



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 número 25/10 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, celebrada el día 29 de julio de 2010, 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 2010 (AEM 2010/336).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- 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.

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 23 de febrero de 2010, tuvo entrada en el Registro Electrónico de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) un escrito de Telefónica Móviles de España, S.A.U. (TME), proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2010. 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 2010.



- ♦ Anexos al anterior escrito, en los que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TME para el año 2010 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 23 de febrero de 2010 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2010/336.

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. (en adelante, TME), 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 2010 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 2010 del 13,50%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TME para un WACC después de impuestos del 9,55% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 29,25%.

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 2010 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 23 de febrero se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TME y comparativa con aprobada 2009

	PROPUESTA Ejercicio 2010	APROBADA CMT Ejercicio 2009
Tipo de interés libre de riesgo	3,88%	4,29%
Prima por riesgo del mercado	9,75%	6,87%
Beta de las acciones	0,58	0,67
Coste de los fondos propios	9,55%	8,89%
Prima por riesgo de la deuda	1,29%	1,21%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,17%	5,50%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,66%*	3,85%
Ratio de fondos propios sobre valor total	100,00%	89,78%
Ratio de deuda sobre valor total	0,00%	10,22%
WACC después de impuestos	9,55%	8,37%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,25%	28,91%
WACC antes de impuestos	13,50%	11,78%



* Este dato es resultado de utilizar el tipo impositivo efectivo en lugar del nominal en la fórmula $k_d=(R_f+\rho)(1-t)$

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 2010 en un 3,88%.

III.3. Prima por riesgo del mercado

TME ha cuantificado la prima de riesgo del mercado en un 9,75%. 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 0,58. 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

Empresa	Beta apalancada	Beta desapalancada	Frecuencia	Plazo
MOBISTAR SA	0,37	0,35	Semanal	12 meses
VODAFONE GROUP PLC	0,87	0,58	Diaría	36 meses
TELIA SONERA AB	0,70	0,56	Diaría	36 meses
TELENOR ASA	0,86	0,60	Diaría	12 meses
MÓBILE TELESYSTEMS OJSC	1,09	0,82	Semanal	36 meses
PROMEDIO	0,788	0,582		

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 9,55%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 5,67%.



III.6. Estructura financiera

TME propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 100,00%, y, en consecuencia, un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 0%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2010 es 0.

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 2009 por 12 analistas de inversión. De esta media resulta un valor de **[CONFIDENCIAL]**. Dado que TME estima como inexistente 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 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 2009 del *Interes Rate Swap* (IRS) a 10 años sobre el bono soberano a 10 años (28,3 puntos básicos) y del diferencial medio del CDS a 10 años de Telefónica, S.A. sobre el IRS (100,7 puntos básicos). TME obtiene, por tanto, un valor de la prima de riesgo de la deuda de 1,290%.

En consecuencia, el coste nominal de la financiación de TME se obtendría como la suma del tipo de interés libre de riesgo (3,88%) y la prima de riesgo de la deuda (1,290%), resultando un importe de 5,17%. El importe neto de efecto impositivo que TME propone es de un 3,66%.

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

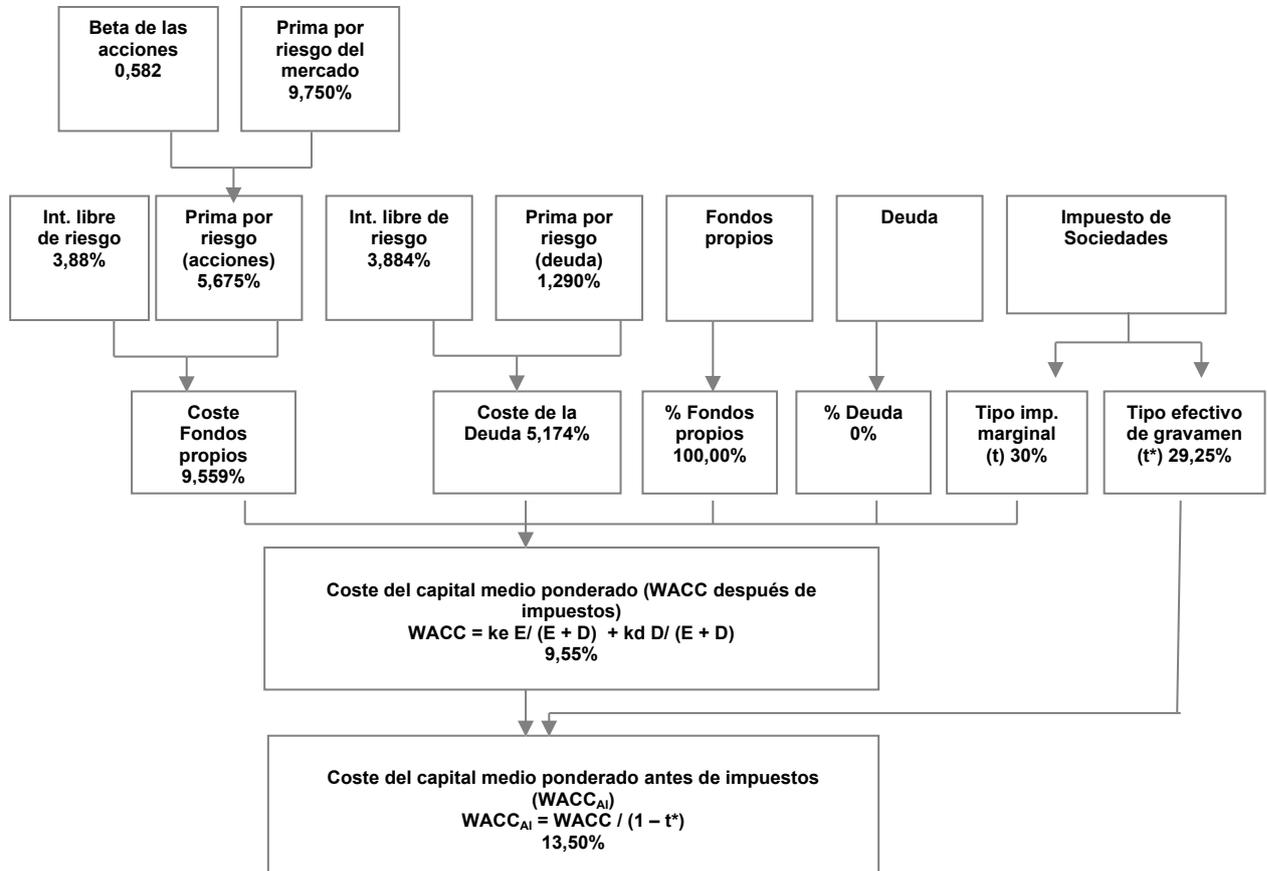
La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TME es de 29,25%. TME obtiene dicho importe a partir de corregir el tipo impositivo nominal para el 2010 por las diferencias entre los tipos medios y marginales de los últimos tres años y corrigiendo a posteriori el 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 2010



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.

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 y siguientes. Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo. La metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 no contemplaba el efecto del cambio de tipos impositivos nominales, por lo que posteriores



Resoluciones de la CMT¹ han abordado el tratamiento y el impacto del cambio de tipos sobre los parámetros del WACC.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de 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

Desembolso	Tipo de interés medio	Ponderación
15/12/2009	3,888%	3/6
20/10/2009	3,871%	2/6
22/09/2009	3,866%	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 3,879%, 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 2010 es de un 3,88%. Esto supone una disminución en 41 puntos básicos con respecto al valor aprobado para el ejercicio 2009.

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 posteriores³, 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.

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.

³ 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).



En la Resolución de 6 de mayo de 2010 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. para el ejercicio 2010 se estableció una prima de riesgo del mercado de 7,43%. Por lo tanto la CMT considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 7,43% a efectos del cálculo del coste de capital del ejercicio 2010.

Esto implica un aumento del 8,15% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio 2009. Este incremento se justifica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2009 en que la prima de riesgo es positiva.

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 apalancada	Deuda en libros ¹	Capitalización ¹	Tipo impositivo efectivo	Valor de la beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	0,678	4.075,23	7.634,44	24,53%	0,559
MOBISTAR	0,355	318,27	3.169,96	32,18%	Extremo excluido ⁴
TELENOR ASA	0,733	35.011,00	77.796,71	22,06%	0,609
TELIASONERA AB	0,747	40.133,00	174.678,79	18,81%	0,656
VODAFONE GROUP PLC	0,902	23.912,00	64423,90	26,47%	Extremo excluido ⁵
PROMEDIO	0,683		Promedio		0,552

¹ En millones, expresado en la moneda local de la compañía.

Fuente: Standard&Poors. Regresión de cotizaciones a diarias a cinco 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 siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TME que se justifica en la sección IV.7 de esta Resolución, se obtiene un valor para la Beta de TME de un 0,559.

⁴ La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los "inner fences", umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada. Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y también la diferencia entre estos dos valores. El umbral inferior de la inner fence es el percentil al 25% menos 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. El umbral superior de la inner fence es el percentil al 75% más 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. En este caso el valor resultante (0,355) se excluye ya que se configura como un valor extremo.

⁵ Véase el procedimiento para determinar la exclusión de valores extremos en la nota anterior. En este caso el valor resultante (0,902) se excluye ya que se configura como un valor extremo.



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 8,03%, inferior en 86 puntos básicos respecto al aprobado en el ejercicio 2009 y supone cuantificar la prima de riesgo de los fondos propios de TME en el ejercicio 2010 en un 4,15%.

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 2009 por 12 analistas de inversión, resultando un valor de **[CONFIDENCIAL]**.

La CMT considera esta estimación del valor de mercado de TME ajustada a la metodología.

Igualmente 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. Para la exclusión de los valores extremos de la muestra se ha seguido la técnica de los umbrales inferiores y superiores, aplicada en otras resoluciones⁶.

Después de aplicar los anteriores procedimientos la muestra tomada por la CMT, es:

Tabla 5: Informes de valoración de TME. Importes en millones de euros.

[CONFIDENCIAL]

Banco de Inversión	Fecha	Valor Activos TME s/CMT
Banesto		
Barclays		
BAS-Merrill Lynch		
BPI		
Espirito Santo		
Exane		
Iberian Equities		
ING		
JP Morgan		
La Caixa		
Nomura		
Santander		
VALORACIÓN PROMEDIO		

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]** que es un 12% inferior al estimado en la Resolución por la que se aprobó el coste de capital para el 2009 y que refleja la

⁶ Puede verse a título de ejemplo la Resolución 18 de marzo de 2008.



disminución del valor ocurrida en el último ejercicio como consecuencia del deterioro de las expectativas.

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.

PASIVO	Importe	Fuente
Deudas a largo plazo		
Deudas a corto plazo		
Total		

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 98,08% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 1,92% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 1,96%.

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

La propuesta presentada por TESAU recoge una prima de riesgo de la deuda basada en la cotización de los IRS (*interes rate swap*) y CDS (*credit default swap*) para el período 1 de enero 2009 a 31 de diciembre de 2009.

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, durante el ejercicio 2009 Telefónica ha acudido, para suplir los problemas de liquidez de los mercados de crédito tradicionales, a la emisión de deuda en forma de bonos con una referencia destacable a finales de 2009 consistente en la emisión de 1.750 millones de euros, programa EMTN en *euronotes* a un tipo de interés de 4,693% (emisión 10 de noviembre de 2009) y con vencimiento a 10 años; cabe citar que durante el primer trimestre del ejercicio 2010 ha emitido asimismo 1.400 millones de euros, programa EMTN, con un tipo de interés de 3,406% (24 de marzo de 2010) y con vencimiento a 5 años.

En consecuencia, esta Comisión considera que el coste financiero de TME debe cifrarse en 4,69%, deduciéndose en consecuencia, una prima de riesgo de la deuda del 0,81%.



Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TME en un 4,69%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 3,88% y una prima de riesgo de un 0,81%, superior supone una disminución en 40 puntos básicos respecto a la aprobada para el ejercicio anterior.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2010 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 3,28%.

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 previamente⁷. Consiste en aproximar el tipo efectivo, a partir del tipo marginal corregido por el importe de la diferencia promedio entre los tipos impositivos medios y marginales del operador para los últimos tres años anteriores.

Tipo efectivo medio del ejercicio 2009=

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

A pesar de que la propuesta de tipo impositivo efectivo de TME no respeta exactamente la metodología aprobada por la CMT, se considera adecuada por su depuración del efecto de los negocios internacionales de TME.

Por tanto, se considera como referencia para el cálculo del coste de capital del ejercicio 2010 el tipo impositivo efectivo propuesto del 29,25%.

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 2010 en un 7,94%, un 5,3% inferior al aprobado para el ejercicio 2009 (8,38%) y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de

⁷ Véase al comienzo del apartado IV.

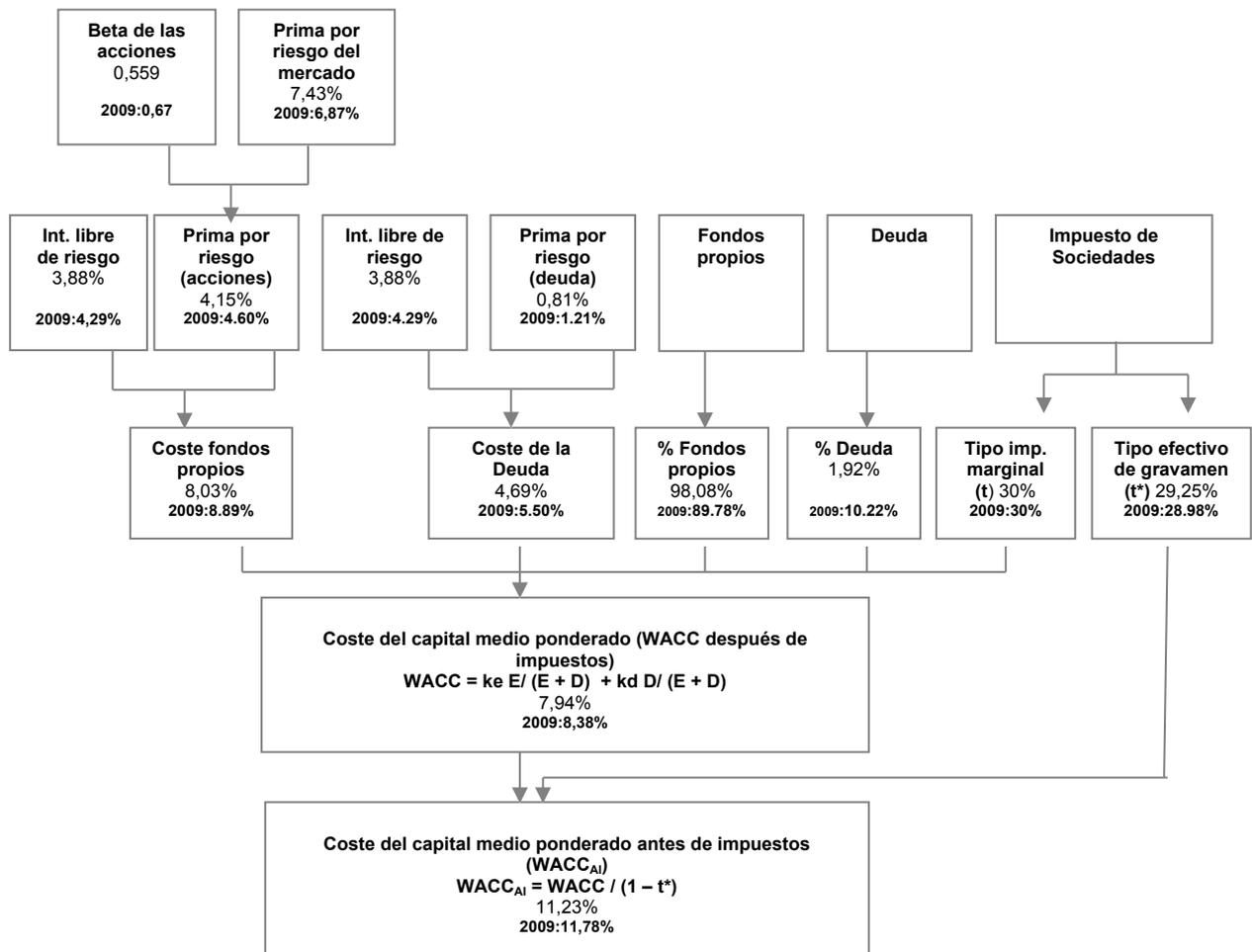


impuestos), para el ejercicio 2010 en un 11,23%, presentando este último valor una disminución del 4,7% con respecto al aprobado para el 2009 (11,78%).

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 2010 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 2010, 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 7: Tasa de retorno propuesta por TME y valoración de los Servicios de la CMT

PARÁMETROS	Propuesta TME	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,88%	3,88%
Prima por riesgo del mercado de acciones	9,75%	7,43%
Beta de las acciones	0,58	0,56
Coste de los fondos propios	9,55%	8,03%
Prima por riesgo de la deuda	1,29%	0,81%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,17%	4,69%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,62%	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	100,00%	98,08%
Ratio de deuda sobre valor total	0%	1,92%
WACC después de impuestos	9,55%	7,94%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,25%	29,25%
WACC antes de impuestos	13,50%	11,23%

La tabla número 8, 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 8: Evolución del WACC de TME

EJERCICIOS	2003 ^a	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^d	2007 ^e	2008 ^f	2009 ^g	2010
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%	7,52%	8,27%	8,37%	7,94%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%	10,85%	11,64%	11,78%	11,23%

^a Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003.

^b Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004.

^c Resolución de la Comisión de 19 de mayo de 2005.

^d Resolución de la Comisión de 8 de junio de 2006

^e Resolución de la CMT de 7 de junio de 2007.

^f Resolución de la CMT de 24 de abril de 2008.

^g Resolución de la CMT de 25 de junio de 2009.



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 2010, del 11,23%, 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, Ignacio Redondo Andreu, con el Visto Bueno del Presidente, Reinaldo Rodríguez Illera.