



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 24/11 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, celebrada el día 14 de julio de 2011, se ha adoptado el siguiente

### **ACUERDO**

Por el cual se aprueba la

**Resolución sobre la propuesta de Telefónica Móviles España, S.A.U. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2011 (AEM 2011/544).**

## **I. ANTECEDENTES DE HECHO**

**PRIMERO.-** Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, 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.

**SEGUNDO.-** Con fecha de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009.

**TERCERO.-** Con fecha 17 de febrero de 2011, tuvo entrada en el Registro Electrónico de la CMT un escrito de Telefónica Móviles de España, S.A.U. (en adelante, TME), proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2011. Se presentaron junto a la solicitud 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 2011.
- ♦ Anexos al anterior escrito, en los que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TME para el año 2011 y se aporta documentación complementaria.



De acuerdo a la solicitud presentada por TME, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 17 de febrero de 2011 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2011/544.

## 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 de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009. En este análisis de mercado se identificó a TME como operador con poder significativo imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Con fecha de 27 de julio de 2000 el Consejo de la CMT dictó Resolución en la que se acordó declarar aplicables a los operadores designados dominantes en ese momento o que en el futuro pudieran serlo y que estuvieran obligados a llevar un sistema de contabilidad de costes, los Principios, Criterios y Condiciones aprobados por Resolución de 15 de julio de 1999. Por Resolución de 20 de diciembre de 2001, el Consejo de la CMT aprobó la Propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de Telefónica Móviles de España, S.A.U., de acuerdo con los Principios anteriormente aludidos, para su inmediata implantación y aplicación.

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 2011 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 2011 del 11,67%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TME para un WACC después de impuestos del 8,25% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 29,30%.

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

#### III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por TME 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 TME que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 17 de febrero se detallan en la tabla siguiente:

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

Parámetro	PROPUESTA TME 2011	APROBADA CMT 2010	PROPUESTA TME 2010
Tipo de interés libre de riesgo	4,95%	3,88%	3,88%
Prima por riesgo del mercado	6,18%	7,43%	9,75%
Beta de las acciones	0,54	0,56	0,58
Coste de los fondos propios $ke$	8,26%	8,03%	9,55%
Prima por riesgo de la deuda	1,73%	0,81%	1,29%
Coste de la deuda (antes de impuestos)	6,68%	4,69%	5,17%
Coste de la deuda después de impuestos $kd$	4,68%	3,28%	3,66%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,77%	98,08%	100,00%
Ratio de deuda sobre valor total	0,23%	1,92%	0,00%
WACC después de impuestos	8,25%	7,94%	9,55%
Tipo efectivo (Imp. de Sociedades)	29,30%	29,25%	29,25%
WACC antes de impuestos	11,67%	11,23%	13,50%



### 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 2011 en un 4,95%.

### III.3. Prima por riesgo del mercado

TME ha cuantificado la prima de riesgo del mercado en un 6,18%. Según el escrito presentado por TME, el cálculo se ha realizado a partir de series mensuales de rentabilidades del IBEX 35 y del mercado secundario de obligaciones del Estado, aplicando una tasa de interés anual equivalente durante el periodo, en lugar de la media aritmética de las rentabilidades mensuales, con el objetivo, según TME, de dar más estabilidad al cálculo.

### III.4. Beta de TME

TME estima el valor de su parámetro beta en 0,54. Este 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

Nombre de la empresa	Beta apalancada	Beta desapalancada	Frecuencia	Plazo
MOBISTAR SA	0,52	0,49	Semanal	12 meses
VODAFONE GROUP PLC	0,65	0,45	Semanal	12 meses
TELIA SONERA AB	0,68	0,57	Diaria	12 meses
TELENOR ASA	0,79	0,69	Diaria	12 meses
MÓBILE TELESYSTEMS OJSC	0,59	0,47	Diaria	12 meses
<b>PROMEDIO</b>	<b>0,65</b>	<b>0,53</b>		

### III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, se deduce que TME cuantifica el coste de sus fondos propios en un 8,26%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 3,31%.

### III.6. Estructura financiera

TME propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99,77%, y, en consecuencia, un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 0,23%. Por



tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2011 es 0,23%.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TME, tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el último trimestre de 2010 por 9 analistas de inversión. De esta media resulta un valor de **[CONFIDENCIAL]**. Dado que TME estima en 52,96 millones de euros el valor de su 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 su coste de la deuda financiera es aproximadamente el coste de financiación de la cabecera del grupo Telefónica S.A., que se ha calculado como la suma del tipo de interés libre de riesgo más la prima de riesgo de la deuda.

La prima de riesgo de la deuda se obtiene como el resultado de la suma del diferencial medio durante el año 2010 del *Interes Rate Swap* (IRS) a 10 años sobre el bono soberano a 10 años (25,85 puntos básicos) y del diferencial medio del CDS a 10 años de Telefónica, S.A. sobre el IRS (147,17 puntos básicos). TME obtiene, por tanto, un valor de la prima de riesgo de la deuda de 1,730%.

En consecuencia, el coste nominal de la financiación de TME se obtendría como la suma del tipo de interés libre de riesgo (4,95%) y la prima de riesgo de la deuda (1,73%), resultando un importe de 6,68%. El importe neto de efecto impositivo que TME propone es de un 4,68%.

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

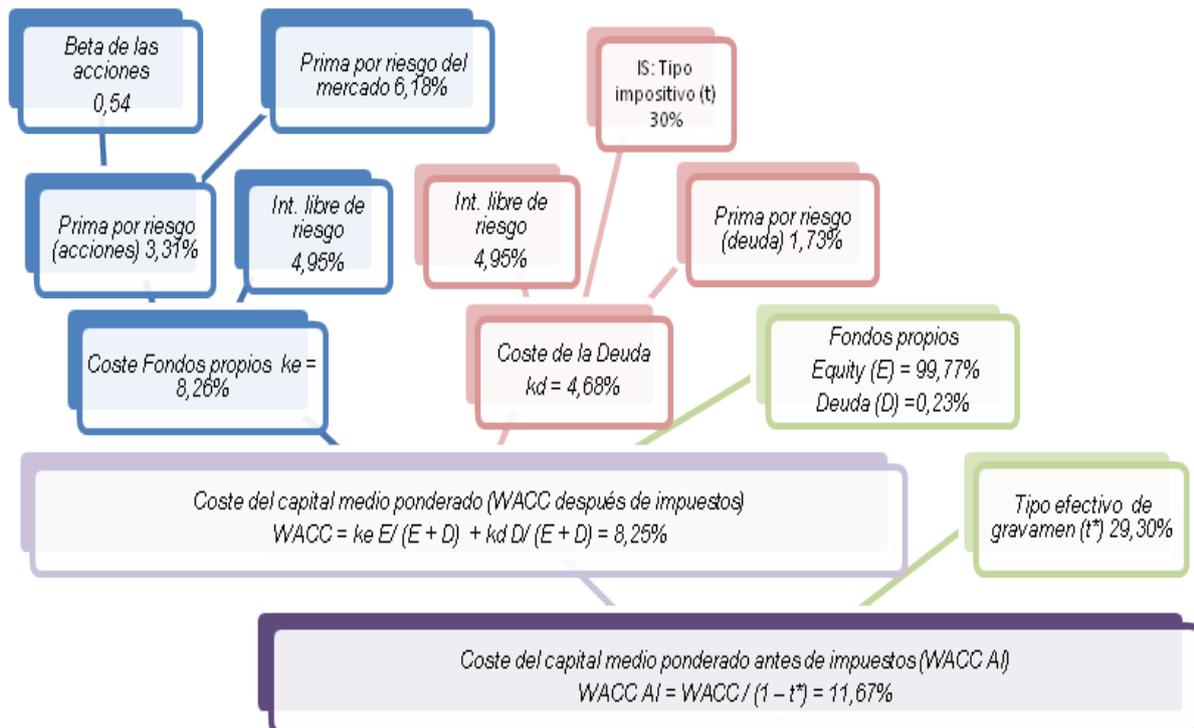
La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TME es de 29,30%. TME obtiene dicho importe a partir de corregir el tipo impositivo nominal para el 2011 por las diferencias entre los tipos medios y marginales de los últimos tres años y corrigiendo a posteriori el tipo marginal.

### 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 2011



## 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 y explicita cómo deben estimarse cada una de las componentes del WACC.

En esta sección se revisan los valores y métodos propuestos por TME según la metodología de estimación descrita en la Resolución de 21 de diciembre.

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 ponderada<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> 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.



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

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 4,95%, coincidente con la propuesta de TME. 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 en 107 puntos básicos con respecto al valor aprobado 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 históricos y una media aritmética, a partir de datos mensuales de los últimos 15 años. Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores<sup>2</sup>, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado y sometidos a la obligación de contabilidad de costes.

En la Resolución de 26 de mayo de 2011 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. para el ejercicio 2011 se estableció una prima de riesgo del mercado de 6,18%. Por tanto, la CMT considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,18% a efectos del cálculo del coste de capital del ejercicio 2011.

Esto implica una disminución del 16,79% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio 2010. Esta reducción se debe a que, por un lado, la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2010, debido a la caída del indicador IBEX35 con respecto al año 2009 y al aumento de la rentabilidad de los bonos del Estado. Por otro lado, se ha suprimido de la serie los datos correspondientes al ejercicio 1995, cuando la prima de riesgo era positiva y elevada.

---

<sup>2</sup> Entre otras, Resolución sobre la propuesta de Telefónica Móviles España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/264), Resolución sobre la propuesta de France Telecom España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/1193) y Resolución sobre la propuesta de Vodafone España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/475).



### 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

Nombre de la empresa	Valor de la beta apalancada	Deuda en libros*	Capitalización*	Moneda	Valor de la beta desapalancada
MOBISTAR SA	0,316	297,94	2.874,39	EUR	0,296
VODAFONE GROUP PLC	0,702	39.795,00	80.006,92	GBP	0,504
TELIASONERA AB	0,683	35.432,00	232.830,21	SEK	0,612
TELENOR ASA	0,842	21.142,00	134.371,89	NOK	0,757
MOBILE TELESYSTEMS	0,504	8.329,51	14.491,48	USD	0,365
<b>PROMEDIO</b>	<b>0,609</b>		<b>PROMEDIO</b>		<b>0,507</b>

\* En millones, expresado en la moneda local de la compañía.

Fuente: Standard&Poors. Estimación  $\beta$ : regresión de cotizaciones diarias a dos años.

Utilizando la fórmula referenciada en la sección V.3 de la Resolución del 21 de diciembre de 2006, los datos de apalancamiento financiero de TME (según se justifican en la sección IV.5 de esta Resolución) y de tipo impositivo efectivo de TME que se justifica en la sección IV.7, se obtiene un valor para la Beta de TME de un 0,51.

### 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 8,09%, superior en 6 puntos básicos respecto al aprobado en el ejercicio 2010 y supone cuantificar la prima de riesgo de los fondos propios de TME en el ejercicio 2011 en un 3,14%.

### IV.5. Estructura financiera

Como se ha indicado previamente, TME estima su valor de mercado a partir de la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el último trimestre de 2010 por 12 analistas de inversión, resultando un valor de **[CONFIDENCIAL]**.

Los servicios de la CMT han revisado las valoraciones realizadas por las distintas entidades y ha incluido un nuevo informe resultando la valoración siguiente:

Tabla 5: Muestra de valoraciones de TME.

**[CONFIDENCIAL]**

Banco de Inversión	Fecha	VALORACIÓN TME
AHORRO CORPORACIÓN	19/10/2010	
CAJA MADRID	22/11/2010	
ESPIRITO SANTO	15/10/2010	



EXANE BNP PARIBAS	25/11/2010
KEPLER	22/11/2010
LA CAIXA	18/11/2010
NEW STREET RESEARCH	25/11/2010
RBS	12/11/2010
SANTANDER	04/10/2010
BBVA	01/12/2010
<b>Promedio (mill. EUR)</b>	
<b>Media acotada (10%) (mill. EUR)</b>	
<b>Media depurada (mill. EUR)</b>	
<b>Mediana (mill. EUR)</b>	

**FIN CONFIDENCIAL ]**

Los tres indicadores estimados (promedio simple, media recortada y media depurada) son coincidentes y son próximos a la mediana de la serie. Por tanto, esta Comisión considera que el valor de mercado de TME a tomar como referencia es de **[CONFIDENCIAL]** euros, que es un 14,24% inferior al estimado en la Resolución por la que se aprobó el coste de capital para el 2010 y que refleja la disminución del valor ocurrida en el último ejercicio como consecuencia del deterioro de las expectativas sobre TME.

A partir de la información suministrada (cuentas anuales y propuesta de TME) se ha determinado que el importe de la deuda financiera tiene la siguiente composición e importe:

**[CONFIDENCIAL**

Tabla 6: Importe de la deuda financiera de TME. Importes en miles de euros.

Ref.	PASIVO	Importe (miles €)
	<b>Deudas a largo plazo</b>	
(1)	Derivados	
(2)	Ingresos diferidos a l/p	
(3)	Oras deudas a l/p (préstamos y créditos)	
	<b>Acreeedores a corto plazo</b>	
(4)	Otros pasivos financieros	
	<b>Total</b>	

**FIN CONFIDENCIAL]**

La metodología establece que el valor de la deuda se estima a partir de su valor contable. Aunque la metodología señala que se incluyen todas las partidas de deuda financieras, no se consideran las partidas de la tabla anterior con referencias (1) por su naturaleza ajena a la financiación, la referencia (2) por tratarse principalmente de diferimiento del alta de la cuota de conexión y la referencia (4) por tratarse deudas comerciales provenientes de facturación de suministradores de inmovilizado. Por tanto, esta Comisión estima el valor de la deuda de TME en **[CONFIDENCIAL]** euros, resultante de la referencia (3).

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 99,69% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 0,31% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 0,31%.

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

La propuesta presentada por TME recoge una prima de riesgo de la deuda basada en la cotización de los IRS (*interes rate swap*) y CDS (*credit default swap*) para el período 1 de enero 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 sus filiales. A este respecto, para el cálculo de prima de riesgo de la deuda de TME se considerará el valor aprobado por la CMT para Telefónica de España, S.A.U. correspondiente al ejercicio 2011 en la Resolución de 27 de mayo de 2011.

En consecuencia, esta Comisión considera que el coste financiero de TME debe cifrarse en 5,13%, deduciéndose una prima de riesgo de la deuda del 0,18%.

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 TME para el ejercicio 2009 es un 3,59%.

#### 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 de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC.

En su propuesta de tipo impositivo efectivo, TME ajusta el cálculo excluyendo la parte correspondiente al negocio internacional y excluyendo las partidas de naturaleza extraordinaria. La siguiente tabla resume el cálculo realizado por la CMT incluyendo la información sobre los tipos impositivos medios de TME en los ejercicios 2008, 2009 y 2010, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.

#### [CONFIDENCIAL]

Tabla 7: Cálculo del tipo impositivo efectivo de TME

	2008	2009	2010
Tipo impositivo marginal	30%	30%	30%
Tipo impositivo efectivo			
Fuente:	Resolución CMT de 25 de junio de 2009	Resolución CMT de 29 de julio de 2010	Información suministrada por TESAU

**FIN CONFIDENCIAL]**



Para los tres últimos ejercicios, encontramos un tipo impositivo efectivo medio igual a 29,10%. Por tanto, se considera como referencia para el cálculo del coste de capital del ejercicio 2011 el tipo impositivo efectivo de 29,10%.

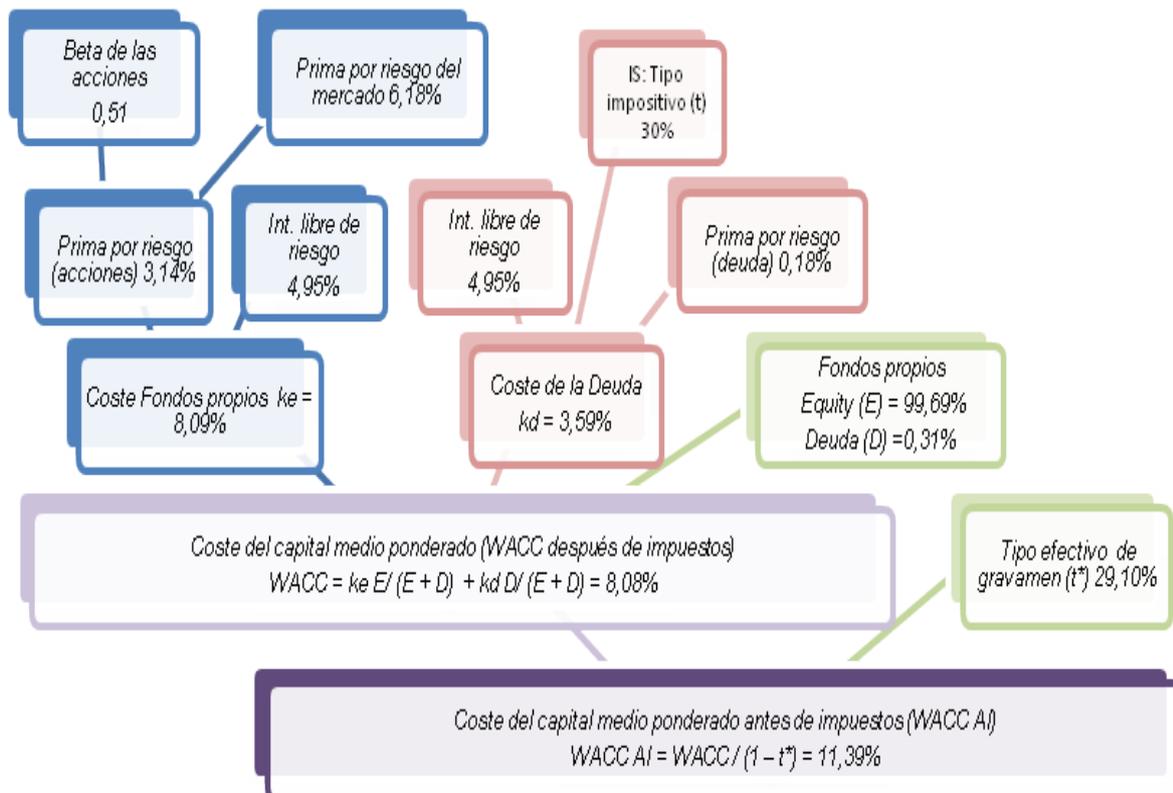
#### IV.8 WACC antes y después de impuestos

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 2011 en un 8,08%, un 1,72% superior al aprobado para el ejercicio 2010 (7,94%) y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el ejercicio 2011 en un 11,39%, presentando este último valor un aumento del 1,50% con respecto al aprobado para el 2010 (11,23%).

#### 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 2011 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 coste de capital que TME deberá utilizar para



determinar la remuneración de sus activos en el 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 TME, y de su valoración por la CMT.

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

Parámetro	CMT	TME
Tipo de interés libre de riesgo	4,95%	4,95%
Prima por riesgo del mercado	6,18%	6,18%
Beta de las acciones	0,51	0,54
Coste de los fondos propios	8,09%	8,26%
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	99,69%	99,77%
Ratio de deuda sobre valor total	0,31%	0,23%
WACC después de impuestos	8,08%	8,25%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,10%	29,30%
<b>WACC antes de impuestos</b>	<b>11,39%</b>	<b>11,67%</b>

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 2011, aprobada en esta Resolución.

Tabla 9: Evolución anual del WACC de TME antes (*a.i.*) y después de impuestos (*d.i.*)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
WACC <i>d. i.</i>	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%	7,52%	8,27%	8,37%	7,94%	8,08%
WACC <i>a. i.</i>	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%	10,85%	11,64%	11,78%	11,23%	11,39%
Fecha de la Resolución de la CMT	12 de junio de 2003	10 de junio de 2004.	19 de mayo de 2005.	8 de junio de 2006	7 de junio de 2007.	24 de abril de 2008.	25 de junio de 2009.	29 de julio de 2010	



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

## RESUELVE

**PRIMERO.-** 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 2011, del 11,39%, 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 Presidente, Bernardo Lorenzo Almendros.***