



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 número 14/10 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, celebrada el día 6 de mayo de 2010, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

Resolución sobre la propuesta de TELEFÓNICA DE ESPAÑA, S.A.U., de tasa anual de coste de capital a aplicar en la Contabilidad de Costes del ejercicio 2010 (Expediente AEM 2010/128).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- Con fecha 15 de julio de 1999 el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) aprobó la Resolución por la que se aprueban los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes

SEGUNDO.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó la Resolución en la que se revisaba la metodología para la estimación del coste de capital de los operadores dominantes, y establecía los criterios generales y método para la revisión de las propuestas de los operadores.

TERCERO.- Con fecha 25 de enero de 2010, tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante TESAU), proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2010, 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 TESAU en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2010.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Anexos al escrito anterior, en los que se detallan los cálculos de la tasa de retorno propuesta por TESAU para el año 2010.

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 25 de enero de 2010 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2010/128.

II. HABILITACION COMPETENCIAL

Conforme a lo establecido en el artículo 48 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en adelante, LGTel), la CMT tiene como objeto el establecimiento y supervisión de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones. Además, el artículo 13 de la LGTel señala que la CMT podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

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

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

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

Conforme a sus competencias, el Consejo de la CMT aprobó en Resolución de 15 de julio de 1999 los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes al que deben ajustarse los operadores que tuvieran la condición de dominantes en los mercados de referencia. En dicha Resolución se establece que:

“Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la C.M.T. la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La C.M.T. resolverá sobre su aplicación o modificación, razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial.”

Adicionalmente la CMT aprobó mediante Resolución de 21 de diciembre de 2006 una revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes.

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2010 REALIZADA POR TESAU.

TESAU propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2010 del 11,05%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para un WACC después de impuestos del 7,79% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 29,48%.

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

III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por TESAU es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 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:

$$WACC = k_e E / (E + D) + k_d D / (E + D),$$

Donde k_e es el coste de los fondos propios, k_d 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 TESAU que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud de 25 de enero se detallan en la tabla siguiente:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

	PROPUESTA Para ejercicio 2010	APROBADA CMT Para ejercicio 2009
Tipo de interés libre de riesgo	3,878%	4,29%
Prima por riesgo del mercado	9,75%	6,87%
Beta de las acciones	0,43	0,56
Coste de los fondos propios	8,07%	8,14%
Prima por riesgo de la deuda	1,29%	1,21%
Coste de la deuda (antes de impuestos)	5,168%	5,50%
Coste de la deuda (después de impuestos)	3,618%	3,85%
Ratio de fondos propios sobre valor total	93,73%	89,41%
Ratio de deuda sobre valor total	6,27%	10,59%
WACC después de impuestos	7,79%	7,69%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,48%	29,74%
WACC antes de impuestos	11,05%	10,94%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

TESAU considera como activo sin riesgo la media ponderada de los valores de los tipos de interés medios resultantes de las tres subastas anteriores al cierre del año natural, anterior al ejercicio de aplicación del WACC, de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, emitidas por el Tesoro Público. Se ha asignado un mayor peso en la media a los valores más recientes, asignando ponderaciones de 3/6, 2/6 y 1/6 a cada uno de los tres valores. Como resultado, TESAU estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2008 en un 3,878%.

III.3. Prima por riesgo del mercado

TESAU ha calculado la prima de riesgo del mercado a partir de las series mensuales de rentabilidades del IBEX 35 y del mercado secundario de Obligaciones del Estado a 10 años. Se ha calculado utilizando la media aritmética de las diferencias de las rentabilidades, calculada sobre una serie ajustada para eliminar los extremos estadísticos mediante la técnica de los “inner fences” y “outer fences”. En consecuencia, TESAU propone un valor para la prima de riesgo del mercado de un 9,75%.

III.4. Beta de TESAU

TESAU estima el valor de su parámetro beta en 0,43. Este es valor se obtiene a partir de la muestra de empresas comparables establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo a la empresa Eircom, que dejó de cotizar en agosto de 2006. Según TESAU, el cálculo de la Beta se ha realizado frente al índice local del país de cada empresa, utilizando períodos de 1, 3 y 5 años y con frecuencias diarias y



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

semanales, seleccionando finalmente la beta que proporciona una correlación más alta.

Una vez obtenida la beta de cada empresa comparable se ha calculado su beta desapalancada considerando el nivel de apalancamiento financiero, de acuerdo con la metodología aprobada. La deuda se ha tomado a valor contable neto y la capitalización bursátil a cierre de 2009. Para desapalancar la beta TESAU ha considerado el tipo impositivo efectivo de cada empresa integrante de la muestra.

A continuación, ha estimado la beta desapalancada de TESAU como media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables consideradas. Finalmente se ha obtenido la beta apalancada de TESAU a partir de los datos de apalancamiento y del tipo impositivo efectivo de TESAU.

III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TESAU cuantifica el coste de sus fondos propios en un 8,07%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,192%.

III.6. Estructura financiera

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 93,73% y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 6,27%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2010 es un 6,69%.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TESAU, tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el período octubre-noviembre 2009 por varios bancos de inversión. De esta media resulta un valor de 33.989,00 millones de euros. De dicho importe, descuenta 2.129,42 millones de euros correspondientes al valor medio de la deuda financiera, estimado como media aritmética de los valores de balance al cierre del 2009 y del presupuesto para el 2010. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de 31.859,58 millones de euros.

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

TESAU estima que el coste de su deuda es aproximadamente el coste de financiación de Telefónica, S.A. (cabecera del grupo Telefónica). Dicho coste de financiación se estima mediante la evaluación del riesgo de crédito de TESAU, en función de dos componentes: el tipo de interés libre de riesgo y la prima de riesgo de la deuda. La agregación de ambos importes da un coste financiero nominal, que ponderado por los beneficios fiscales asociados a los gastos financieros permite obtener el coste de la deuda después de impuestos.



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 3,618%. Para efectuar este cálculo TESAU corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo marginal vigente en el ejercicio 2010, es decir un 30%.

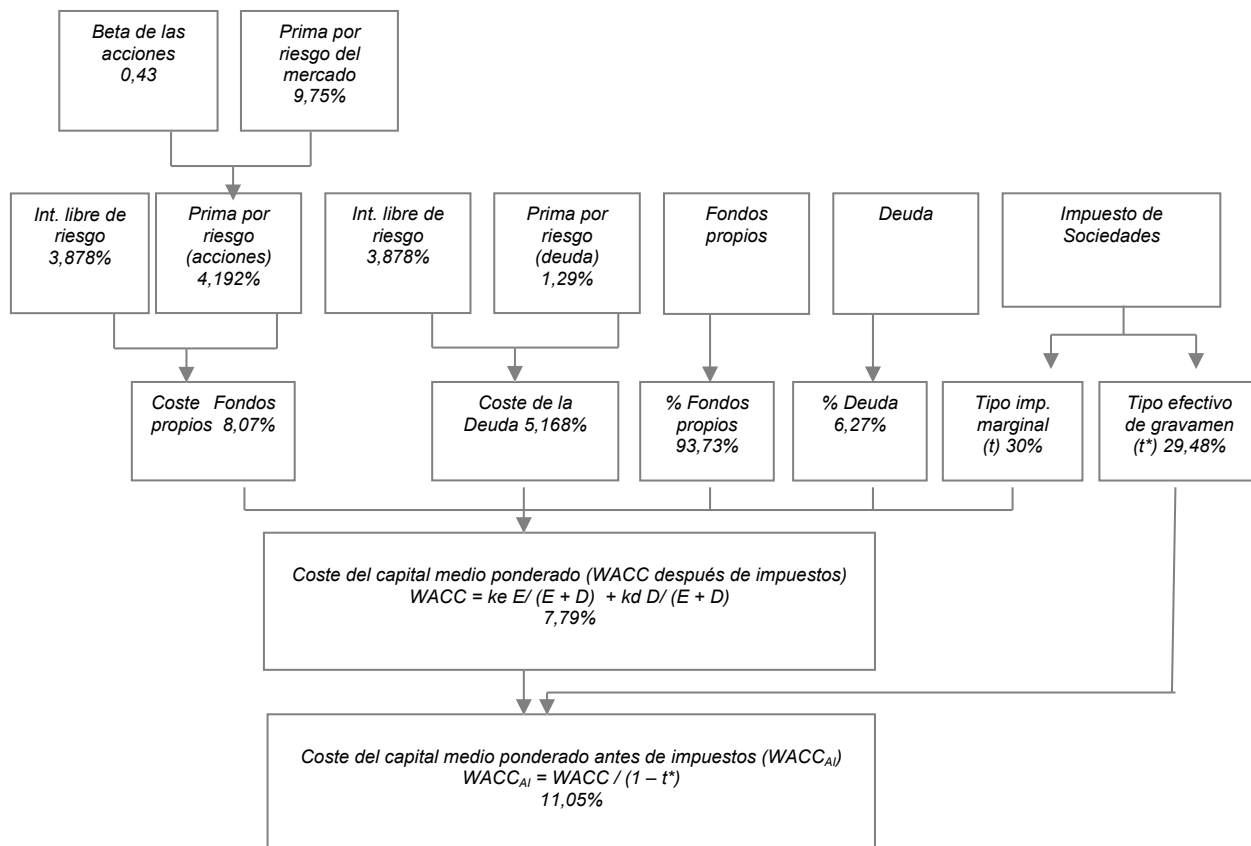
TESAU deduce, en base a lo anteriormente señalado, que la prima de riesgo de la deuda financiera de TESAU se calcula como suma del spread medio del Interest Rate Swap (IRS) a 10 años frente al bono soberano a 10 años (28,32 puntos básicos) y el spread medio de 2008 del Credit Derivative Swap (CDS) de Telefónica, S.A. a 10 años frente al IRS a 10 años (100,71 puntos básicos), de lo cual resulta una prima de riesgo de 1,29%.

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TESAU es de 29,48% que según el operador resulta de sustraer al tipo impositivo nominal vigente en el ejercicio 2009 una media aritmética de las diferencias entre el tipo impositivo nominal y tipo impositivo efectivo para los ejercicios 2007 **[CONFIDENCIAL]**, 2008 **[CONFIDENCIAL]** y 2009 **[CONFIDENCIAL]**. Dichos importes se refieren al tipo efectivo operativo, ya que excluyen el efecto fiscal de los resultados extraordinarios.

III.9. Resumen de la propuesta

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





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TESAU

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el WACC de los operadores declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC.

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 este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y 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 TESAU, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología de estimación 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 2. Tipos medios obligaciones a 10 años

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
10/12/2009	3,887	3/6
15/10/2009	3,870	2/6
17/09/2009	3,865	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 3,88%, coincidente con la propuesta de TESAU. En consecuencia, esta Comisión valora que el tipo de

¹ Véase las Resoluciones de 15 de marzo de 2007, 18 de marzo de 2008 y 2 de abril de 2009.

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

interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2010 es de un 3,88%. Esto supone una disminución de 41 puntos básicos con respecto al valor aprobado en la Resolución de 2 de abril de 2009, 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.

Tomando los datos del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años³, para el período 01/01/1995 a 31/12/2009 y con una periodicidad de los valores mensual, se obtienen valores que varían, según el criterio utilizado, desde un 5,95% hasta un 33,40%. La banda superior de estos valores es difícil de justificar desde un punto de vista teórico y el intervalo de variación no coincide con la horquilla de los estudios desarrollados para el mercado español⁴. Gran parte de esta variabilidad se explica por la caída del IBEX en el año 2008 y su posterior subida en el 2009, con el paso de valores claramente negativos en 2008 a valores netamente positivos en 2009. Con el fin de hacer más consistente la prima de riesgo, y mediante depuración de extremos estadísticos⁵, los servicios de la CMT estiman para el período examinado una prima de riesgo del 7,43% que es 56 puntos básicos superior al valor del año anterior.

Por lo tanto, la CMT considera razonable y consistente cuantificar la prima de riesgo del mercado para el cálculo del WACC en un 7,43%. Esto implica un incremento de un 8,15% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para TESAU en el ejercicio 2009. Este incremento se justifica por el hecho de que la prima de riesgo ha pasado de posiciones negativas en 2008 a ser positiva en 2009.

IV.3. Beta de TESAU

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, los servicios de esta Comisión han calculado el parámetro Beta de las acciones de TESAU a partir de las betas y datos financieros de una serie de empresas comparables europeas. La muestra de empresas seleccionada y los datos de origen se resumen en la tabla 3:

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.

⁴ Puede verse el estudio de Fernández, P 2008 *Prima de riesgo del mercado utilizada: encuesta 2008. Working paper*, IESE, <http://www.iese.com/Descargas/spdf/Gratis/R133.pdf>

⁵ Ver Resolución CMT de 18 de marzo de 2008.

⁶ Fuente: Standard & Poors

⁷ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 3: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Nombre de la empresa	Beta ⁶	Tipo impositivo efectivo	Deuda total (mill) ⁸	Capitalización (mill) ⁹
BELGACOM SA	0,469	24,122	2.492,000	9.295,691
BT GROUP PLC	0,877	39,552	13.907,000	6.056,427
DEUTSCHE TELEKOM	0,661	41,367	45.506,000	46.884,190
FRANCE TELECOM	0,579	38,339	39.885,000	52.744,489
KONINKLIJKE KPN NV	0,469	-6,827	13.371,000	19.285,647
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	0,948	24,967	6.517,781	5.504,584
SWISSCOM AG	0,543	20,373	11.281,000	18.143,220
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,916	22,541	39.649,000	20.142,524
TELEFONICA SA	0,826	28,301	50.192,000	74.574,194
TELEKOM AUSTRIA AG	0,829	36,162	3.908,636	4.738,000

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT considera adecuado excluir a Eirecom ya que dicha sociedad dejó de cotizar en agosto de 2006 y por tanto carece de utilidad como referencia.

Las betas resultantes se han obtenido a partir de estimación diaria para un plazo de tres años que es, dentro de las alternativas que contempla la Resolución de 21 de diciembre, la que proporciona mayor precisión de la estimación.

A partir de estos datos se obtienen los valores de la beta desapalancada¹⁰ para estas empresas y su media aritmética, referenciados en la tabla 4.

Tabla 4: Valores de la beta apalancada y desapalancada

⁸ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público, cifras en moneda nacional del operador.

⁹ Fuente: Estados contables del último ejercicio cerrado y público, cifras en moneda nacional del operador.

¹⁰ Tal y como describe la Resolución de 21 de diciembre, la relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una empresa esta descrita por la ecuación:

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

donde β_A es la beta apalancada, β_D^1 es la beta desapalancada que no incorpora riesgos financieros, t es el tipo impositivo efectivo medio de la empresa y D/E es el ratio de deuda sobre la capitalización de la empresa.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
BELGACOM SA	0,469	0,390
BT GROUP PLC	0,877	0,367
DEUTSCHE TELEKOM	0,661	0,421
FRANCE TELECOM	0,579	0,395
KONINKLIJKE KPN NV	0,469	0,270
PORTUGAL TELECOM SGPS SA	0,948	0,502
SWISSCOM AG	0,543	0,363
TELECOM ITALIA SPA - NEW	0,916	0,363
TELEFONICA SA	0,826	0,557
TELEKOM AUSTRIA AG	0,829	0,543
BETA MEDIA	0,712	0,417

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 10 de la presente Resolución, los datos de apalancamiento financiero de TESAU (según se justifican en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TESAU (29,37%, según se justifica en la sección IV.7), se obtiene un valor para la Beta de TESAU de un 0,44.

IV.4. Coste de los fondos propios

Dado el importe de los anteriores parámetros, la CMT valora el coste de los fondos propios en un 7,15%, 99 puntos básicos inferior al coste aprobado en el ejercicio 2009 y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de TESAU en el ejercicio 2010 en un 3,27%.

IV.5. Estructura financiera

El valor de mercado propuesto por TESAU, 33.989,00 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 12 bancos de inversión y entidades de análisis financiero.

Los servicios de la CMT han revisado las valoraciones realizadas por las distintas entidades, excluyendo el informe de Nomura por tratarse de un informe comparativo sectorial que no reporta una valoración detallada de TESAU e incluyendo nuevos informes para conseguir una mayor representatividad de la muestra, resultando la valoración siguiente:

Tabla 5: Muestra de valoraciones de TESAU



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Banco de Inversión	Fecha informe reportado	Valoración empresa (millones euros)
Banesto	12/10/2009	32.644
Barclays	03/03/2010	32.859
BPI	oct-09	Extremo excluido
Citi	22/01/2010	33.710
Cheuvreux	04/03/2010	33.755
Deutsche Bank	01/03/2010	33.514
Espírito Santo	12/10/2009	38.643
Exane BNP Paribas	16/11/2009	36.127
Fortis Bank	12/01/2010	39.719
HSBC	13/10/2009	30.790
Iberian Equities	24/02/2010	30.008
ING	13/10/2009	30.281
JP Morgan	24/11/2009	28.989
La Caixa	12/01/2010	36.974
Merrill Lynch	01/12/2009	30.290
Millenium	03/12/2009	35.113
RBS	12/03/2010	30.025
Santander	06/10/2009	30.250
Promedio (mill. EUR)		33.158,28
Desviación		3.252
Umbral inferior		23.033
Umbral superior		42.361

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TESAU a tomar como referencia es de 33.158,28 millones de euros.

TESAU cuantifica el valor de la deuda en 2.129,42 millones de euros, a partir de la media aritmética del saldo de la deuda financiera en balance al 31 de diciembre de 2009 y la prevista para el cierre del 2010.

Se ha considerado más razonable deducir el nivel de deuda a partir del balance del ejercicio 2009. El nivel de deuda financiera así calculado es de 2.351,36 millones de euros, que resulta de:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

[CONFIDENCIAL

CONFIDENCIAL]

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TESAU en 30.862 millones de euros. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 92,91% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 7,09% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 7,63%.

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 de 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 TESAU¹¹. 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 TESAU debe cifrarse en 4,69%, deduciéndose en consecuencia, una prima de riesgo de la deuda del 0,81% lo que supone una disminución respecto a la aprobada para el ejercicio anterior de 40 puntos básicos.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TESAU en un 4,69%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 3,878% y una prima de riesgo de un 0,81%, lo que supone una disminución de la prima de riesgo de un 33%.

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 TESAU para el ejercicio 2009 es un 3,28%.

¹¹ Ver Resolución CMT de 2 de abril de 2009.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

La metodología aprobada por la CMT el 21 de diciembre de 2006 establece como método de estimación del tipo impositivo efectivo el uso de la media aritmética de los tipos impositivos medios de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC.

La 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 desde 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 previamente¹² y 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 2010=

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

La siguiente tabla resume la información sobre los tipos impositivos medios de TESAU en los ejercicios 2007, 2008 y 2009, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.

[CONFIDENCIAL]

CONFIDENCIAL]

El cálculo del tipo impositivo medio para el 2010 se ha efectuado de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, excluyendo las partidas de naturaleza extraordinaria¹³, y respetando la norma 13ª del Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre).

Para los tres últimos ejercicios encontramos un diferencial promedio entre el tipo nominal y el tipo efectivo de un -0,63, que aplicado a un nominal del 30% para el 2010, nos proporcionaría un tipo efectivo de un 29,37%

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2010 el importe de 29,37%.

¹² Véase el apartado IV.1.

¹³ Excluyendo partidas como ERE, partidas no vinculadas con la actividad como el efecto de la variación de tipos e impuestos devengados en el extranjero.

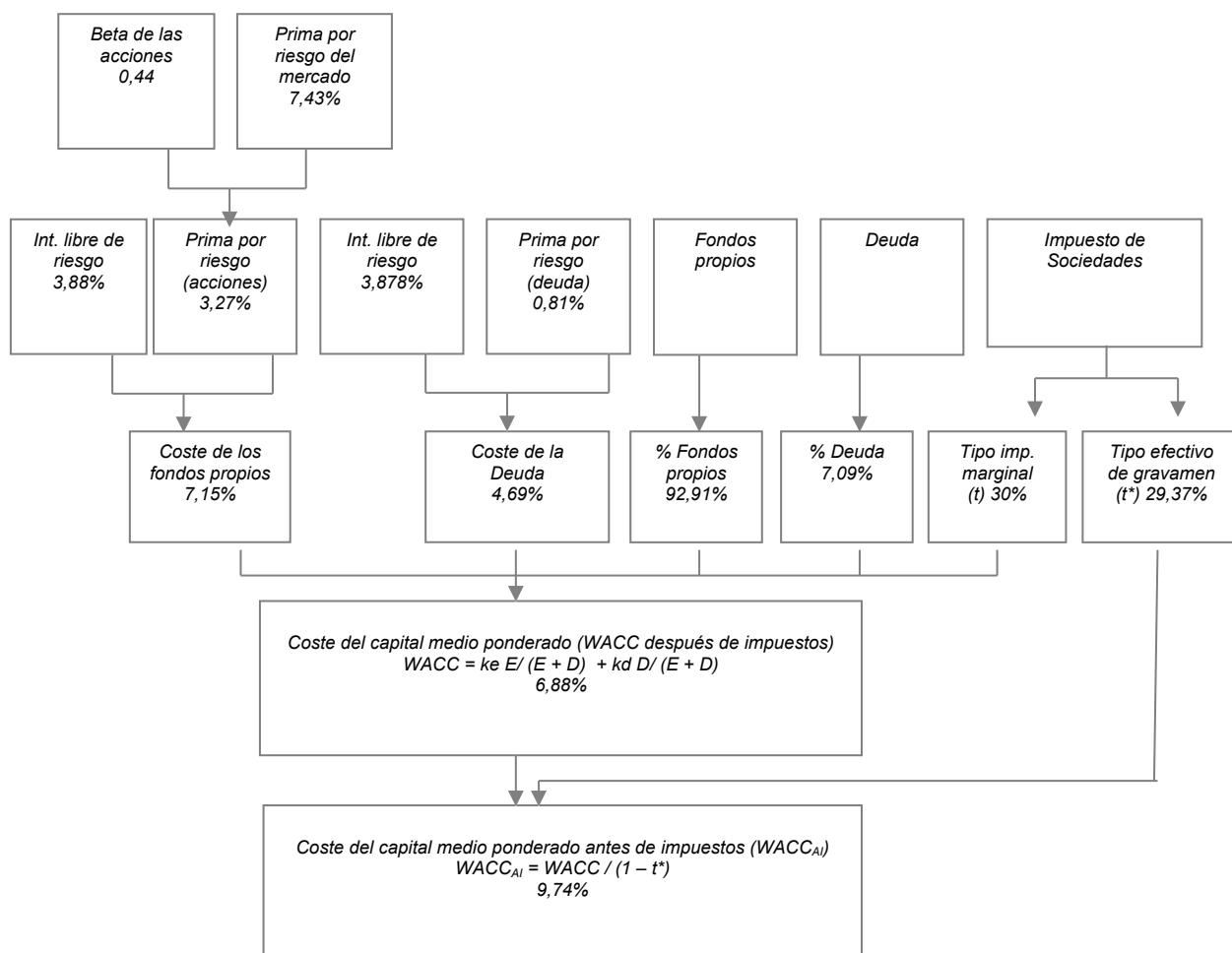


COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el coste medio ponderado del capital después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2010 en un 6,88%, un 10,53% inferior al aprobado para el ejercicio 2009 y un coste medio ponderado del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2010 en un 9,74%, presentando este último valor una disminución en términos relativos de un 10,97% respecto al aprobado para el 2009.

IV.9 Resumen de la valoración





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. CONSIDERACIONES FINALES

Debe destacarse que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que TESAU deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 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 TESAU, y de su valoración por la CMT.

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

PARÁMETROS	TESAU	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,878%	3,88%
Prima por riesgo del mercado de acciones	9,75%	7,43%
Beta de las acciones	0,43	0,44
Coste de los fondos propios	8,07%	7,15%
Prima por riesgo de la deuda	1,29%	0,81%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,168%	4,69%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,618%	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	93,73%	92,91%
Ratio de deuda sobre valor total	6,27%	7,09%
WACC después de impuestos	7,79%	6,88%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,48%	29,37%
WACC antes de impuestos	11,05%	9,74%

La tabla número 9, recogida a continuación, muestra la evolución de la tasa de retorno de TESAU, aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2009, aprobada por esta Resolución.

Tabla 9: Evolución del WACC de TESAU

EJERCICIOS	2002¹	2003²	2004³	2005⁴	2006⁵	2007⁶	2008⁷	2009⁸	2010
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%	6,80%	7,64%	7,68%	6,88%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%	9,86%	10,81%	10,94%	9,74%

¹Resolución de la CMT de 14 de febrero de 2002.

²Resolución de la CMT de 12 de junio de 2003.

³Resolución de la CMT de 27 de mayo de 2004.

⁴Resolución de la CMT de 31 de marzo de 2005.

⁵Resolución de la CMT de 23 de febrero de 2006

⁶Resolución de la CMT de 15 de marzo de 2007.

⁷Resolución de la CMT de 18 de marzo de 2008.

⁸Resolución de la CMT de 2 de abril de 2009.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

UNICO.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Telefónica de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2010, del 9,74%, 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.