



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Ignacio Redondo Andreu, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

CERTIFICA:

Que en la Sesión N° 30/07 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 20 de septiembre de 2007, 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 RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007 (AEM 2007/280).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 8 de marzo de 2007, 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 de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2007, 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. 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 cálculo de los costes de capital del ejercicio 2007, y dicte Resolución aprobando la tasa propuesta.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom S.A.

Abertis Telecom S.A. 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 – 2007/280.

Segundo.- Con fecha 23 de mayo de 2007, tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Abertis Telecom, S.A.U, que complementa la información referente a este expediente. Abertis Telecom S.A. adjunta a este escrito los siguientes documentos adicionales:

1. Estudio de Spectrum titulado “Estimating Abertis Telecom beta and Wacc- Internacional benchmarks and análisis”
2. Listado de las deudas financieras del Grupo Abertis Telecom para 2006
3. Cuentas anuales e informe de gestión, y cuentas anuales completas del ejercicio 2006 de Retevisión S.A.
4. Cuentas anuales e informe de gestión, y cuentas anuales completas, del ejercicio 2006 de Tradia Telecom S.A.
5. Cuentas anuales e informe de gestión, y cuentas anuales completas, del ejercicio 2006 de Abertis Telecom S.A.
6. Cuentas anuales, e informe de gestión e informe de auditoria del ejercicio 2005 de Retevisión S.A.
7. Cuentas anuales, e informe de gestión e informe de auditoria del ejercicio 2005 de Tradia Telecom S.A.
8. Cuentas anuales, e informe de gestión e informe de auditoria del ejercicio 2005 de Abertis Telecom S.A.
9. Impuesto de Sociedades del ejercicio 2005 de Retevisión S.A.
10. Impuesto de Sociedades del ejercicio 2005 de Tradia Telecom S.A.
11. Impuesto de Sociedades del ejercicio 2005 de Abertis Telecom S.A.

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

Tercero.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 7



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de junio de 2007, la CMT solicitó a Abertis Telecom S.A que presentara la siguiente información:

1. *“Hojas de cálculo o explicación detallada sobre las distintas estimaciones del parámetro prima de riesgo de mercado referenciadas en la propuesta.*
2. *Información sobre los datos de las comparables utilizados en la estimación de la beta de Abertis Telecom. En particular, indicar para Crown Castle, Global Signal, SES Global, y American Tower la tasa impositiva empleada (y año de referencia), el valor de la deuda (fuente y año) y la capitalización bursátil empleada en el cálculo, indicando a que periodo se refiere dicha capitalización*
3. *Valoración a precios de mercado de Abertis Telecom.*
4. *Fecha de la última emisión de las obligaciones de Abertis Infraestructuras (ver Nota 13 de sus últimas cuentas consolidadas) y tipo de interés de salida de esta emisión.*
5. *¿Tiene Abertis Infraestructuras algún título de deuda admitido a cotización en algún mercado organizado? Si es así, identifique el instrumento y el mercado.”*

Cuarto.- En fecha 27 de junio de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT la respuesta a este requerimiento de información.

Quinto.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó una Resolución en la que se revisaba el método de estimación del coste de capital de los operadores dominantes.

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*



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 operador con poder significativo de mercado en este mercado y imponiendo a este operador 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:

“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”.

Dicho lo anterior, esta Resolución de la CMT aprueba la tasa anual de retorno a aplicar al Grupo Abertis Telecom para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEI EJERCICIO 2007 REALIZADA POR ABERTIS TELECOM.

En primer lugar debe indicarse que en adelante la Resolución se refiere al Grupo Abertis (en adelante, Abertis Telecom), que tiene entre sus filiales a Tradia Telecom, S.A. y Retevisión-I S.A.¹

Todas estas empresas operan en el mercado del servicio portador de difusión de televisión por ondas terrestres y por tanto son empresas a las que aplican las obligaciones dictadas en la Resolución de la CMT de 2 de febrero de 2006², en la que se declaró operador con poder significativo de mercado al Grupo Abertis Telecom. Dado que estas tres empresas tienen cuentas separadas éstas deben analizarse individualmente.

Abertis Telecom 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 2007, del 22,91%. Este valor es el resultado de las estimaciones de Abertis Telecom para el WACC después de impuestos, un 15,26%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 33,4%.

III.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por Abertis Telecom es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2007 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 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 Telecom se detallan en la tabla 1.

¹ A su vez, el grupo Abertis Telecom es filial de Abertis Infraestructuras S.A.

² Resolución por la que se define el mercado de transmisión de señales de televisión, el análisis del mismo, la designación de operadores con poder significativo de mercado y la propuesta de obligaciones específicas. (AEM 2005/1352).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom.

Tipo de interés libre de riesgo	3,99%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7%
Beta de las acciones	2,06
Coste de los fondos propios	18,37%
Prima por riesgo de la deuda	0,23%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,22%
Coste de las deudas (después de impuestos)	2,85%
Ratio de fondos propios sobre valor total	80%
Ratio de deuda sobre valor total	20%
WACC después de impuestos	15,26%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	33,40%
WACC antes de impuestos	22,91%

Tipo de interés libre de riesgo.

Abertis Telecom considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años (O-10A) y estima el tipo de interés libre de riesgo tomando la media ponderada³ de los tipos medios de dicho instrumento en el mercado secundario en 27, 28 y 29 de diciembre de 2006. La media ponderada de dichos tipos, que son respectivamente: un 3,95%, un 3,98% y un 4% es un 3,98%.

En consecuencia, Abertis Telecom estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2007 en un 3,99%.

Prima por riesgo del mercado.

Abertis Telecom propone un valor de la prima de riesgo de 7%.

En lo referente a este parámetro, Abertis Telecom manifiesta que existen muchas opiniones expertas sobre cómo estimar este parámetro y de forma consecuente una gran diversidad en los valores que se estiman. Abertis Telecom añade que la prima de riesgo debería estimarse con series lo mas largas posibles.

³ Abertis asigna mayor peso a valores de la muestra más recientes, ponderando el valor más cercano (29 de diciembre de 2006) con 3/6, al valor intermedio (28 de diciembre de 2006) con 2/6 y al más lejano en el tiempo con 1/6.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En su escrito de propuesta, Abertis Telecom proporciona cuatro estimaciones distintas del diferencial de rendimientos entre el IBEX35 y las obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años (enero de 1992 - diciembre de 2006).

La tabla 2 reproduce dichas estimaciones:

Tabla 2

Series de enero de 1992 a diciembre de 2006	Estimación
1. Promedio de los diferenciales de rentabilidad anual entre el IBEX y las obligaciones ⁴ , (interés compuesto) ⁵	7,66%
2. Promedio de los diferenciales de rentabilidad anual entre el IBEX y las obligaciones, (interés simple) ⁶	4,26%
3. Promedio de las diferencias de rentabilidad entre el promedio interanual de rentabilidad del IBEX ⁷ y la rentabilidad anual de las obligaciones	4,89%
4. Promedio de la diferencia entre el promedio de la rentabilidad interanual del IBEX35 a cierre de año y la rentabilidad anual de las obligaciones a 10 años	7,19%

De estas cuatro estimaciones Abertis Telecom considera que las metodológicamente más correctas son las que resultan en valores en el entorno del 7%. En particular, Abertis Telecom critica la metodología empleada en la segunda estimación por anualizar los rendimientos mensuales utilizando la fórmula del interés simple y critica también la metodología empleada en la tercera estimación por estar basada en la rentabilidad promedio del índice de cada año.

Como resultado de esta argumentación, Abertis Telecom propone un valor de 7%.

Beta de Abertis Telecom

Abertis Telecom manifiesta que considera adecuado utilizar datos de empresas comparables para estimar el valor de su beta. En este sentido, recoge los valores de las siguientes empresas Crown Castle, Global Signal, SES Global y American Tower:

Tabla 3

⁴ Abertis calcula la rentabilidad anual de las obligaciones del Estado tomando el máximo entre la rentabilidad promedio anual de éstas y la rentabilidad de cierre de dicho año.

⁵ Se calcula la rentabilidad anual del IBEX tomando un promedio de las rentabilidades mensuales, que se anualizan mediante la fórmula del tipo de interés compuesto.

⁶ Se calcula la rentabilidad anual del IBEX tomando un promedio de las rentabilidades mensuales, que se anualizan mediante la fórmula del tipo de interés simple.

⁷ Abertis calcula la rentabilidad anual del IBEX tomando la diferencia entre la cotización promedio de un año y la cotización promedio del año anterior.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Empresas Comparables	Beta apalancada	Beta desapalancada
Crown Castle	2,05	2,03
Global Signal	1,55	1,5
SES Global	0,45	0,37
American Tower	2,26	0,58

Abertis Telecom obtiene los valores de las betas apalancadas tomando la media de las estimaciones de este parámetro proporcionadas por Reuters (valores en Mayo de 2006), Bloomberg (valores en Junio de 2006) y Thomson DataStream (valores de Junio de 2006)⁸.

Para desapalancar dichas betas, Abertis Telecom utiliza la siguiente fórmula, sustituyendo los términos por los valores relevantes a cada empresa:

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

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.

La siguiente tabla indica los valores de ratio de apalancamiento financiero y de tipo impositivo utilizados por Abertis para aplicar esta fórmula

Tabla 4

	Ratio de apalancamiento financiero	Tipo impositivo
Crown Castle	0,01	35%
Global Signal	0,05	35%
SES Global	0,32	35%
American Tower	4,5	35%

Una vez obtenidos los valores de las betas desapalancadas de cada operador comparable, Abertis Telecom los reapalanca utilizando el valor de su propuesta de ratio de apalancamiento financiero: 25% y de tasa impositiva efectiva; un 33,4%, con lo que obtiene la serie de valores de betas re-apalancadas que se indican a continuación:

Tabla 5

⁸ Para Global Signal y SES Global se emplea únicamente el dato de Thomson Datastream.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Empresas Comparables	Beta apalancada
Crown Castle	2,36
Global Signal	1,75
SES Global	0,37
American Tower	0,67

Abertis Telecom indica que los valores obtenidos para SES Global y American Tower constituyen valores muy distintos a los de Crown Castle y SES Global y concluye que deben excluirse de la muestra de comparables a Abertis Telecom.

Para justificar su decisión, Abertis Telecom informa de que la beta de American Tower se vio influida por la operación de compra de Spectra Site en verano de 2005. Además, en un escrito adicional, Abertis argumenta que American Tower tiene un nivel de ingresos muy superiores a Abertis Telecom. Estos ingresos proceden de los clientes de telefonía móvil y no del negocio de radio difusores y a diferencia de Abertis Telecom dicha empresa tiene una fuerte diversificación internacional. En este mismo escrito Abertis Telecom enfatiza que SES Global tiene un bajo riesgo por el alto nivel de aseguramiento de sus ingresos por un contrato firmado para el uso de más del 50% de sus torres durante 32 años y con 10 años garantizados. Por último, Abertis Telecom indica que la empresa más comparable a ella es Crown and Castle.

Abertis Telecom concluye que la media aritmética de las betas reapalancadas de Crown Castle y Global Signal constituye la mejor aproximación a su parámetro beta. Finalmente, el valor propuesto por Abertis Telecom es un 2,06.

Coste de los Fondos Propios.

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, Abertis Telecom cuantifica el coste de sus fondos propios en un 18,37%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 14,39%.

Prima por riesgo de la deuda.

Abertis Telecom cuantifica la prima por riesgo de su deuda (spread de la deuda) en un 0,23%. Este valor resulta de restar los importes propuesto por Abertis Telecom como coste de la deuda antes de impuestos (un 4,22%) y tasa libre de riesgo (un 3,99%).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Coste de la Deuda.

El valor de 4,22% resulta de tomar la media ponderada según el nivel de endeudamiento de los tipos medios de las deudas de Retevisión-I S.A, Tradia S.A y Abertis Telecom S.A. en 2006. Los datos de origen se resumen en la tabla 6:

Tabla 6

	Tipo medio de la empresa y ejercicio	Saldo de deudas a corto y largo plazo	Tipo medio
Retevisión-I S.A. (2006)	3,96%	109.262.163	3,96%
Tradia S.A. (2006)	3,81%	74.975.000	3,81%
Abertis Telecom S.A (2006)	3,37%	3.395.694	4,28%
Abertis Telecom S.A (nueva deuda 2007)	4,28%	1.000.000.000	

Como consecuencia de lo anterior, Abertis Telecom valora el coste de su deuda financiera antes de impuestos en un 4,22%. Por tanto, como resultado de considerar el efecto de la deducción fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades en el 2006 al tipo marginal del 32,5%, Abertis Telecom solicita a la CMT que apruebe un coste de la deuda después de impuestos de 2,85%.

Estructura financiera.

Abertis Telecom propone utilizar un ratio de fondos propios sobre el valor total de la empresa de 80% y un ratio de deuda sobre valor total de la empresa de 20%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Abertis Telecom para el ejercicio 2006 es un 25%.

Según Abertis Telecom, estos coeficientes representan la estructura de capital óptima de un operador de telecomunicaciones en el mercado español. Abertis Telecom indica que estos eran los valores "óptimos" que la CMT referenciaba en las Resoluciones de 18 de julio de 2002, 8 de mayo de 2003 y 12 de junio de 2003⁹ en las que la CMT aceptaba los valores propuestos por Abertis

⁹ Resolución de 18 de julio de 2002 sobre la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Airtel Móvil, SA y Telefónica Móviles España, SA para los ejercicios 2000,2001 y 2002. Resolución de 8 de mayo de 2003, sobre la propuesta de Airtel Móvil SA de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Telecom como una estimación razonable de los ratios financieros óptimos en el sector de las telecomunicaciones.

Adicionalmente como respuesta al requerimiento de información de la CMT¹⁰, Abertis Telecom procede a una estimación de su estructura financiera real, que según el operador tomaría un valor cercano a su propuesta. En particular, Abertis Telecom estima un valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa del que varía entre el 76,29% y el 77,07% en media un 76,68%. Estas dos cifras se corresponden respectivamente con dos valoraciones del negocio del Grupo Abertis Telecom respectivamente 3.821 millones de euros y 3.992,7 millones de euros.

Las dos valoraciones resultan de sumar la valoración de Abertis Telecom del conjunto del negocio de Abertis Telecom S.A, Retevisión-I S.A.U, y Tradia S.A. (2.751,1 millones de euros) y la valoración de su participación del 32% sobre Eutelsat. La valoración de Eutelsat se basa en su capitalización bursátil, y varía según el momento que se considere la cotización de las acciones de esta empresa, resultando en 1.070 millones de euros si se considera la cotización en fecha 5 de diciembre de 2006¹¹ y en 1.241,6 millones de euros si se considera la cotización en fecha 21 de junio. Así resultan los valores de 3.821 millones de euros ($3.821=2.751,1+1.070$) y de 3.992,7 millones de euros ($3.992,7=2.751,1+1.241,6$)

Para asignar un valor de mercado al negocio de Abertis Telecom S.A., Retevisión-I S.A.U y Tradia S.A, Abertis Telecom considera la relación entre el EBITDA y el valor de mercado de varias empresas comparables (método del múltiplo del EBITDA). En particular, su valoración del conjunto de estos tres negocios resulta de aplicar un múltiplo de 19 al EBITDA de estas tres empresas en el ejercicio 2006, 144.795 millones de euros.

Tabla 7

	EBITDA 2006 (en miles de euros)
Abertis Telecom	-818
Retevisión-I	114.974
Tradía	30.639
Total EBITDA	144.795

Abertis Telecom proporciona el valor de este múltiplo del EBITDA disponible a partir de las valoraciones de distintas operaciones de compra-venta recientes

tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes y Resolución de 12 de junio de 2003 sobre la propuesta de Telefónica de España SAU de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2003.

¹⁰ El requerimiento solicitaba a Abertis Telecom una valoración a precios de mercado de su negocio.

¹¹ Abertis adquirió una participación del 32% de Eutelsat el día 5 de diciembre de 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de empresas comparables. En particular, Abertis Telecom proporciona a la CMT la siguiente información sobre los múltiplos:

Tabla 8

Operación	Vendedor	Fecha de la operación	Multiplo del EBITDA
Adquisición por parte de TDF de Antenna Hungaria	Swisscom	Mayo de 2007	12,0
Adquisición de O2 Airwave por Macquarie CG	Telefónica	Abril de 2007	20,1
Adquisición de National Grid por Macquarie CG	National Grid	Abril de 2007	17,5
Compra de AAT Communications por SBA		Abril de 2006	20,5

Abertis Telecom obtiene el valor de 19 tomando la media entre los múltiplos de la tercera y cuarta operación (17,5 y 20,5).

Abertis Telecom no incluye las operaciones de Antenna Hungaria y O2 Airwave en el cómputo del múltiplo promedio por considerarlas malas comparables a su negocio. Según Abertis Telecom Antenna Hungaria no es una elección válida por el menor tamaño de esta empresa y porque un 10% de sus clientes son finales. Según Abertis Telecom el negocio de O2 Airwave también es de una naturaleza distinta al suyo porque O2 Airwave alquila sus torres y tiene un negocio de servicios de comunicaciones para clientes con necesidades de confidencialidad especiales como el Ministerio de Defensa, bomberos, y otros.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Abertis Telecom propone utilizar un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2007 del 33,40%.

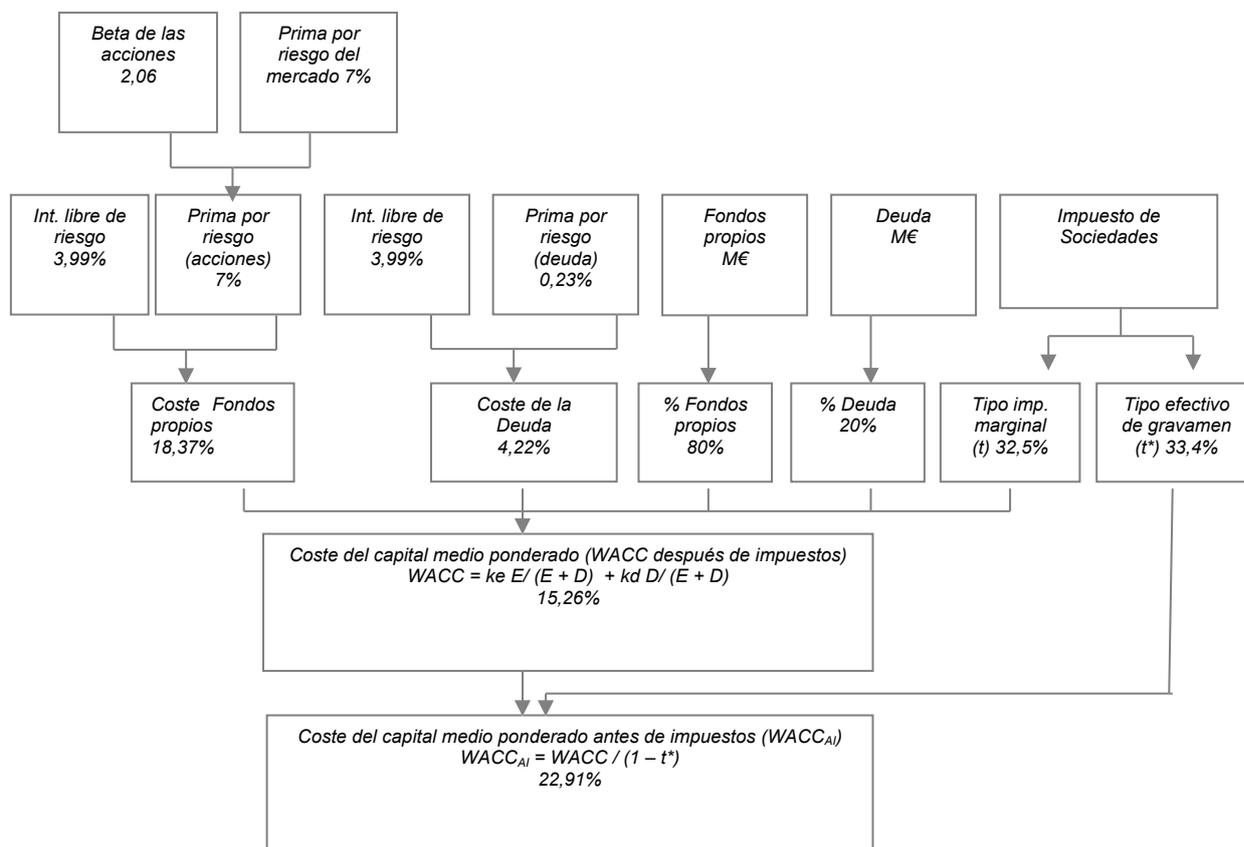
Para obtener este valor Abertis Telecom calcula la media de los tipos operativos en el 2004, 2005 y 2006 de Retevisión, Tradia y Abertis Telecom, obteniendo los siguientes valores: un 34% para Retevisión, un 32% para Tradia y un 34% para Abertis Telecom. Después Abertis Telecom toma la media de estos tres tipos, resultando un valor de 33,40%

Abertis Telecom manifiesta que la tasa impositiva de cada ejercicio y operador se ha calculado siguiendo las normas aplicables del plan General Contable en vigor, recogido en varias Resoluciones de la CMT y dividiendo el impuesto devengado neto por el Resultado Contable ajustado.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR ABERTIS TELECOM.

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 (en adelante, Resolución de Revisión de 21 de diciembre) establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el valor de la tasa de retorno (en adelante, WACC) de los operadores declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC. En consecuencia, esta sección, revisa los valores y métodos propuestos por Abertis Telecom 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y un 30% en el ejercicio 2008.

Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo e indirectamente sobre el coste de la deuda así como sobre el WACC antes de impuestos. En la Resolución de 15 de marzo de 2007, relativa a la aprobación del WACC de Telefónica de España S.A.U de 2007¹² se describe cómo esta incidencia debería reflejarse en el valor del WACC después de impuestos de los operadores declarados dominantes en el ejercicio 2007.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Abertis Telecom, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre.

IV.1. WACC después de impuestos.

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 ponderada¹³ del tipo de interés medio de las tres subastas del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006¹⁴, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

Dicho lo anterior, la CMT valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Abertis Telecom en el ejercicio 2007, en un 3,93%. Este valor fue aprobado en la Resolución de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de 2007 de Telefónica de España, S.A.U y se

¹² Resolución sobre la propuesta de Telefónica de 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 2007 (AEM 2006/1584).

¹³ 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 mas lejano en el tiempo.

¹⁴ Respectivamente 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

corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de 20 de julio de 2006, 18 de mayo de 2006 y 16 de octubre de 2006 (mercado primario).

Prima por riesgo del mercado.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, se especifica que el estimador de este parámetro se obtendrá como una media aritmética de las diferencias entre los rendimientos mensuales del IBEX y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. Tomando los datos mensuales del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años se obtiene un valor de la prima del 6,3%, en línea con los valores que Abertis Telecom considera aceptables.

Adicionalmente en la Resolución de 19 de julio de 2007, relativa a la aprobación de los costes de capital de Abertis Telecom del ejercicio 2006¹⁵ (en adelante, Resolución de 19 de julio) se cita:

“Al igual que ocurre con el tipo de interés libre de riesgo, el valor de la prima por riesgo del mercado aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC para un periodo regulatorio debe ser común para todos ellos.”

El valor de 6,3% es el valor de la prima de riesgo de mercado aprobado en la Resolución de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España S.A.U y posteriormente utilizado en la estimación del coste de capital del ejercicio 2007 de Telefónica Móviles España S.A, France Telecom España S.A y Vodafone España S.A¹⁶.

Como consecuencia de los argumentos anteriores y a efectos de la presente Resolución la CMT cuantifica la prima de riesgo del mercado en un 6,3%.

Beta de las acciones de Abertis Telecom.

Abertis Telecom estima el valor del parámetro beta de sus acciones en el ejercicio 2006 en un 2,06.

¹⁵ Resolución 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 2006 (AEM 2007/600).

¹⁶ Respectivamente: 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 2007 (AEM 2007/240), 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 2007 (AEM 2007/648) 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 2007/699).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

La CMT considera adecuado el método de estimación de la beta del operador, que es acorde con la Resolución de 21 de diciembre de 2006, en la que se establece que para determinar la beta de un operador de transmisión de señal audiovisual no cotizante en el mercado español, se deberían considerar como comparables a Crown Castle, Global Signal, Ses Global, Spectra Site y American Tower, así como otras empresas cotizantes de similar actividad y entorno. Esta metodología consiste en ajustar las betas de las empresas comparables tomando como referencia los datos de apalancamiento operativo y tipo impositivo efectivo de las mismas y del operador sujeto a la obligación.

Como complemento a su propuesta, Abertis Telecom ha entregado un estudio de Spectrum Strategy Consultants en el que se identifican las mejores comparables a Abertis Telecom. De una muestra inicial de 35 empresas del sector de comunicaciones electrónicas el estudio selecciona una sub-muestra de 5 empresas como mejores comparables. Estas empresas son DMT, Global Signal, Crown Castle, American Tower y SBA¹⁷. Sus betas varían entre el 1,36 y el 2,52, con una media aritmética de 1,89. El estudio argumenta que entre éstas las más comparables a Abertis Telecom son Global Signal, Crown Castle y American Tower, siendo la media aritmética de las betas de estos tres operadores un 1,95.

En su Resolución de 19 de julio¹⁸ la CMT comentó los análisis proporcionados por Abertis Telecom y cuestionó las estimaciones de las betas propuestas por el operador. Como resultado de estas observaciones, la CMT consideró adecuado sustituir la muestra de empresas comparables propuesta por Abertis Telecom por otra similar y emplear las betas y datos financieros proporcionados por Standard and Poors, referencia independiente y de contrastada validez, en vez de los obtenidos de Abertis Telecom.

Abertis Telecom presentó un único argumento y estimación de la beta en sus propuestas de estimación del WACC de 2006 y 2007. Por tanto, los argumentos esgrimidos por la CMT en su Resolución de 19 de julio relativos a la propuesta de estimación de la beta de 2006 proporcionada por el operador siguen siendo válidos a efectos de la presente Resolución.

A modo de resumen, en la Resolución de 19 de julio la CMT cuestionó la decisión de Abertis Telecom de excluir a American Tower de la muestra de empresas comparables y amplió dicha muestra incluyendo también a

¹⁷ Para llegar a estas conclusiones los analistas comparan las empresas considerando su ranking con respecto de las siguientes variables: ingresos, % de torres en el mercado, crecimiento del ingreso, porcentaje del ingreso derivado de la primera línea de negocio, porcentaje de ingreso que se deriva de los cinco clientes más importantes, EBITDA, apalancamiento financiero y apalancamiento operativo.

¹⁸ Resolución 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 2006 (AEM 2007/600).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Macquarie Communications y a DMT SpA. Adicionalmente, dicha Resolución describe las diferencias entre las betas proporcionadas por el operador y las betas obtenidas a partir de otras fuentes independientes. A raíz de estas diferencias la CMT decidió emplear en sus estimaciones las betas y datos financieros proporcionados por Standard and Poors.

A efectos de la estimación del parámetro beta de 2007, la CMT ha consultado a esta misma fuente para obtener estimaciones de la variable basadas en dos muestras con datos de frecuencia diaria pero con periodos distintos: (1). rendimiento de las acciones y del índice nacional de referencia durante dos años hasta 2007 y (2). rendimiento de las acciones y índice nacional de referencia durante 3 años hasta 2007. Adicionalmente se solicitó a Standard and Poors los valores de capitalización y de deuda de estas empresas. Las estimaciones y valores obtenidos son los siguientes:

Tabla 9

Empresa	(1) Beta (2006-2007)	(2) Beta (2005-2007)	Capitalización (2007)	Capitalización (2006)	Deuda (2006)	Divisa
American Tower	1,18	1,07	17151,4	15762,6	3543,0	USD
Crown Castle Intl	0,87	0,81	10119,4	6811,9	3513,9	USD
SBA Communciations	1,56	1,47	3264,4	2860,9	1555,0	USD
Macquarie Comms Infrastructure Group	0,61	0,56	3268,3	2467,4	2817,8	AUD
DMT	1,19	0,97	48684,5	34576,5	0,0	TWD

Datos proporcionados por Standard and Poors. Datos de capitalización y deuda en millones

Utilizando la ecuación 1, los datos de la tabla 9 y un valor para el tipo impositivo efectivo de 35% se obtienen los siguientes valores de las betas desapalancadas de los operadores comparables, según sea la muestra de datos que se considere:

Tabla 10

Empresa	(1) Beta (2006-2007) (deuda 2006 y capitalización promedio 06-07)	(2) Beta (2005-2007) (deuda 2006 y capitalización promedio 06-07)
American Tower	1,04	0,94
Crown Castle Intl	0,69	0,64
SBA Communciations	1,17	1,11
Macquarie Comms Infrastructure Group	0,37	0,34
DMT	1,19	0,97
Promedio	0,89	0,80
Beta de Abertis Telecom	0,95	0,85



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por tanto el valor de la beta desapalancada promedio se encuentra en el intervalo de 0,80-0,89, según sea la muestra de origen. Dado el valor del tipo impositivo efectivo de Abertis Telecom (un 30,89%) y su estructura financiera (con un apalancamiento financiero del 8,90%) estos rangos suponen un valor de la beta apalancada de Abertis Telecom que se encuentra en el intervalo de 0,85-0,95.

En conclusión, la CMT valora la beta de Abertis Telecom en un 0,90, manteniendo el valor aprobado en la Resolución de 19 de julio, lo que resulta en una valoración de la prima por riesgo de las acciones de Abertis Telecom de 5,67% y del coste de sus fondos propios de 9,60%.

Prima por riesgo de la deuda.

La estimación de Abertis Telecom del coste medio de su deuda antes de impuestos en el 2006 y de su nueva deuda contraída durante el 2007 es un 4,21%. Así resulta un valor de la prima por riesgo de la deuda del 0,23% ($0,23\% = 4,21\% - 3,985\%$).

Esta metodología ya se comentó en la Resolución de 19 de julio:

“Primero, el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC debe ser un coste de oportunidad estimado con criterios de mercado, que debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de Abertis Telecom y a la situación actual de los mercados financieros. En efecto, esto ya ha quedado manifestado en varias Resoluciones de la CMT, siendo la primera la Resolución de 15 de junio de 2000, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital de 1999 y 2000 de Telefónica de España y en la que se recoge la siguiente afirmación “los recursos con los que se financiarán los nuevos proyectos se conseguirán a sus valores de mercado, los cuales pueden no coincidir con los valores contables.

Además, a este respecto, en las últimas Resoluciones de este tipo aprobadas por la CMT, se ha argumentado que, en tanto la financiación de un operador dependa de una matriz, debería utilizarse la capacidad de endeudamiento de esta matriz como mejor aproximación al coste de oportunidad de la deuda del operador”.

La Resolución de 19 de julio también indicó que el principal acreedor de Abertis Telecom es Abertis Infraestructuras S.A¹⁹ y que en consecuencia la CMT

¹⁹ Según la información entregada por Abertis Telecom de los CONFIDENCIAL[] miles de euros de deuda del



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

considera adecuado asimilar el coste de la deuda de Abertis Telecom con el coste de la deuda de su matriz Abertis Infraestructuras. Dada la ausencia de nueva información en lo referente a las deudas del operador y su relación con la matriz estas afirmaciones siguen siendo válidas, y es razonable corregir el importe de coste de deuda proporcionado por el operador.

En la Resolución del 19 de julio, la CMT aprobó un coste de la deuda antes de impuestos de Abertis Telecom para el 2006 de 4,39%. Este importe es el tipo promedio de las obligaciones a largo plazo emitidas por Abertis Infraestructuras referenciadas en su informe de gestión de 2006²⁰.

Adicionalmente, como respuesta al requerimiento de información efectuado por la CMT el 8 de junio de 2007, Abertis Telecom informa a la CMT de que la última emisión de obligaciones de Abertis Infraestructuras (de febrero 2007) por un importe de 1.000 millones de euros y con fecha de vencimiento 12 de junio de 2017 tenía un tipo de interés fijo del 5,125% con un cupón anual el 12 de junio de cada año²¹. Por tanto, en su última emisión de obligaciones el tipo de salida es mayor que el tipo medio en el año 2006.

Considerando esta evolución de los tipos de la deuda de la sociedad matriz, la CMT considera que el coste de la deuda de Abertis Telecom es de 4,80%, un 9,34% mayor que la aprobada en la Resolución de 19 de julio. Este coste y el tipo libre de riesgo aprobado de 3,93% implican conjuntamente una prima de riesgo de la deuda del operador en el 2007 de 0,87%, menor que la prima de riesgo aprobada en la Resolución de 19 de julio (un 1,05%).

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2007 esta establecido en la legislación española en un 32,5%, el coste de la deuda después de impuestos de Abertis Telecom para el ejercicio 2007 es un 3,24%.

Estructura financiera.

Como se ha señalado, Abertis Telecom propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 80% y un ratio de deuda sobre valor total de la empresa de 20%. Abertis Telecom define estos valores como la “estructura de pasivo óptima” del sector de telecomunicaciones, refiriéndose a las Resoluciones de la CMT de fechas 18 de julio de 2002, 8 de mayo de 2003 y 12 de junio de 2003.

grupo, CONFIDENCIAL[] miles de euros constituían deuda contraída con Abertis Infraestructuras S.A.

²⁰ En el balance de situación a 31 de diciembre de 2006 de Abertis Infraestructuras S.A. se indican 1.570.000 miles de euros de deuda a largo plazo correspondientes a emisiones de obligaciones, y que constituyen el 62% de la deuda a largo plazo de esta empresa.

²¹ Abertis Infraestructuras también informa de que no dispone de ningún título de deuda admitido a cotización en algún mercado organizado.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

No obstante, la Resolución de 21 de Diciembre de 2006, tras revisar las distintas opciones para la incorporación de un dato de estructura financiera en la estimación del WACC de los operadores dominantes la CMT establece que para determinar la estructura financiera real de un operador dominante empleará estimaciones del valor de mercado del negocio regulado del operador y el valor de la deuda en libros del operador, objetando al uso de la estructura financiera óptima.

Por esta razón la CMT procede a corregir el valor teórico proporcionado por Abertis Telecom, aplicando al EBITDA del negocio de Abertis Telecom múltiplos del EBITDA procedentes de empresas comparables (técnica de la valoración por múltiplos sobre el EBITDA).

Precisamente esta es la técnica que Abertis Telecom emplea para estimar el valor de su negocio que cifra alrededor de 3.900 millones de euros. No obstante, esta estimación incluye el valor del negocio de Eutelsat, operador de satélite cuyo negocio no está regulado. Así, si se corrige la estimación de Abertis Telecom, sustrayendo de esta la valoración del negocio de Eutelsat, se obtiene una valoración del negocio regulado de 2.751,1 millones de euros.

Para obtener esta valoración de 2.751,1 millones de euros Abertis Telecom utiliza múltiplos sobre el EBITDA de empresas comparables, excluyendo de dicha muestra los múltiplos característicos de Antenna Hungaria y O2 Airwave. La exclusión de O2 Airwave esta correctamente fundada en el hecho de que dicha empresa alquila sus equipos y tiene una actividad distinta a la de Abertis Telecom. No obstante, la exclusión de Antenna Hungaria también basada en las diferencias entre ésta y el operador español es más cuestionable. Aunque esta empresa sea más pequeña que Abertis Telecom y tenga un 10% de clientes que sean usuarios finales, su actividad dominante es la transmisión y difusión de señales audiovisuales, actividad en la que ostenta una posición de monopolio en Hungría. Es decir, existen fuertes similitudes entre esta empresa y Abertis Telecom, entre ellas la pertenencia de ambas al ámbito europeo y el ser ambas empresas con una muy fuerte presencia en los respectivos mercados nacionales.

Además la CMT ha constatado en varias fuentes públicas que los múltiplos considerados en otras operaciones de adquisición del sector en el ámbito europeo son similares al múltiplo de 12 informado en la operación de Antenna Hungaria. En particular, en el mercado británico, en la operación de adquisición de NTL Broadcast por Macquarie (2004) se barajaron múltiplos alrededor del 12,2 y 11,5²² y en la operación de adquisición de Crown and Castle por National Grid (2004) se barajaron múltiplos alrededor de 11²³. Tomando en

²² Ver una presentación de Macquarie disponible en:
http://www.macquarie.com.au/au/mcg/acrobat/acquisition_ntl_presentation.pdf



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

consideración esto último, el reducido tamaño de la muestra considerada por Abertis Telecom que resultaría en una estimación menos fiable y ponderando las similitudes y diferencias entre Abertis Telecom y Antenna Hungria, parece más razonable añadir el múltiplo de la operación de compra de Antenna Hungria por TDF en la estimación del valor de mercado del negocio regulado de Abertis Telecom.

Así, el promedio de los múltiplos de las operaciones de Antenna Hungria (12), National Grid (17,5) y AAT Communications (20,5) es 16,66 (un 12,6% menor que el promedio empleado por Abertis Telecom) y el valor de mercado del negocio regulado de Abertis Telecom que resulta de aplicar este múltiplo a su EBITDA es 2.412,28 millones de euros.

La siguiente tabla resume los importes de deudas financieras de Abertis Telecom S.A., Tradia Telecom S.A. y Retevisión S.A.U. según los balances de situación de estas empresas a cierre de 2006. El total de deuda financiera del Grupo asciende a CONFIDENCIAL[] miles de euros.

Tabla 11 CONFIDENCIAL

	Abertis Telecom S.A.U	Tradia Telecom S.A	Retevisión S.A.
Deuda a largo plazo			
Deuda a corto plazo			
Total Empresa			
Total Grupo	197.213		

Datos en miles de Euros

En consecuencia, dado que el valor del negocio de Abertis Telecom es de 2.413,25 millones de euros y el valor de su deuda financiera es de 197,21 millones de euros resulta, tomando la diferencia entre estas dos cifras, un valor de mercado de los fondos propios del operador de 2.216,04 millones de euros.

En consecuencia, la CMT considera que el ratio de apalancamiento financiero de Abertis Telecom es un 8,90%, el ratio de fondos propios sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 91,83% y el valor de la deuda sobre el valor de mercado del negocio regulado es un 8,17%.

²³ Ver una presentación de National Grid disponible en:
<http://www.nationalgrid.com/NR/rdonlyres/FE45A156-BE18-465C-96FA-55C1028397C4/116/crowncastleuk.pdf>



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Abertis Telecom propone utilizar un valor de 33,40% como tipo efectivo medio del ejercicio 2006.

Abertis Telecom estima este valor como una media de medias. Es decir, primero calcula la media aritmética de los tipos efectivos en 2004, 2005 y 2006 de cada operador (Abertis Telecom S.A.U., Retevisión-I S.A. y Tradia Telecom S.A)²⁴. Estos tres valores son un CONFIDENCIAL[%], un CONFIDENCIAL[%] y un CONFIDENCIAL[%] respectivamente. Después Abertis Telecom calcula la media aritmética de estos tres tipos para determinar que su previsión de tipo efectivo del ejercicio 2007 es un 33,40%.

La revisión de la documentación aportada por Abertis Telecom muestra evidencia de que el método presentado para la determinación de los impuestos devengados en los ejercicios 2004, 2005 y 2006 de los tres operadores se ajusta al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 9 de Octubre de 1997.

Dado que en el 2007 se ha reducido el tipo impositivo marginal de un 35% a un 32,5%, en la Resolución del 15 de marzo de 2006 relativa a la aprobación del coste unitario de capital de Telefónica de España de 2007, la CMT manifestó:

“la CMT considera mejor aproximar el tipo efectivo para el ejercicio 2007, considerando las diferencias entre los tipos medios y marginales de los últimos tres años y corrigiendo a posteriori el tipo marginal. Es decir, estimar el tipo efectivo medio del ejercicio 2007 mediante el uso de esta fórmula:

Tipo efectivo medio del ejercicio 2007=

Tipo marginal establecido por ley (32,5%)- estimación del diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo medio del operador.”

En coherencia con esto último, la CMT corrige el valor propuesto por Abertis Telecom utilizando el método anteriormente descrito. La siguiente tabla indica que el factor de corrección sobre el tipo marginal a aplicar a Abertis Telecom es un 1,55%. Así, la previsión del tipo impositivo efectivo del operador de 2007 es un 30,95% que resulta de restar 1,55% al tipo marginal vigente en el 2007.

²⁴ Para Abertis Telecom SAU se calcula la media de los tipos impositivos de 2005 y 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 12 CONFIDENCIAL

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el WACC después de impuestos de Abertis Telecom en un 9,08% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de Abertis Telecom para el ejercicio 2007 en un 13,15%.

V. CONSIDERACIONES FINALES

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento con la regulación sectorial vigente, de la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos) que el Grupo Abertis Telecom deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2007. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución a la valoración de los capitales invertidos por el Abertis Telecom, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios de la operadora en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes, y de los costes medios de los servicios.

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

Tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom y valoración de los Servicios de la CMT.

PARAMETROS	ABERTIS TELECOM	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,99%	3,93%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,00%	6,30%
Beta de las acciones	2,06	0,9
Coste de los fondos propios	18,37%	9,60%
Prima por riesgo de la deuda	0,23%	0,87%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,22%	4,80%
Coste de las deudas (después de impuestos)	2,85%	3,24%
Ratio de fondos propios sobre valor total	80%	91,83%
Ratio de deuda sobre valor total	20%	8,17%
WACC después de impuestos	15,26%	9,08%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. Sociedades)	33,40%	30,95
WACC antes de impuestos	22,91%	13,15%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por tanto, la CMT no ha considerado adecuado aceptar algunos de los valores propuestos por Abertis Telecom, modificándolos conforme a las razones expuestas en los apartados anteriores.

El valor aprobado de 13,15% presenta un incremento del 34,32% respecto al valor aprobado en la Resolución de 19 de julio, referente a los costes de capital de Abertis Telecom en el ejercicio 2006 (un 9,79%). Este aumento se debe al reconocimiento de la estructura de capital real del operador y al aumento de la prima de riesgo de mercado y tipo libre de riesgo de mercado con respecto de la prima y tipo aprobados para el ejercicio 2006.

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 Telecom S.A, en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2007, del 13,15%, 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 el artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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