



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 Nº 17/09 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 14 de mayo de 2009, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE ABERTIS TELECOM, S.A.U., DE TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 (AEM 2009/235).

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.- El 2 de febrero de 2006 se aprobó la Resolución por la que se aprueba la definición y análisis del mercado de transmisión de señales de televisión, la designación de los operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas.

Tercero.- 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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Cuarto.- Con 7 de febrero de 2008 el Consejo de la CMT adoptó la Resolución por la que se resuelve el recurso potestativo de reposición interpuesto por Abertis Telecom, S.A.U. contra la Resolución de 20 de septiembre de 2007, sobre la propuesta de Abertis Telecom, 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 2007.

Quinto.- Con fecha 11 de febrero de 2009, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, CMT) un escrito de Abertis Telecom, S.A., proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2008, conforme a lo establecido en la Resolución de 1 de junio de 2006 sobre el formato y método contable a utilizar por Abertis Telecom S.A. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Abertis Telecom S.A.U. por el que se solicita a la CMT que tenga por cumplimentada la obligación del Grupo Abertis Telecom consistente en presentar la tasa de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2008, y dicte Resolución aprobando la tasa propuesta.
- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom S.A.

Abertis Telecom S.A.U. solicita que la CMT otorgue el carácter de estrictamente confidencial a ambos escritos.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de Abertis Telecom S.A., la CMT procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/235.

Sexto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 20 de febrero de 2009, la CMT solicitó a Abertis Telecom S.A. la presentación de la siguiente información:

- 1) Cuentas anuales individuales, informe de auditoría e informe de gestión del ejercicio 2007 de las sociedades Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.
- 2) Cuentas anuales consolidadas del subgrupo Abertis Telecom, S.A.U. del ejercicio 2007 junto con su correspondiente informe de auditoría e informe de gestión.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 3) Balance individual y cuenta de pérdidas y ganancias individual provisional del ejercicio 2008 correspondiente a Abertis Telecom, S.A.U., Retevisión, S.A.U. y Tradia Telecom, S.A.U.
- 4) Balance consolidado provisional y cuenta de pérdidas y ganancias consolidada provisional correspondiente al ejercicio 2008 del subgrupo Abertis Telecom, S.A.U.
- 5) Respecto de las Betas procedentes de A. Damodaran (paginas 7 y 8 de la propuesta) indicación de la muestra sobre la que se basa su cálculo, metodología, temporalidad y referencia precisa de la fuente.
- 6) Respecto a la referencia de Beta para el operador TDF aprobada por el regulador francés ARCEP (página 9 de la solicitud) indicación precisa de la resolución o documento en la que fue aprobada.
- 7) Indicación de la referencia precisa y mercado de cotización todas las obligaciones, bonos o pagarés emitidos por el grupo Abertis durante el año 2007 y 2008.
- 8) Cotización de los Credit Derivative Swap (CDS) de Abertis Infraestructuras, S.A. y cualquier otra sociedad del grupo para los últimos 15 días de diciembre de 2007 y 15 primeros días de enero 2008, distinguiendo por plazos y con especial referencia al CDS a 10 años. Aportación de soporte documental (pantalla de Bloomberg, Reuters o similar).
- 9) Cotización de los Interest Rate Swap (IRS) a 10 años de Abertis Infraestructuras, S.A. y cualquier otra sociedad del grupo para los últimos 15 días de diciembre de 2007 y 15 primeros días de enero 2008. Aportación de soporte documental (pantalla de Bloomberg, Reuters o similar).
- 10) Detalle de las operaciones de endeudamiento del grupo Abertis para el año 2007 y ejercicio 2008, con expresión de nominal y tipo de interés.
- 11) Aportación de informes de analistas independientes que recojan información sobre la valoración por partes del grupo Abertis para el ejercicio 2007 y 2008.
- 12) Detalle del cálculo de la tasa impositiva para el ejercicio 2007 y 2008, cuantificación de las deducciones, bonificaciones y diferencias permanentes, con expresión de su naturaleza y plazo previsto de aplicación. Igualmente, identificación de las partidas extraordinarias que deberían excluirse del cálculo del tipo impositivo efectivo para la obtención del tipo efectivo.
- 13) Autoliquidación del impuesto de sociedades del ejercicio 2007 presentada para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Séptimo.- Con fecha 16 de marzo de 2009, tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Abertis Telecom, S.A.U, junto al que se aportaba la información solicitada en el anterior requerimiento de 20 de febrero de 2009.

Abertis Telecom S.A. solicitó igualmente que la CMT otorgue el carácter de estrictamente confidencial a la documentación aportada.

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.

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos *“fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular, en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”*.

Por su parte, el artículo 48.3 de la LGTel establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la CMT ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”

El artículo 19 del Reglamento de Mercados establece que se podrá establecer una obligación de control de precios para operadores con poder significativo en mercados al por menor si las obligaciones impuestas al por mayor y de selección de operador no bastan para alcanzar los objetivos del artículo 3 de la LGtel. El artículo 20 de dicho Reglamento establece que en estos casos, la CMT podrá precisar el formato y el método contable de la contabilidad de costes del operador.

En uso de la habilitación competencial citada, la CMT aprobó, mediante Resolución de 2 de febrero de 2006, la definición del mercado de servicio mayorista de transmisión de señales de televisión y radio en España, declarando a Abertis Telecom, S.A.U. y al grupo Abertis en su conjunto¹ (en



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

adelante ABERTIS), operador con poder significativo de mercado Además impone a ABERTIS, entre otras, la obligación de orientar los precios a los costes de producción y de separar sus cuentas en relación a las actividades de acceso, donde resulta especialmente relevante la estimación del parámetro WACC.

Con fecha 1 de junio de 2006, la CMT aprobó la Resolución sobre el formato y método contable a utilizar por el Grupo Abertis Telecom en la que se explicitaba que:

<<En este sentido, la tasa de retorno a emplear por Abertis en el cálculo del Coste de Capital deberá ser aprobada por esta Comisión. En concreto, conforme a lo establecido en el capítulo 3 de los Principios de Contabilidad de Costes anteriormente mencionado, “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 COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 REALIZADA POR ABERTIS TELECOM.

En primer lugar debe indicarse que ABERTIS presta el servicio portador de difusión de televisión por ondas terrestres, a través de sus dos filiales Tradia Telecom, S.A.U. (en adelante, Tradia) y Retevisión-I S.A.U. (en adelante, Retevisión), ambas participadas al 100% por la sociedad Abertis Telecom, S.A.U., participada a su vez por Abertis Infraestructuras, S.A.

Abertis Telecom, S.A.U. propone a la CMT la aprobación de una tasa de coste del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para la aplicación en su contabilidad de costes del ejercicio 2008, del 17,54%. Este valor es el resultado de las estimaciones de Abertis Telecom para el WACC después de impuestos, un 12,08%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 31,11%.

III.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por ABERTIS es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2008 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su

¹ Señala la Resolución de 2 de febrero de 2006: “(...) entendiéndose por tal a los efectos de este análisis, tanto a la empresa concreta identificada como dominante individual, como a todas las empresas de cada grupo que provean los servicios incluidos en el mercado de referencia.”



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 financiera (o simplemente deuda), E es valor de total de los fondos propios y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros que inciden en la estimación del WACC propuestos por ABERTIS se detallan en la tabla 1.:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por ABERTIS.

	PROPUESTA Para ejercicio 2008	APROBADA CMT Para ejercicio 2007
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	3,93%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,09%	6,30%
Beta de las acciones	1,194	0,90
Coste de los fondos propios	12,80%	9,60%
Prima por riesgo de la deuda	1,22%	0,87%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,56%	4,80%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,89%	3,24%
Ratio de fondos propios sobre valor total	92,17%	91,83%
Ratio de deuda sobre valor total	7,83%	8,17%
WACC después de impuestos	12,08%	9,08%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,11%	30,95%
WACC antes de impuestos	17,54%	13,15%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

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

III.3. Prima por riesgo del mercado



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ABERTIS propone un valor de la prima de riesgo de 7,09%, valor que como indica en su solicitud” ya fue aprobado por la Comisión para los otros operadores obligados a su uso y de aplicación para el año 2008(...)”

III.4. Beta de ABERTIS

ABERTIS realiza una primera propuesta de Beta de 0,877 según una muestra para empresas comparables integrada por:

- a) American Tower.
- b) Crown Castle Intl.
- c) SBA Communications.
- d) Macquarie Communications Infrastructure Group.
- e) DMT.

En concreto la propuesta recoge la siguiente tabla en su página 7:

Tabla 2. Beta propuesta por ABERTIS.

Beta desapalancada comparable	Beta 2006-2007 capitalización 2007	Beta 2006-2007 capitalización promedio 06 y 07
	1,015	1,009
	0,628	0,596
	1,131	1,111
	0,217	0,199
	1,190	1,190
Promedio beta desapalancada	0,836	0,821
Beta reapalancada para ABERTIS	0,885	0,869
Beta ABERTIS	0,877	

La Beta de ABERTIS se deduce a partir de las betas desapalancadas de las empresas que integran la muestra, pero sin que aparezca identificada a qué empresa de la muestra se asigna cada beta desapalancada.

Adicionalmente, ABERTIS manifiesta que “la beta promedio estimada utilizando las series de datos empleadas por la Comisión en las resoluciones del Wacc 2006 y 2007 de abertis, generan unos valores de beta inferiores a los de sectores semejantes e incluso de sectores similares del entorno europeo”. Siguiendo este razonamiento ABERTIS propone utilizar un valor de 1,194 resultante de un promedio de los valores de la beta para empresas del sector de telecomunicaciones europeo (fibra, equipos de telecomunicaciones, portales Web, Internet Service Providers, portales Web, equipos móviles, etc.) obtenidos de una muestra a enero del 2008 de la base de datos de la Stern School of Business, gestionada por el profesor Damodaran (valor 1,048) y un valor, medio a su vez, de la beta de los sectores, a nivel mundial, de equipos de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

telecomunicaciones, servicios de telecomunicaciones y redes móviles (valor 1,65).

III.5. Estructura financiera.

ABERTIS propone utilizar una ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de un 92,17%, y una ratio de deuda sobre valor total de la empresa de un 7,83%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (deuda a fondos propios) propuesto para el año 2008 es de un 8,5%.

Para el cálculo de dichas relaciones ABERTIS dice seguir la metodología de 21 de diciembre de 2006 estimando el valor de mercado del negocio regulado a través de múltiplos de EBITDA y utilizando el valor contable para las deudas. El EBITDA que se toma como referencia es la suma de EBITDAs de Retevisión, Tradia y Abertis Telecom, S.A.U. del ejercicio 2007.

Para la obtención del multiplicador ABERTIS ha considerado las siguientes transacciones de compra-venta realizadas en el mercado de operadores de infraestructuras de difusión en los años 2006 y 2007. En concreto:

Tabla 3. Múltiplos de EBITDA propuestos para la valoración.

Adquirida	Adquirente	año	Múltiplo
Eircom	Towerco	2007	17,20
Antenna Hungaria	TDF	2007	12,00
Nacional Grid	Macquarie	2007	17,50
AAT Communications	SBA	2006	20,50
Global Signal	Crown Castle International	2006	21,00
Glogal Tower	Macquarie	2007	24,00
Propuesta de Abertis (media)			18,70

La aplicación del multiplicador se hace sobre el EBITDA agregado de las tres sociedades referido al ejercicio 2007. Según Abertis, el importe de la deuda asciende a 1.225.591 miles de euros, valor al que hay que restar **[CONFIDENCIAL]** de euros correspondientes a la deuda asociada a la adquisición de Eutelsat.

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

ABERTIS cuantifica la prima por riesgo de su deuda (spread de la deuda) a partir de la diferencia entre el coste de la deuda y el tipo de interés libre de riesgo. El coste de la deuda se obtiene a partir del coste financiero de las últimas emisiones de obligaciones de Abertis Infraestructuras, S.A. durante el año 2008. En concreto se identifican dos emisiones:

- Emisión de 1.000 millones de euros, vencimiento a 10 años con un tipo de interés del 5,125%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- b) Emisión de 125 millones de euros, vencimiento 30 años con un tipo de interés del 5,99%.

De la media simple de esos dos tipos de interés surge la propuesta de coste financiero de un 5,56%.

En consecuencia, ABERTIS deduce que la prima de riesgo de la deuda para el ejercicio 2008 es de 1,22%.

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

La propuesta de ABERTIS es un tipo impositivo efectivo del 31,11% que resulta de una media simple de los tipos impositivos de Retevisión, Tradia y Abertis Telecom, S.A.U en el ejercicio 2007:

[CONFIDENCIAL

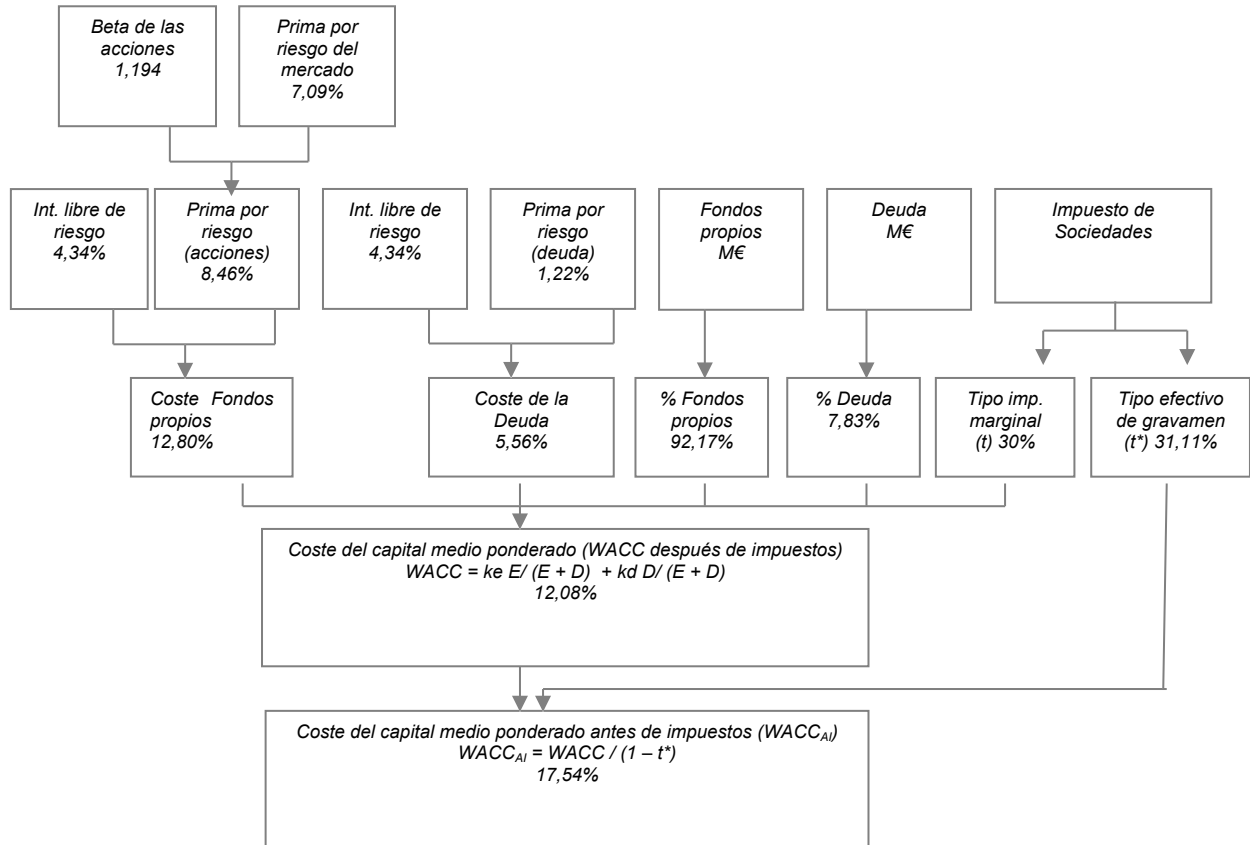
FIN CONFIDENCIAL]

III.8. Resumen de la propuesta

El siguiente gráfico presenta la propuesta de Abertis Telecom, incluyendo el valor estimado de cada uno de los parámetros.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR ABERTIS

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el valor de la tasa de coste del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes de dicho coste. En consecuencia, en esta sección, se revisan los valores y métodos propuestos por ABERTIS según la metodología de estimación descrita en la citada resolución.

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 de los operadores dominantes en un año natural es la media ponderada² del tipo

² Esta media ponderada asigna un peso de 1/2 al valor de la muestra más reciente, un peso de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de interés medio de las tres subastas de obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año para el que deba tener vigencia el coste del capital.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores³ y posteriores, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

Dado que en la Resolución de 18 de marzo de 2008 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2008 se estableció un tipo de interés libre de riesgo de 4,34%. Por lo tanto, la CMT valora que el tipo de interés libre de riesgo propuesto por ABERTIS para el cálculo del coste del capital del ejercicio 2008 es correcto.

IV.2. Prima por riesgo del mercado.

Los mismos motivos, que se esgrimen para que el tipo de interés libre de riesgo sea común durante un ejercicio a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado, sirven para generalizar la prima de riesgo del mercado. En la Resolución de 18 de marzo de 2008 por la que se aprobó la tasa de coste del capital de TESAU para el ejercicio 2008 se recogía una prima de riesgo del mercado del 7,09%.

En consecuencia, esta Comisión considera la propuesta de prima de riesgo para el cálculo del coste del capital para el año 2008 de ABERTIS es correcta y que debe establecerse en un 7,09%.

IV.3. Beta de las acciones de Abertis Telecom.

ABERTIS estima el valor del parámetro beta de sus acciones en el ejercicio 2008 en un primer momento en un 0,877, para a continuación proponer como más representativo un 1,194.

El valor de 0,877 propuesto por ABERTIS resulta de la muestra aprobada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 por la que se aprueba la

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).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

metodología y en la Resolución 20 de septiembre de 2007 por la que se aprueba el coste de capital del año 2007⁴. Debe señalarse que al citado valor se llega como una media de una beta obtenida de una regresión de 2 años (2006 y 2007) para una capitalización del 2007 y promedio del 2006-2007.

La metodología recoge como referencia para el cálculo de la beta muestras de 1, 3 y 5 años, eligiendo aquella que proporcione una mayor precisión y minimice su desviación típica.

En este sentido, considerando la misma muestra que ABERTIS, la CMT estima que el importe de la beta que debe tomarse como referencia para el cálculo del coste de capital de ABERTIS para el ejercicio 2008 es 0,91. Dicho importe se obtiene del cálculo de la beta para un periodo de 3 años con observaciones diarias⁵.

La muestra de empresas seleccionada y los datos de origen se resumen en la tabla 5:

Tabla 5: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Nombre de la empresa	Beta ⁶	Tipo impositivo efectivo ⁷	Deuda total (mill) ⁸	Capitalización (mill) ⁹
AMERICAN TOWER CORP	1,096	39,132%	4.285,282	17.169,071
CROWN CASTLE INTL CORP	1,156	29,665%	6.069,191	11.844,439
DIGITAL MULTIMEDIA TECH SPA	1,176	48,129%	144,166	406,972
MACQUARIE COMM INFRASTRUCTR	0,872	38,123%	8.439,823	1.600,411
SBA COMMUNICATIONS CORP	1,449	-1,127%	1.905,000	3.543,865

Tabla 6: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
AMERICAN TOWER CORP	1,096	0,952
CROWN CASTLE INTL CORP	1,156	0,850
DIGITAL MULTIMEDIA TECH SPA	1,176	0,993
MACQUARIE COMM INFRASTRUCTR	0,872	0,205
SBA COMMUNICATIONS CORP	1,449	0,939
BETA MEDIA	1,1498	0,788

⁴ Confirmada por la Resolución de 7 de febrero de 2008 por la que se resolvió el recurso potestativo de reposición contra el coste de capital aprobado para el 2007.

⁵ De acuerdo con los datos de la CMT para un período de 2 años con observaciones diarias y teniendo en cuenta la estructura financiera de ABERTIS se obtendría un valor de la Beta (0,90)

⁶ Fuente: Standard & Poors

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

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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Utilizando la fórmula recogida en la Resolución de 21 de diciembre, que establece la relación entre la beta apalancada y la beta desapalancada de una empresa y considerando la estructura financiera que se desarrolla en el apartado IV.4 de esta Resolución se obtiene un valor para la beta de ABERTIS de un 0,91. Dicha fórmula se expresa como¹⁰:

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

Por otra parte, debe rechazarse la propuesta de ABERTIS de una beta de 1,194 por los siguientes motivos:

- 1) Se obtiene como media entre betas heterogéneas en términos temporales. Por un lado las betas calculadas por ABERTIS para la muestra aceptada por la CMT son para un período de dos años, mientras que las betas procedentes de la base de datos de la Stern School of Business son para un período de 5 años.
- 2) Los sectores incluidos en los cálculos tanto de la beta del sector telecomunicaciones de Europa (170 empresas) como del sector a nivel mundial (350) son sectores no comparables con el propio de ABERTIS sometido a regulación. Dentro de la muestra tomada se incluyen empresas de equipamiento de telecomunicaciones (como Alcatel-Lucent, Amper, Avanzit, Parrot, entre otras), empresas de fibra óptica, empresas proveedores de IP y portales Web, de Web hosting, fabricantes de equipos móviles, etc. lo que nos da una idea de la profunda heterogeneidad y de la imposibilidad de constituir un referente del que deducir la beta de ABERTIS.

Tal como se recoge en la respuesta al requerimiento de información, la beta desapalancada de la muestra tomada por ABERTIS, que se correspondería estrictamente al sector de telecomunicaciones, proporciona un valor promedio de 0,7564, que apalancándola de acuerdo con la estructura financiera y tipo impositivo de ABERTIS, significaría una beta de 0,87.

Añade ABERTIS en su solicitud que la beta propuesta de 1,194 es muy conservadora y que está en línea por ejemplo con decisiones de otros países del entorno, como Francia, para los que se propone una beta de 1 en el año 2008 y 2009 para el servicio de difusión de Télédifusión de France. Sobre este aspecto cabe señalar que, si bien es cierto que el regulador francés (ARCEP) establece una beta de 1, también es cierto que ese mismo valor se propone para la telefonía móvil y para la telefonía fija, configurándose en consecuencia el valor de 1 como una referencia para todo tipo de negocio de

¹⁰ 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

telecomunicaciones, metodología que no coincide con la establecida por la CMT para el cálculo del coste de capital.

IV.4. Estructura financiera.

Como se ha señalado, ABERTIS deduce un valor de la ratio de fondos propios a valor de mercado del 92,17% y de un 7,83% para la relación de deuda a valor de mercado a partir de la valoración de la empresa resultante de un multiplicador sobre EBITDA (a partir de transacciones comparables) de 18,7 veces. Implícitamente se deduce que se valora el negocio de ABERTIS en 2.881 millones de euros. El valor de la deuda se obtiene de la contabilidad de Retevisión, Tradia y Abertis Telecom, S.A.U., que en términos agregados supone 1.226 millones de euros, cantidad a la que ABERTIS deduce **[CONFIDENCIAL]** de euros de la deuda asociada a la adquisición de la empresa Eutelsat.

La muestra de operaciones para el cálculo del múltiplo de EBITDA tiene una gran dispersión con un valor mínimo de 12 y un valor máximo de 24. Están referidas al año 2006 y 2007, sin recoger por tanto los cambios de valor que se han producido durante el 2008. Debe recordarse que en la Resolución de 20 de septiembre de 2007 por la que se aprobaba el WACC del 2007 de ABERTIS se reconocía un multiplicador de EBITDA de 16,66, sin que haya motivos objetivos y fundados para suponer un incremento del valor del multiplicador, sino todo lo contrario.

Por otra parte, los informes de analistas consultados por la CMT establecen un multiplicador para la valoración del negocio de telecomunicaciones de ABERTIS que van entre un rango de 12 a 17.

[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Igualmente debe considerarse que el importe del múltiplo a partir de transacciones comparables recoge, además de lo que serían factores intrínsecos de valor, factores tales como el sistema de pago (canje en acciones del adquirente), momento del pago, etc. que pueden distorsionar la valoración. En este sentido la CMT considera que la valoración por múltiplos de empresas comparables es un instrumento que se debe utilizar en caso de no disponer de otro instrumento que recoja con mayor precisión las especificidades del operador. En este sentido se considera más adecuado para evaluar la presente solicitud de ABERTIS utilizar valoraciones de analistas que recogen el valor del negocio de telecomunicaciones a partir de la técnica del descuento de flujos.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

De los informes de valoración de analistas independientes aportados por ABERTIS tras el requerimiento de información y de los informes obtenidos por la CMT resulta la siguiente valoración:

Tabla 8: Muestra de valoraciones de ABERTIS

Banco de Inversión	Fecha	Valoración empresa (millones euros)
Cheuvreux	04/01/2008	2.074
Fidentis	18/02/2008	2.039 ¹¹
Morgan Stanley	12/02/2008	2.894
Credit Suisse	01/10/2008	2.190
Promedio (mill. EUR)		2.299,28
Desviación		402
Umbral inferior		1.614
Umbral superior		2.817

Las fechas de elaboración de estos informes de analistas cumplen la condición de homogeneidad temporal, en el sentido de diferir menos de 3 meses de las fechas de apertura o cierre del ejercicio objeto de valoración. Con objeto de cumplir con la homogeneidad valorativa se ha seguido el criterio de excluir aquellas valoraciones que se configuran como extremos estadísticos, con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media y la varianza. La exclusión de los valores extremos de la muestra es un procedimiento habitual en el cálculo estadístico. La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los “inner fences” y los “outer fences”, umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada¹². La práctica habitual es determinar que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” y de “inner fences” son extremos estadísticos¹³. De la aplicación de esta técnica a los valores de la tabla 8 resulta la siguiente valoración:

Tabla 9: Muestra de valoraciones de ABERTIS corregida

Banco de Inversión	Fecha	Valoración empresa (millones euros)
Cheuvreux	04/01/2008	2.074
Fidentis	18/02/2008	2.039
Credit Suisse	01/10/2008	2.190
Promedio (mill. EUR)		2.101,04
Desviación		79

¹¹ Se ha eliminado de la valoración del analista el valor de Eutelsat en base a la cotización de la participación.

¹² Se identifican los valores 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% mas 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. Para determinar los dos umbrales para el caso de la outer fence se sustituye en las fórmulas anteriores el 1,5 por un 3.

¹³ Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich. Ed. Pearson.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Banco de Inversión	Fecha	Valoración empresa (millones euros)
Umbral inferior		1.943
Umbral superior		2.245

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de ABERTIS a tomar como referencia es de 2.101,04 millones de euros.

Por lo que se refiere al valor de la deuda, la CMT ha procedido, a partir de la información financiera remitida por la operadora, al recalcular de la deuda financiera, obteniendo el siguiente desglose:

[CONFIDENCIAL FIN CONFIDENCIAL]

Se ha tomado la deuda media del 2008 con objeto de obtener una cifra representativa de la deuda financiera del ejercicio. Debe destacarse que prácticamente la totalidad de la deuda se corresponde con deudas con la matriz (Abertis Infraestructuras, S.A.) lo que, como se verá a continuación, implica automáticamente la determinación del coste de la deuda para ABERTIS.

En consecuencia, dado que el valor del negocio de ABERTIS es de 2.101,04 millones de euros y el valor de su deuda financiera es de 367,63 millones de euros, resulta, tomando la diferencia entre estas dos cifras, un valor de mercado de los fondos propios del operador de 1.733,41 millones de euros.

Derivado de lo anterior, la CMT considera que el ratio de apalancamiento financiero de Abertis Telecom es un 21,21%, el ratio de fondos propios sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 82,50% y el valor de la deuda sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 17,50%.

IV.5. Coste de la deuda y prima por riesgo de la deuda

La propuesta de ABERTIS para el coste medio de su deuda antes de impuestos en el 2008 es de un 5,56%, cifra resultante de efectuar una media simple entre el tipo de interés de dos emisiones de obligaciones, tal como se ha explicado anteriormente, resultando una prima de riesgo de la deuda de 1,22% (5,56%-4,34%).

Se constata a partir de la documentación contable remitida por ABERTIS que la principal fuente de financiación del negocio de Telecomunicaciones proviene de la matriz del grupo Abertis Infraestructuras, S.A., en concreto las dos emisiones de obligaciones son realizadas por Abertis Infraestructuras, S.A. La metodología



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

recogida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 reconoce como un método para establecer el coste de la deuda la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por la cabecera del grupo al que pertenezca el operador o por mismo el operador. En la ausencia de esta información se acepta usar la tasa de interés del último préstamo suscrito por el operador o del grupo al que pertenece el operador.

La propuesta de coste de la deuda de ABERTIS parte de realizar una media no ponderada en razón de sus importes. Esto supone dar un peso excesivo a una emisión relativamente modesta como es la de mayo de 2008. En este sentido, ponderando los importes de las emisiones por sus importes, obtendríamos un coste de la deuda de un 5,22%.

Por otra parte, en la presentación que efectuó Abertis Infraestructuras, S.A. en diciembre de 2008.¹⁴, dentro del “Programa Próximo”, se recogía un coste medio de la deuda para el grupo durante el año 2008 del 5,30%, valor muy similar al 5,22% obtenido anteriormente. En consecuencia, esta Comisión considera que el coste de la deuda de ABERTIS para el 2008 debe estimarse en un 5,30%. Este coste supone una prima de riesgo de la deuda de un 0,96%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2008 estaba establecido en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de ABERTIS es un 3,71%.

IV.6. Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

ABERTIS señala en su propuesta que “dado que en este caso abertis dispone del tipo efectivamente pagado respecto al cierre del año 2007, se presenta el cálculo en base a este supuesto” y propone en consecuencia utilizar un valor de 31,11% como tipo impositivo efectivo para el coste del capital del ejercicio 2008.

Debe señalarse que el calculo se obtiene como una media simple de los tipos impositivos de Retevisión, Tradia y Abertis Telecom, S.A.U. y que además dicho tipo impositivo efectivo se calcula sobre el resultado contable ajustado, en vez de calcularse sobre el resultado contable antes de impuestos.

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.

Sin embargo en este caso el cálculo del tipo impositivo efectivo del año 2007 lleva a la obtención de valores anormales que distorsionan la media. Por otra

¹⁴ Puede verse en <http://www.abertis.com/dyndata/proximomallorca041208.pdf>



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

parte debe tenerse en cuenta que la metodología aprobada en Resolución de 21 de diciembre de 2006 preveía una sistemática de cálculo para aplicar un tipo impositivo de forma prospectiva, esto es, una estimación para el ejercicio próximo. En la presente situación, como consecuencia del retraso de ABERTIS en la presentación de su propuesta, se dispone de valores reales del tipo impositivo efectivo para el año 2008, sin que sea necesario efectuar ningún tipo de estimación.

En esta Resolución se establece un único coste de capital para todo el negocio de telecomunicaciones regulado de ABERTIS, sin embargo la prestación efectiva del servicio portador de difusión de televisión por ondas terrestres solamente la realizan las empresas Retevisión y Tradia. Por otra parte se ha comprobado que la inclusión de Abertis Telecom, S.A.U. en el cálculo del tipo impositivo efectivo del ejercicio 2008 distorsionaría gravemente la significado de dicho tipo como consecuencia de las pérdidas contables (ajenas al negocio regulado) que sufre Abertis Telecom, S.A.U. en el ejercicio 2008. En consecuencia, se considera que el cálculo del tipo impositivo debe efectuarse a partir de la agregación de las partidas de impuestos devengados y resultado contable antes de impuestos para aquellas dos sociedades, comprobando que no existen transacciones internas que puedan generar resultados. Así obtenemos:

**[CONFIDENCIAL
FIN CONFIDENCIAL]**

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia para el tipo impositivo efectivo del 2008 el importe de 29,18%, 82 puntos básicos inferior al tipo nominal.

IV.7 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 ABERTIS para el ejercicio 2008 en un 9,55%, un 5% superior al aprobado para el ejercicio 2007 y un coste medio ponderado del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2008 en un 13,48%, presentando este último valor un aumento en términos absolutos de 33 puntos básicos y de un 2,5% en términos relativos respecto al aprobado para el 2007.

IV.8 Resumen de la valoración

El siguiente gráfico presenta la valoración que hace la CMT del coste de capital de ABERTIS, incluyendo el valor que se aprueba para cada uno de los

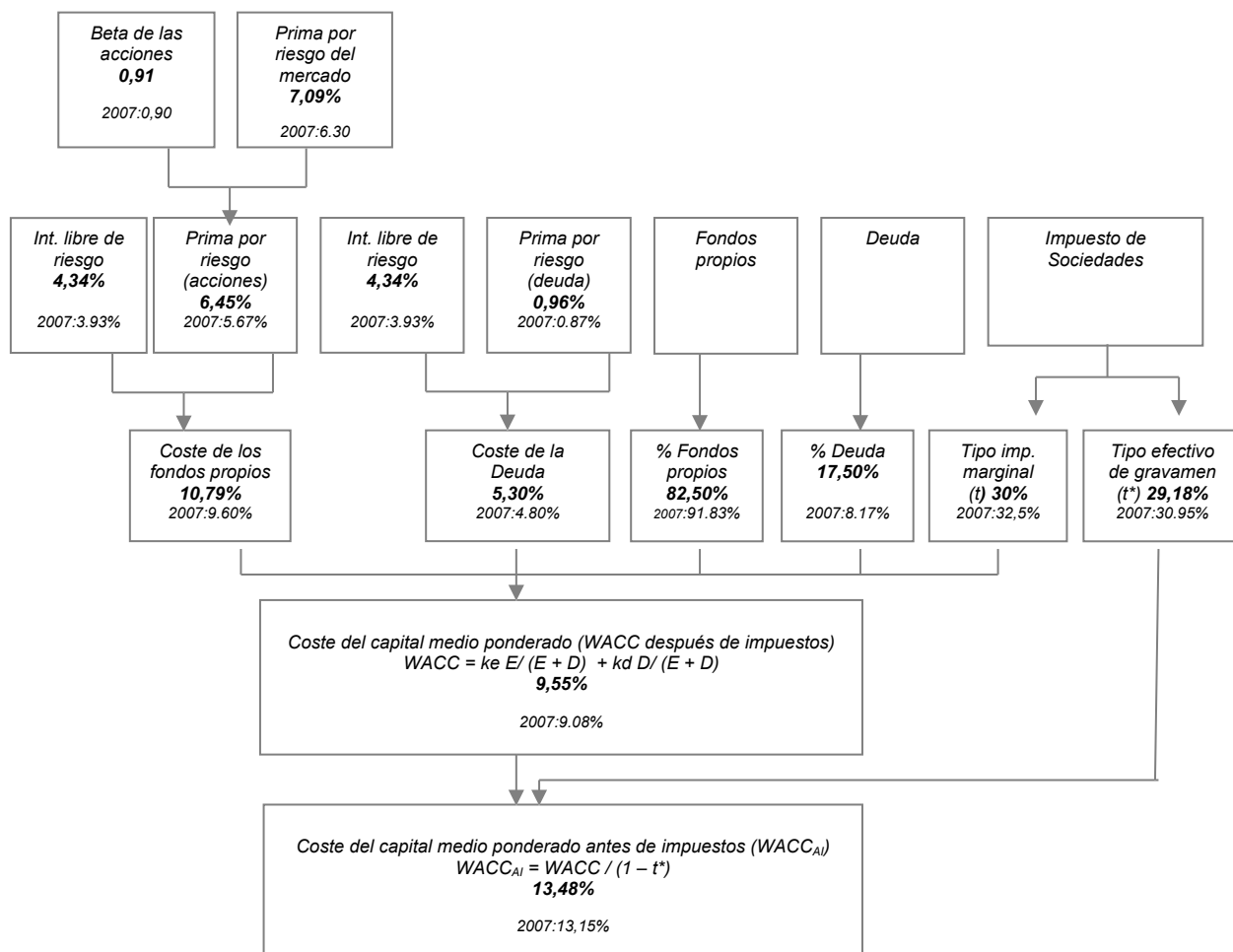


COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

parámetros implicados en el ejercicio 2008 y los ya aprobados en el ejercicio anterior:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



Las causas que explican la variación del coste de capital entre el ejercicio 2007 y 2008 son:

- Factores que aumentan el coste del capital:
 - 1) Aumento del tipo de interés libre de riesgo.
 - 2) Aumento de la prima de riesgo del mercado
 - 3) Aumento de la prima de riesgo de la deuda.
- Factores que disminuyen el coste del capital:
 - 1) Aumento del peso de la deuda.
 - 2) Disminución del tipo impositivo efectivo y marginal



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

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

Tabla 12: Tasa de retorno propuesta por ABERTIS y valoración de los Servicios de la CMT.

PARÁMETROS	ABERTIS	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,34	4,34
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,09	7,09
Beta de las acciones	1,194	0,91
Coste de los fondos propios	12,86%	10,79%
Prima por riesgo de la deuda	1,22%	0,96%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,56%	5,30%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,89%	3,71%
Ratio de fondos propios sobre valor total	92,17%	82,50%
Ratio de deuda sobre valor total	7,83%	17,50%
WACC después de impuestos	12,08%	9,55%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,11%	29,18%
WACC antes de impuestos	17,54%	13,48%

La tabla número 13, recogida a continuación, se muestra la evolución de la tasa de coste del capital de ABERTIS aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de coste para el ejercicio 2008, aprobada por esta Resolución.

Tabla 13: Tasa de retorno propuesta por ABERTIS y valoración de los Servicios de la CMT.

	ABERTIS				
	2004¹⁵	2005¹⁶	2006¹⁷	2007¹⁸	2008
WACC A. IMPUESTOS	14,74%	13,81%	9,79%	13,15%	13,48%
WACC D. IMPUESTOS	9,58%	8,98%	6,48%	9,08%	9,55%

¹⁵ Resolución de 21 de julio de 2005

¹⁶ Resolución de 21 de julio de 2005

¹⁷ Resolución de 19 de julio de 2007.

¹⁸ Resolución de 20 de septiembre de 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por ABERTIS, en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2008, del 13,48%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

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

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

EL SECRETARIO,

Vº Bº
EL PRESIDENTE

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera