



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 15/08 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 24 de abril de 2008, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

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

(Expediente AEM 2008/249)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 23 de febrero de 2006, el Consejo de esta Comisión aprobó la Resolución por la que se establece la definición y análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, así como su notificación a la Comisión Europea (Mercado 16).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

De acuerdo a la solicitud presentada por TME, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 25 de febrero de 2008 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2008/249.

Cuarto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 28 de febrero de 2007, la CMT solicitó a TME que presentara la siguiente información:

- 1) Cuentas anuales del ejercicio 2007 de TME o en su defecto cuentas provisionales del ejercicio 2007.
- 2) Desglose de las deudas que aparecen en el balance de TME del ejercicio 2007 (letras C, D, E, F del modelo de balance para su depósito en el Registro Mercantil).
- 3) Cuentas anuales completas del ejercicio 2006 de TME, con su correspondiente informe de auditoría y de gestión.
- 4) Para el cálculo de la tasa impositiva del 2007, detalle del cálculo de la tasa impositiva, desglose de las diferencias permanentes, deducciones y bonificaciones, con plazo previsto de aplicación fiscal. Igualmente, identificación y detalle de las partidas extraordinarias que deberían excluirse del cálculo del tipo impositivo efectivo, con indicación de su importe a nivel de resultado contable antes de impuestos.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 5) Última autoliquidación del impuesto de sociedades presentada.
- 6) Hoja de cálculo detallada, en formato Excel, de la que se deduce el cálculo propuesto de la beta de TME. 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) Argumentos que justifican la exclusión de la muestra de alguna de las empresas comparables según la Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006.
 - d) Valor de la deuda y valor de la capitalización bursátil de las empresas de la muestra, fecha a las que se refieren y fuente de procedencia de dichos importes.
 - e) Siempre que dichos importes se hayan obtenido de bases de datos públicas en Internet, referencia al *link* correspondiente.
 - f) Tipo impositivo efectivo de las empresas de la muestra, con referencia a la forma de su obtención y fuente utilizada.

Quinto.- Con fecha 18 de marzo de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de TME por el que se aportaba a la CMT la documentación solicitada en el requerimiento de información de 28 de febrero.

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.

Con fecha 23 de febrero de 2006, la CMT aprobó la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado en esos mercados y la imposición de obligaciones específicas.

Tras el análisis efectuado, se ha concluido que estos mercados no eran realmente competitivos y se ha identificado a Telefónica Móviles de España, S.A.U., a Vodafone España y a France Telecom España, como operadores con poder significativo en los mismos, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Según lo dispuesto en la citada Resolución, en tanto la CMT no defina un nuevo sistema de contabilidad de costes, los operadores citados deberán utilizar el establecido en la Resolución sobre principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes a desarrollar por Telefónica de España (Expediente SC-16/99), aprobada por el Consejo de esta Comisión con fecha 15 de julio de 1999 y para TME en la Resolución sobre sistema de contabilidad de costes de Airtel Móvil, S.A. (Expediente MTZ-2001/3989), de 16 de mayo de 2002.

Dicho lo anterior, en el apartado 2.c) del capítulo 3 de los principios de contabilidad de costes se describen los criterios de valoración y temporalidad, en los que se establece, al fijar el modo de valoración de los cargos financieros del capital ajeno y los costes del capital propio, lo siguiente:

“(…) Para la determinación de los “costes corrientes” se calcularán de forma proporcional al “valor neto corriente” de los activos asignados con una “tasa anual” estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados.”

Añade además que:

“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 RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 REALIZADA POR TME

TME propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2008 del 12,54%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TME para un WACC después de impuestos del 8,90% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 28,98%.

TME manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando la metodología utilizada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por TME es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2008 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera. Así conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera, el coste del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

$$WACC = ke E / (E + D) + kd D / (E + D),$$

Donde ke es el coste de los fondos propios, kd es el coste de la deuda, E es el valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros recogidos en la propuesta de TME que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 25 de febrero se detallan en la tabla siguiente:

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

	PROPUESTA Ejercicio 2008	APROBADA CMT Ejercicio 2007
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	3,93%
Prima por riesgo del mercado	7,09%	6,3%
Beta de las acciones	0,71	0,64
Coste de los fondos propios	9,37%	7,96%
Prima por riesgo de la deuda	0,90%	1,01%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,24%	4,94%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,72%	3,34%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,77%	90,45%
Ratio de deuda sobre valor total	8,23%	9,55%
WACC después de impuestos	8,90%	7,52%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28,98%	30,66%
WACC antes de impuestos	12,54%	10,85%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

TME 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, TME estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2008 en un 4,34%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.3. Prima por riesgo del mercado

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

III.4. Beta de TME

TME estima el valor de su parámetro beta en 0,71. Este es valor se obtiene a partir de la muestra de empresas comparables establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

La muestra tomada por TME incluye las siguientes empresas:

Tabla 2. Comparables propuestas y betas

<i>Empresa</i>	<i>Beta apalancada</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>Plazo</i>
MOBISTAR SA	0,57	<i>Semanal</i>	<i>12 meses</i>
COSMOTE MOBILE TELECOMMUNICATIONS SA	0,67	<i>Semanal</i>	<i>12 meses</i>
VODAFONE GROUP PLC	1,09	<i>Diaría</i>	<i>60 meses</i>
TELIA SONERA AB	0,71	<i>Diaría</i>	<i>12 meses</i>
TELENOR ASA	0,82	<i>Diaría</i>	<i>60 meses</i>
MÓBILE TELESYSTEMS OJSC	0,68	<i>Semanal</i>	<i>36 meses</i>

Indica TME que el cálculo de la beta se ha realizado frente al índice local del país, utilizando series tomadas de Bloomberg.

A partir de los datos del valor de empresa y endeudamiento se estima el coeficiente de apalancamiento. Para el desapalancamiento de las betas de los operadores comparables se ha considerado el tipo impositivo marginal del país.

TME señala que para las empresas comparables se han considerado las correspondientes a la resolución sobre la metodología de cálculo del WACC, incorporando a Vodafone, que figuraba en la citada resolución, pero que fue excluida por la CMT en su resolución sobre el WACC 2007, por las elevadas pérdidas que presentaba. La razón para su incorporación obedece a que en su último cierre de ejercicio (marzo 2007), su situación había mejorado significativamente, reduciéndose su nivel de pérdidas a la tercera parte.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

A continuación, TME ha estimado su beta desapalancada como media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables consideradas, eligiendo la beta de cada operador, dentro de los diferentes períodos posibles, aquella que presenta un índice de correlación más elevado en sus series.

Finalmente se ha obtenido la beta apalancada de TME a partir de los datos de apalancamiento y del tipo impositivo efectivo de TME.

III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TME cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,37%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 5,03%.

III.6. Estructura financiera

TME propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 91,77%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 8,23%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2008 es un 8,97%.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TME, tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el período agosto -noviembre 2007 por varios bancos de inversión. De esta media resulta un valor de **[CONFIDENCIAL]**. De dicho importe, descuenta **[CONFIDENCIAL]** en que estima el valor de la deuda financiera con terceros. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**.

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

TME 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, 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.

En base a lo anteriormente señalado, la prima de riesgo de la deuda financiera de TME se calcula como suma del spread medio del Interest Rate Swap (en adelante, IRS) a 10 años frente al bono soberano a 10 años (31,04 p.b) y el spread medio de 2007 del Credit Derivative Swap (en adelante, CDS) de Telefónica, S.A. a 10 años frente al IRS a 10 años (59,16 p.b), de lo cual resulta una prima de riesgo de 0,90%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El coste de la deuda propuesto, después de considerar el efecto de la deducibilidad fiscal de los gastos financieros, es un 3,72%. Para efectuar este cálculo TME corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo impositivo efectivo estimado para el ejercicio 2008, calculado según se contempla en el apartado siguiente.

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TME es de 28,98%, que según el operador resulta de calcular una media aritmética de los tipos efectivos soportados por la operadora durante los ejercicios 2005, 2006 y 2007, considerando las diferencias entre los tipos medios y marginales, y tomando un tipo impositivo marginal del 30% para el 2008

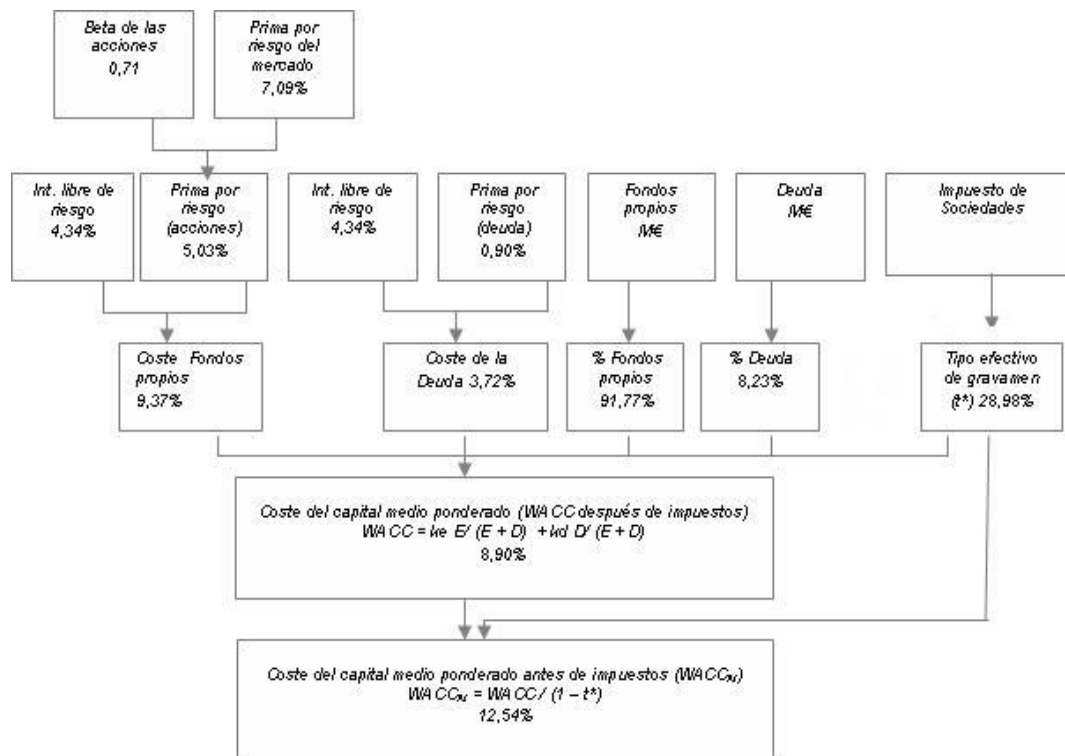
III.9. Resumen de la propuesta

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

Figura 1. Propuesta de TME para el WACC 2008



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TME

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 TME 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 éste de un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y a un 30% en el ejercicio 2008. Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo. La metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 no contemplaba el efecto del cambio de tipos impositivos nominales, por



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 TME, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre.

IV.1. Tipo de interés libre de riesgo

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que un valor razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC es la media ponderada² del tipo de interés medio de las tres subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, realizadas por el Tesoro Público con anterioridad al mes de enero del año para el que deba tener vigencia el WACC.

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

Tabla 3. Tipos medios obligaciones a 10 años

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

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

IV.2. Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que el estimador de la prima de riesgo del mercado se obtendrá a partir de datos históricos y una media aritmética, a partir de datos mensuales de los últimos 15 años. Tomando los datos del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las

¹ Véase por todas ellas la Resolución de 18 de marzo de 2008 por la que se aprueba la tasa anual de coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 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

Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años³, con una periodicidad mensual, se comprueba que la propuesta de TME se ajusta a la metodología aprobada.

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

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

IV.3. Beta de TME

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, esta Comisión ha calculado el parámetro beta de las acciones de TME 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:

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

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
COSMOTEL MOBILE TELECOM	0,66	3.256,05	7.474,61	502,10	159,873	31,84%
MOBILE TELESYSTEMS	0,65	2.334,87	17.042,94	1665,86	576,103	34,58%
MOBISTAR	0,52	3,46	4.091,69	441,63	142,08	32,17%
TELENOR	0,73	4.581,80	197.012,19	21527,73	3148	14,62%
TELIA SONERA	0,74	2.971,53	252.588,22	25226,03	5943	23,56%
VODAFONE GROUP	1,07	33.320,94	106.671,68	-2382,99	2.423,00	-101,68%

Fuente: Standard&Poors. Regresión de cotizaciones diarias de los ejercicios 2006 y 2007.

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT considera adecuado excluir a Vodafone, con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media y la varianza. La exclusión de los valores extremos de la muestra es un procedimiento habitual en el cálculo estadístico. La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los "inner fences" y los "outer fences", umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

empleada⁴. La práctica habitual es determinar que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” y de “inner fences” son extremos estadísticos⁵.

Para la muestra de las betas de la tabla 4 obtendríamos:

MEDIA	0,73
Percentil 25	0,65
Percentil 75	0,74
Diferencia P75-P25	0,085
Umbral inferior	0,52
Umbral superior	0,86

Lo que elimina de la muestra de una forma clara a Vodafone. Recalculando los umbrales con los restantes valores de la muestra obtenemos:

MEDIA	0,66
Percentil 25	0,65
Percentil 75	0,73
Diferencia P75-P25	0,080
Umbral inferior	0,53
Umbral superior	0,85

Lo que supone la inclusión del resto de los operadores.

A partir de los datos de los otros cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada⁶ y su media aritmética, recogidos en la tabla 5.

Tabla 5: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,66	0,51
MOBILE TELESYSTEMS	0,65	0,58
MOBISTAR	0,52	0,52
TELENOR	0,73	0,63
TELIA SONERA	0,74	0,69
BETA MEDIA	0,66	0,58

⁴ Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y su diferencia. 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. En los dos umbrales de la outer fence se sustituye en la fórmula el 1,5 por un 3.

⁵ Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich. Ed. Pearson.

⁶ 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

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 6 de la presente Resolución, los datos de apalancamiento financiero de TME (según se justifican en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TME (28,93%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene un valor para la Beta de TME de un 0,62.

Debe señalarse que la propuesta de TME aplica los tipos impositivos marginales y que, de acuerdo con la metodología, deberían ser tipos efectivos.

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 8,74%, un 9,80% superior al coste aprobado en el ejercicio 2007 y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de TME en el ejercicio 2008 en un 4,40%.

IV.5. Estructura financiera

El valor de mercado propuesto por TME, 38.311 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 14 bancos de inversión y entidades de análisis financiero.

Esta Comisión considera que la muestra propuesta debe cumplir criterios de homogeneidad temporal y valorativa. Para conseguir la homogeneidad temporal se han excluido todas aquellas valoraciones efectuadas en una fecha que difiera en más de 3 meses con respecto al inicio del ejercicio 2008⁷. En aquellos casos en que ha sido posible incorporar otras valoraciones más recientes, así se ha hecho.

Con respecto a la homogeneidad valorativa se ha seguido el criterio de excluir aquellas valoraciones que se configuran como extremos estadísticos, con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media y la varianza. Para la exclusión de los valores extremos de la muestra se ha seguido la misma técnica de los umbrales inferiores y superiores, aplicada anteriormente para obtener la beta del sector.

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

⁷ Siguiendo criterios de homogeneidad temporal ampliamente utilizados en finanzas.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TME a tomar como referencia es de **[CONFIDENCIAL]**.

Por su parte TME cuantifica el valor de la deuda financiera al cierre del ejercicio 2007 en **[CONFIDENCIAL]**.

A partir del requerimiento de información se ha comprobado que el importe de la deuda financiera tiene la siguiente composición e importe:

[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TME en **[CONFIDENCIAL]**. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 90,81% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 9,19% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 10,12%.

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

La propuesta presentada por TME respeta la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006. Las comprobaciones realizadas por esta Comisión a la propuesta de este parámetro a través de instrumentos como los IRS y CDS o mediante la tasa interna de rendimiento de los bonos corporativos con cotización en mercados secundarios organizados proporcionan valores similares a los propuestos por TME.

En consecuencia se acepta, como valor de la prima de riesgo de la deuda, el 0,90% propuesto por TME.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TME en un 5,24%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 4,34% y una prima de riesgo de un 0,90%, superior al 4,94% aprobado el año anterior y que es reflejo principalmente de la subida de tipos de interés producida en los mercados financieros. El aumento de la prima de riesgo sería de un 6% y se explica por el



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

incremento de tipos de interés, que ha sido compensado, parcialmente, por una reducción del “default risk” de Telefónica.

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

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

La metodología aprobada por la CMT establece como método de estimación del tipo impositivo efectivo el uso de la media aritmética de los tipos impositivos medios de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC.

La Ley 35/2006 de 28 de noviembre del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas y de Modificación Parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio ha supuesto un cambio en el tipo impositivo marginal. En 2007, el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades pasó de un 35% a un 32,5%, y en el ejercicio 2008 ha pasado a ser de un 30%. Este cambio significa que el cálculo del tipo efectivo no puede obtenerse directamente a partir de un promedio de los tipos efectivos históricos, sino que deberá corregirse para incorporar el impacto del cambio en el tipo nominal. La metodología para la corrección quedó acreditada en varias resoluciones a las que se ha hecho referencia previamente⁸. 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 2008=

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

La propuesta de tipo impositivo efectivo de TME, 28,98%, no supone diferencias relevantes al importe que resulta de aplicar la metodología aprobada, de acuerdo con los cálculos de la CMT.

La revisión de la propuesta se ha efectuado de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo las partidas de naturaleza extraordinaria y no relacionadas con el negocio de telefonía móvil, respetando la normativa contable vigente para el cálculo del impuesto devengado.

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2008 el importe de 28,98%.

⁸ Véase al comienzo del apartado IV.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

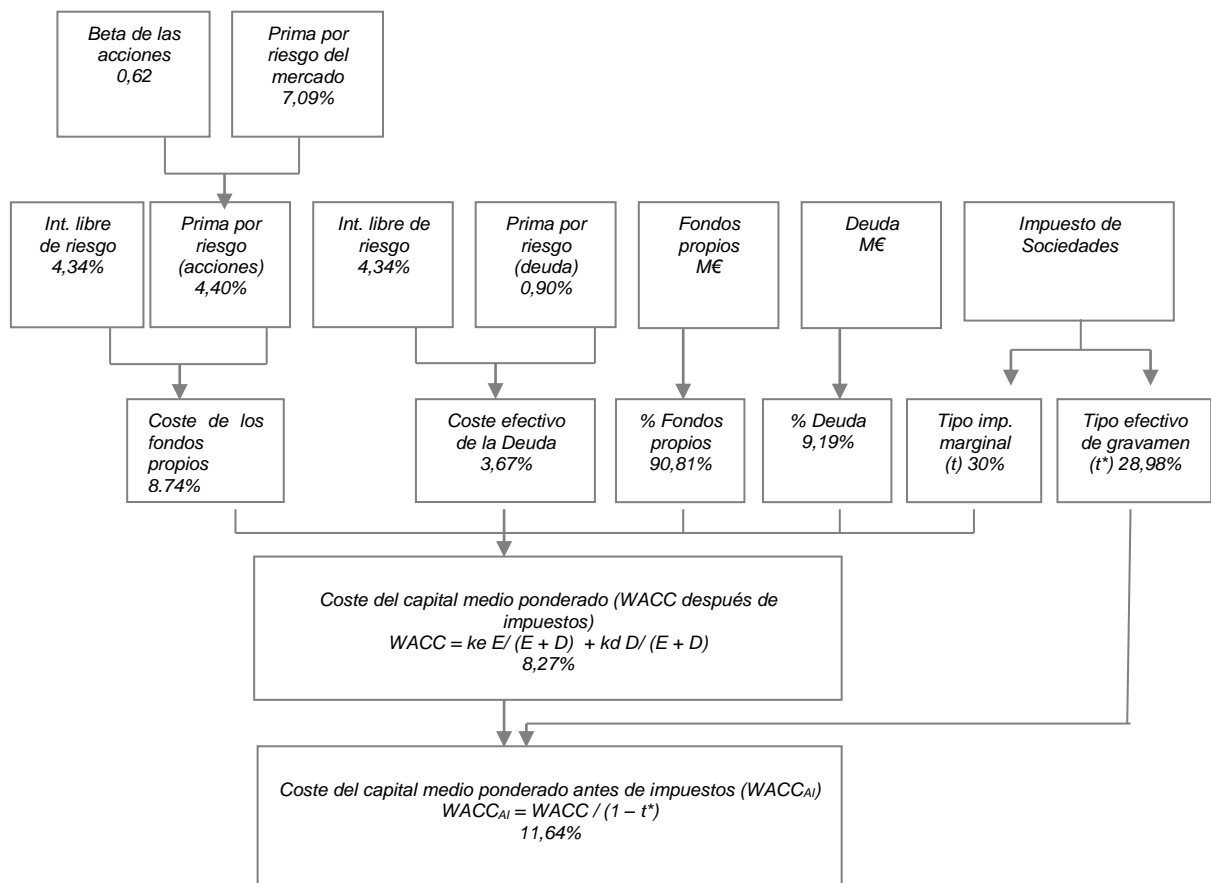
IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de los anteriores apartados, la CMT valora el coste del capital medio ponderado de TME, después de impuestos, para el ejercicio 2008 en un 8,27%, un 9,97% superior al aprobado para el ejercicio 2007 y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el ejercicio 2008 en un 11,64%, presentando este último valor un aumento de un 7,28% respecto al aprobado para el 2007.

IV.9 Resumen de la valoración

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

Figura 2. Valoración de la propuesta de WACC 2008 para TME



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 TME deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de sus costes de capital del ejercicio 2008, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. El coste de capital aprobado por esta Resolución se imputará en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes de los servicios.

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

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

PARÁMETROS	TME	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	4,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,09%	7,09%
Beta de las acciones	0,71	0,62
Coste de los fondos propios	9,37%	8,74%
Prima por riesgo de la deuda	0,90%	0,90%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,24%	5,24%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,72%	3,67%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,77%	90,81%
Ratio de deuda sobre valor total	8,23%	9,19%
WACC después de impuestos	8,90%	8,27%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28,98%	28,98%
WACC antes de impuestos	12,54%	11,64%

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

Tabla 9: Evolución del WACC de TME

EJERCICIOS	2003¹	2004²	2005³	2006⁴	2007⁵	2008
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%	7,52%	8,27%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%	10,85%	11,64%

¹ Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003.

² Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004.

³ Resolución de la Comisión de 19 de mayo de 2005.

⁴ Resolución de la Comisión de 8 de junio de 2006

⁵ Resolución de la CMT de 7 de junio de 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Móviles de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2008, del 11,64%, 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 SECRETARIO

Vº Bº
EL VICEPRESIDENTE

Ignacio Redondo Andreu

Marcel Coderch Collell
P.S. art. 39 R.D. 1994/1996 de 6 septiembre
(B.O.E. de 25 de septiembre de 1996)