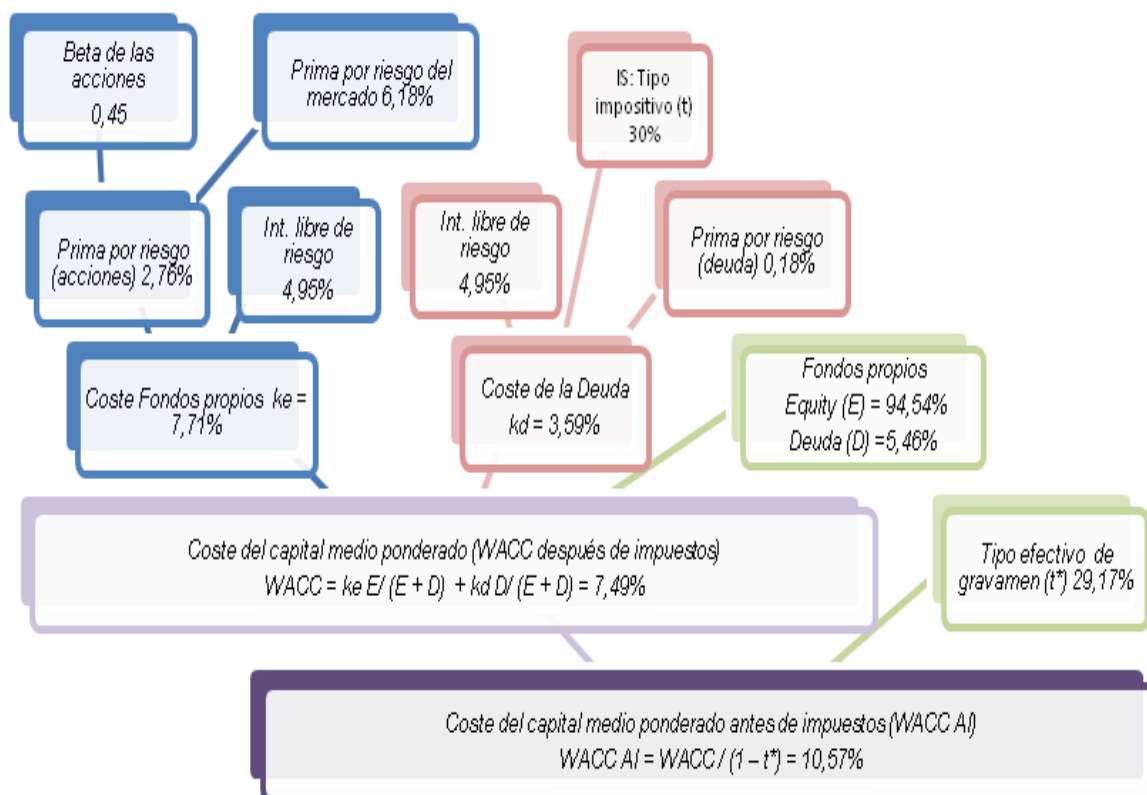
A la vista de todo, esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2011 el importe de 29,17%.

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 2011 en un 7,49%, un 8,81% superior al aprobado para el ejercicio 2010 y un coste medio ponderado del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2011 en un 10,57%, presentando este último valor un incremento en términos relativos de un 8,50% respecto al aprobado para el 2010.

IV.9 Resumen de la valoración

Gráfico 4. Valoración de la CMT de la Tasa de Retorno para 2011



¹¹ 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

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 2011, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. El coste de capital aprobado por esta Resolución se imputará en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes de los servicios.

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

Tabla 9: Tasa de retorno propuesta por TESAU y valoración de los Servicios de la CMT.

Parámetro	CMT	TESAU
Tipo de interés libre de riesgo	4,95%	4,95%
Prima por riesgo del mercado	6,18%	6,18%
Beta de las acciones	0,45	0,47
Coste de los fondos propios	7,71%	7,83%
Prima por riesgo de la deuda	0,18%	1,73%
Coste de la deuda (antes de impuestos)	5,13%	6,68%
Coste de la deuda (después de impuestos)	3,59%	4,68%
Ratio de fondos propios sobre valor total	94,54%	94,54%
Ratio de deuda sobre valor total	5,46%	5,46%
WACC después de impuestos	7,49%	7,66%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,17%	28,93%
WACC antes de impuestos	10,57%	10,78%

La tabla número 10, 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 2011, aprobada por esta Resolución.

Tabla 10: Evolución anual del WACC de TESAU antes (a.i.) y después de impuestos (d.i.)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
WACC d. i.	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%	6,80%	7,64%	7,68%	6,88%	7,49%
WACC a. i.	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%	9,86%	10,81%	10,94%	9,74%	10,57%
Fecha de Resolución de la CMT	14 de febrero de 2002	12 de junio de 2003	27 de mayo de 2004	31 de marzo de 2005	23 de febrero de 2006	15 de marzo de 2007	18 de marzo de 2008	2 de abril de 2009	6 de mayo de 2010	



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

UNICO.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Telefónica de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2011, del 10,57%, 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.

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

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

El presente documento está firmado electrónicamente por el Secretario, Jorge Sánchez Vicente, con el Visto Bueno del Vicepresidente, Marcel Coderch Collell (P.S. art. 39 R.D. 1994/1996 de 6 septiembre, B.O.E. de 25 de septiembre de 1996).