



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. JOSÉ GIMÉNEZ CERVANTES, 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 06/02 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 14 de febrero de 2002, se ha adoptado la siguiente

### RESOLUCIÓN

Por la que se aprueba la

#### **TASA ANUAL DE RETORNO PARA EL COMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A.U. DURANTE EL EJERCICIO 2002**

##### **1. OBJETO Y MOTIVOS DEL ACUERDO.**

Con fecha 29 de Diciembre de 2001 Telefónica de España S.A.U. (en adelante, TESAU) envió escrito y anexo, para proponer a la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT, a partir de ahora) los valores correspondientes a la tasa de retorno para el año 2002, así como la metodología aplicada para su cálculo.

El precedente a esta propuesta se halla en la Resolución de la CMT de 15 de junio de 2000, por la que se aprueba la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la Contabilidad de Costes de TESAU para los ejercicios de 1999 y 2000, con la metodología de cálculo que habría de aplicarse. La citada resolución se atiene a lo indicado en el anexo de su Resolución previa, de 15 de Julio de 1999 (por la que se aprueban los principios, criterios y condiciones para el desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes), ya que, en tal anexo y en el apartado 3, de criterios de valoración y temporalidad, establece que TESAU deberá proponer, antes del comienzo de cada ejercicio, la tasa anual de retorno aplicable para el mismo. Dicha tasa será la resultante de aplicar el coste medio ponderado de los capitales



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

utilizados (en terminología anglosajona WACC: Weighted Average Cost of Capital).

Siguiendo dicho precedente y los criterios fijados por él, la Resolución de 19 de Abril de 2001 concluía una tasa de retorno para el ejercicio 2001 del 12,77%.

Se analiza a continuación la presente propuesta utilizando el mismo esquema conceptual que las resoluciones anteriores. En este sentido, el razonamiento expuesto en esta Resolución sigue los mismos principios y parámetros ya empleados para la fijación de la tasa de retorno de 2001.

### 2. DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA.

TESAU manifiesta en su escrito la coincidencia con la CMT respecto de la WACC (Coste medio ponderado de los capitales utilizados) como el mejor indicador de la "tasa de retorno", con claras referencias en la legislación comunitaria, tal y como se recoge en la Recomendación de la Comisión Europea de Separación Contable y Contabilidad de Costes de 8 abril de 1998 (Interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado. Parte II). La fórmula financiera propuesta mantiene el esquema precedente de:

$$WACC = Re * (E/(E+D)) + Rd * (D/(E+D))$$

Donde **Re** es el coste de los recursos propios, **Rd** es el coste de la deuda financiera, **E** es el valor de mercado de los fondos propios y **D** es el valor de la deuda financiera.

Una vez obtenido el valor del WACC con la fórmula anterior se calcularía la TASA DE RETORNO SOBRE ACTIVOS (ROA) equivalente, mediante la fórmula:

$$ROA = WACC / (1 - \% \text{ IMPUESTO})$$

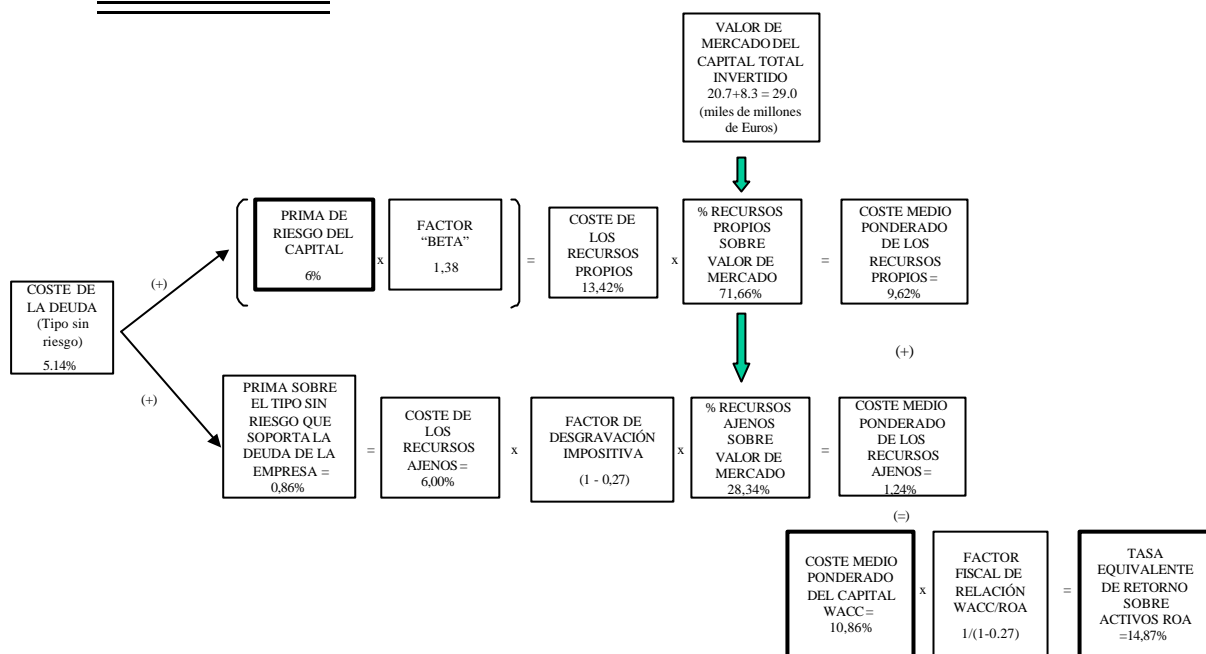
El escrito de Telefónica concluye proponiendo la aprobación por la CMT de una WACC = 10,86%, con lo que, asumiendo un factor fiscal de relación WACC/ROA del 27%, se obtendría un **ROA = 14,87% para el año 2002**.

La metodología utilizada por TESAÚ es similar a la presentada el año pasado, y se podría resumir del siguiente modo:



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### WACC 2002 (TESAU)\*



\* Conforme a la metodología expuesta en el libro "En busca del valor para el accionista", de Black/Wright/Bachman, editado por PricewaterhouseCoopers y los datos de la propuesta de Telefónica de España, S.A.U.

TESAU justifica cada uno de los conceptos que introduce en el anterior cuadro de la siguiente manera:

1. Respecto a la **Tasa libre de riesgo**, utiliza la rentabilidad esperada en el mercado primario por las Obligaciones del Estado español a 10 años de plazo. La referencia que se toma son las Obligaciones a 10 años, según las expectativas para el 2002 de Analistas Financieros Internacionales: el 5,14%.
2. Para la valoración de la **prima de riesgo** del mercado de capitales, se asume el cálculo del libro *Valuation, measuring and managing the value of companies*. Second Edition, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. McKinsey&Company, Inc. 1996. De un 6% (media geométrica entre las rentabilidades del mercado (S&P500) vs. Rentabilidades del bono americano (10 años) desde 1926 a 1992.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

3. **Sobre el parámetro Beta** se contempla la Beta ajustada para el conjunto de sus actividades, que se obtiene a partir de la Beta histórica, o medida de volatilidad de la cotización de Telefónica S.A. respecto al Ibex-35; el ajuste se realiza por suponer que en el tiempo la Beta histórica tiende hacia la media del mercado, lo que supone un valor de 1,38<sup>1</sup>.
4. Sobre la **tasa impositiva**, se afirma que tiene relación directa con el sistema fiscal en el que se sitúa el negocio para el que se calcula la WACC. Como el tipo marginal impositivo es el 35% pero el coste medio ponderado que se utiliza es el que se corresponde con el coste fiscal promedio que soporta TESAU, siendo éste del 27%.
5. Respecto del valor de Mercado de los **Recursos Propios (E)**, se afirma que, al no cotizar TESAU en Bolsa, se habrá de realizar una estimación a partir de Suma de partes, o promedio de valoraciones aportadas por entidades independientes de primer rango, y descontando después el valor contable de la deuda financiera con terceros. La valoración promediada, según varios Bancos de Inversión (que no se detallan) sería, para el año 2002, de 27.279 millones de euros. Si se descuenta el saldo medio estimado de la deuda financiera con terceros durante el mismo ejercicio de Telefónica, de 7.732 millones de euros, los fondos propios ascenderán a 19.547 millones de euros.
6. De lo anterior se obtiene la relación Recursos Propios (E)/Valor Total (E+D):  $(19.547/27.279)*100 = 71,66\%$
7. Por último, se calcula el coste ponderado de los recursos propios antes de impuestos, a partir del coste de los recursos propios, el factor impositivo y la relación recursos propios/valor total.

El cálculo asciende a un **13,17%** en el año 2002 con:

- Coste Recursos Propios 2002:  $5,14 + (6*1,38) = 13,42\%$
- Factor impositivo  $(1/(1-0,27)) = 1,36986$
- Relación Recursos Propios/Valor Total = 71,66%

Otro componente necesario para el cálculo del WACC, es el **coste ponderado de la Deuda Financiera con terceros**. Resulta del producto del coste de la deuda por su ponderación, o valor de la Deuda/Valor Total (el complementario

---

<sup>1</sup> Calculan la Raw Beta, variable que mide el riesgo de una empresa respecto al mercado, comparando contra el Ibex-35, en un período de 2 años (7/1/00 14/12/00) con intervalos semanales. La ecuación de regresión es  $Y=Beta*X+Alpha$ . Y la fórmula de la Beta ajustada  $=(0.67*Beta)+(0.33*1)$ .



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

a Valor de Fondos Propios/Valor Total), que asciende a 28,34% (vs. 71,66% antes visto).

TESAU estima que el coste de su deuda financiera es aproximadamente el coste de financiación de Telefónica S.A.. Bajo este criterio, propone la utilización de una referencia de mercado a largo plazo como EL IRS a diez años, aumentada en diferencial actualmente actualizado (0,93%). El tipo a considerar para esta deuda sería el IRS (5,07%) más el diferencial (0,93%), resultando finalmente un efectivo del 6%.

El coste ponderado de la deuda se calcula después de impuestos, con lo que se multiplica por la tasa  $(1 - t)$  donde  $t$  es el coste medio ponderado comentado anteriormente del 27%.

Calculado el WACC como agregación del Coste Ponderado de los Recursos Propios antes de impuestos y el Coste Ponderado de la Deuda antes de impuestos, es decir, 9,62% y 1,24% respectivamente (en total 10,86%), se utiliza el multiplicador de impuesto para la obtención del ROA:

$$\text{ROA} = \text{WACC} * 1 / (1 - t)$$

Donde  $t$  es el tipo medio impositivo anteriormente descrito, del 27%. La ROA, o **Tasa Equivalente de Retorno sobre Activos ascenderá, según TESAU, a 14,87% para 2002.**

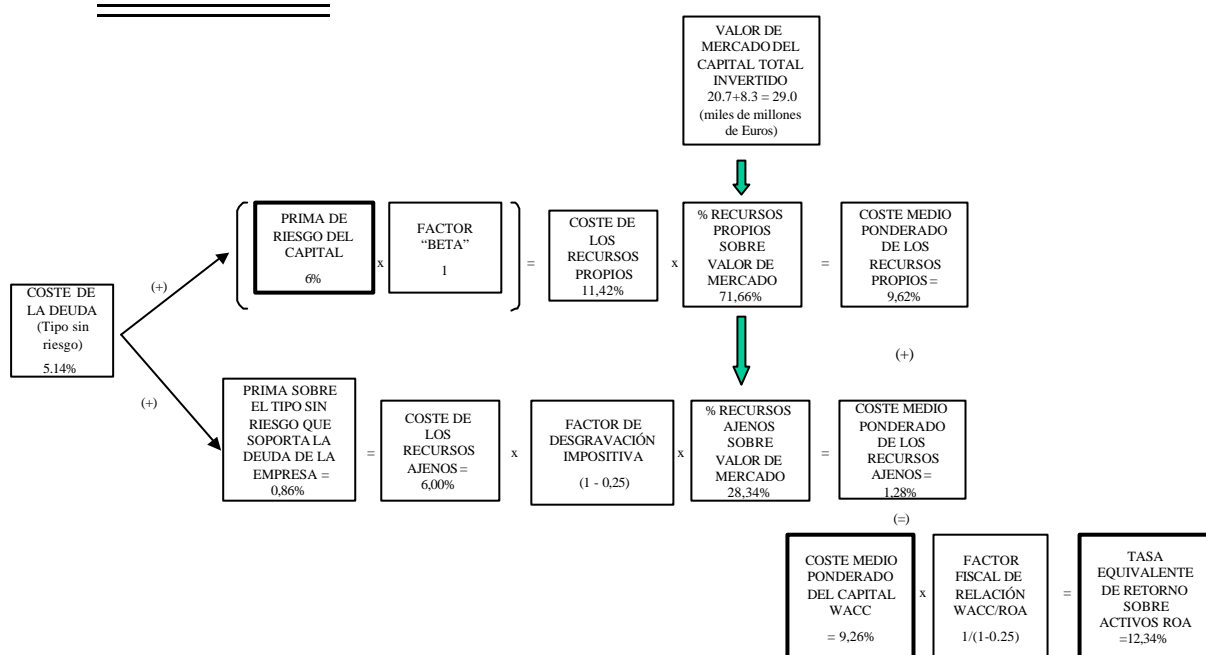


## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### 3. REVISIÓN DE LA PROPUESTA DE TESAU

El siguiente cuadro esquematiza el mismo proceso de cácula de la ROA llevado a cabo por TESAU pero con valores revisados por esta Comisión:

#### WACC 2002 (CMT)\*



\* Conforme a la metodología expuesta en el libro "En busca del valor para el accionista", de Black/Wright/Bachman, editado por PricewaterhouseCoopers y los datos de la propuesta de Telefónica de España, S.A.U.

Como se observa, se mantienen todos los elementos que constituyen el esquema analítico de TESAU, salvo dos modificaciones: la cantidad que se considera como Beta y la tasa impositiva a considerar.

El mantenimiento de todos los conceptos menos los reseñados se fundamenta en la coincidencia de los mismos respecto de los incorporados en la resolución antes citada del 15 de Junio de 2000 ya aplicados para la tasa de retorno de 2001. En dicha resolución se contempló la razonabilidad del esquema de cálculo y cuáles resultaban ser las cifras más oportunas para cada concepto. El hecho de que TESAU en esta nueva propuesta haya vuelto a respetar dichas cifras indica la aceptación por la operadora de la validez del estudio



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

desarrollado por esta Comisión en su momento. Las únicas excepciones se encontrarían en el valor asignado a la Beta y a la tasa impositiva.

La CMT se mantiene en que en la referida resolución se recabó opinión de expertos asesores en la determinación de los parámetros más relevantes.

Resumidamente, y respecto a la Beta, se consideraba que, al ser TESAU una empresa prestadora de servicios de telefonía fija, en lo relativo a los servicios básicos presenta un nivel significativamente inferior de riesgo por lo que tendría un carácter asimilable a la de empresas de los grupos denominados históricamente “Utilities”, que tradicionalmente han presentado Betas reducidas, con frecuencia inferiores a 1.

Una Beta del 1, se señalaba, indicaría que el valor teórico (no cotiza en bolsa como tal) de las acciones de TESAU, tienen una volatilidad semejante a la media del mercado. En la etapa del monopolio las empresas de telefonía fija como Telefónica eran un valor refugio de la bolsa, incorporadas en las carteras de los inversores para asegurarse una rentabilidad cierta. Al finalizar el monopolio, el riesgo se ve incrementado por la incorporación de nuevas empresas y de valores bursátiles que representan las actividades relacionadas con las “nuevas tecnologías”. Estos factores suponen un incremento de riesgo en empresas como TESAU. Por todo ello se consideró adecuada una Beta con valor 1 que, a su vez, coincidía con el extremo inferior de la valoración que la consultora que asesoró a esta Comisión estimaba pertinente, dentro del rango de 1 y 1,2. Desde que se aprobó la resolución antedicha, no ha habido cambios significativos que hagan modificar el razonamiento empleado en tal resolución, por lo que **esta Comisión estima conveniente mantener el valor de Beta en 1.**

Por lo que respecta a la tasa fiscal aplicable, la CMT sigue considerando que el tipo medio aproximado que soporta TESAU es del 25%. Si tenemos en cuenta las diferentes deducciones y bonificaciones por ser una compañía intensiva en capital y contar con importantes inversiones en I+D (principal partida de deducción en el esquema actual del impuesto), estimamos que el tipo medio a considerar es inferior o como mínimo igual al de años precedentes. Es por ello que la CMT se reafirma, bajo los criterios ya utilizados en resoluciones anteriores, en la fijación de una tasa fiscal de un 25%.

Concluyendo, se compara en el siguiente cuadro los parámetros que intervienen en los dos cálculos de la WACC del siguiente modo:



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Parámetros	Apreciación Telefónica	Apreciación de la CMT
▪ Coste de la Deuda Pública (sin riesgo)	5,14%	5,14%
▪ Factor "Beta"	1,38	1
▪ Coste de los recursos propios incluida la prima de riesgo	13,42%	11,14%
▪ Coste de los recursos ajenos	6,00%	6,00%
▪ Factores de ponderación entre recursos propios y ajenos	0,7166/0,2834	0,7166/0,2834
▪ Tasa fiscal aplicable para conversión del WACC en ROA	27%	25%

Con los valores de la columna que esta Comisión estima pertinentes, y según los cálculos que la fórmula de la ROA indica, el resultado sería el indicado en el gráfico insertado al inicio de este apartado de **12,34%**.

Este resultado es ligeramente inferior al 12,77% aprobado por esta Comisión para el ejercicio precedente. La bajada de 0,13 puntos porcentuales (12,77%-12,34%) estaría plenamente justificada, básicamente por el aplanamiento de la curva de tipos en su tramo de largo plazo, en razón de que los tipos de interés en Europa (tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema) han bajado, en los últimos 12 meses, 1,25 puntos porcentuales (4,75% - 3,25%) debido a la necesidad de aplicar una política monetaria más flexible por la desaceleración de la actividad en la zona euro.

En el siguiente cuadro se observa la evolución de la tasa de retorno desde que ésta es aprobada por la CMT:

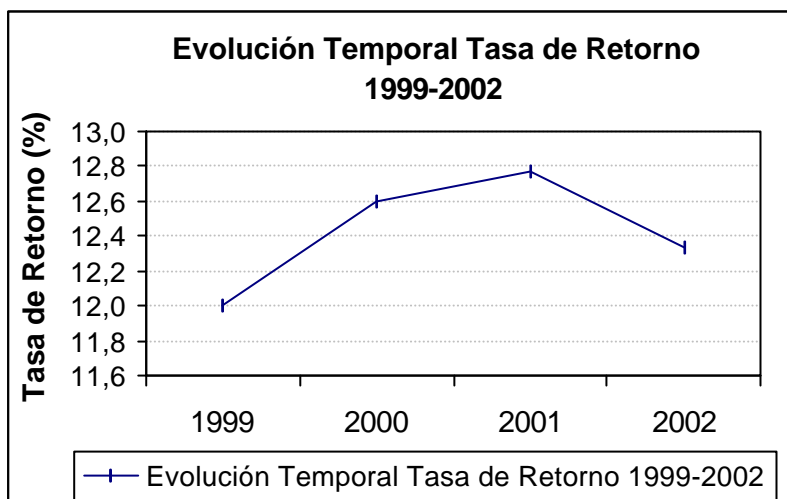
PERIODO	1999	2000	2001	2002
TASA DE RETORNO	12,00%	12,60%	12,77%	12,34%

El siguiente gráfico nos muestra la evolución temporal de la tasa de retorno. En él se observa una subida en el periodo 1999-2001, con un crecimiento entre tasas menor en el 2001, y el comienzo de una desaceleración para el 2002:





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



Considerando relativamente constantes el resto de los factores que influyen en el cálculo de la tasa de retorno, debemos tener en cuenta la variable base, por el fuerte peso que tiene en el dato final, que consideramos es el tipo de interés libre de riesgo.

El tipo que se considera como base corresponde al de la rentabilidad media esperada en el mercado primario de las emisiones de Obligaciones del Estado a 10 años para el año en curso. La evolución esperada de dicha rentabilidad depende en gran medida del tramo a corto plazo de la curva de tipos y éste depende directamente de la política monetaria de la autoridad competente, que en la actualidad es el Banco Central Europeo. Dicha política fija sus objetivos según la evolución esperada de los precios de la zona euro (marcados por el IPC) y en un segundo plano, de la actividad económica.

De este modo, la subida de la tasa de retorno durante el periodo 1999-2001 se debe en gran medida a la fase alcista del ciclo expansivo que ha experimentado la zona euro (apreciándose un crecimiento menor entre tasas, 17 p.p., en 2001 por la desaceleración de la economía y de los precios y su consecuente efecto de bajada sobre los tipos de interés) y la disminución durante el 2002 a las previsiones ya descontadas de una ralentización de la economía y de los precios agregados por encontrarse en la fase bajista del ciclo.

A la vista de lo expuesto esta Comisión



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### RESUELVE

**Único:** Aprobar una Tasa de Retorno sobre los activos netos involucrados por Telefónica de España S.A.U. en el cálculo de los costes de producción de los servicios, **durante el ejercicio 2002, del 12,34%**, fundamentada en la metodología WACC propuesta por dicha operadora. La tasa de retorno reseñadas se aplicará de acuerdo con el Sistema de Contabilidad de Costes que esta Comisión aprobó en su resolución del 15 de Junio de 2000.

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 1.ocho de la Ley 12/1997, de 24 de abril, de Liberalización de las 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 del 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.

Vº Bº

EL PRESIDENTE

EL SECRETARIO

José M<sup>º</sup> Vázquez Quintana

José Giménez Cervantes