



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. JAIME VELÁZQUEZ VIOQUE, 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 23/03 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 12 de junio de 2003, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, S.A. DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL COMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2003

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Mediante resolución del día 27 de julio de 2000, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) declara aplicables, a todos los operadores dominantes, los Principios, Criterios y Condiciones de Contabilidad de Costes definidos por esta Comisión el 15 de julio de 1999

Segundo.- En la reunión de su Consejo del 4 de octubre de 2001, la CMT declaró a TELEFÓNICA MOVILES ESPAÑA, S.A.(en adelante TME) dominante en el mercado de los servicios de interconexión, por lo que le son de aplicación los mencionados Principios.

Tercero.- El 31 de enero del 2003, tuvo entrada en esta Comisión escrito de **TME** en el que se solicita que esta Comisión:

- Tenga por cumplimentada la obligación consistente en la presentación-antes del comienzo del ejercicio-de la tasa anual propuesta **(18,13%)** para la determinación del estándar de "costes corrientes" para **el ejercicio 2003**, cuyo cálculo y distintos parámetros se detallan en el Anexo, presentado en soporte informático, que se adjunta a dicho escrito, así como la Metodología propuesta para su obtención.

Cuarto.- Esta Comisión, mediante escrito de 18 de febrero de 2003, requirió a TME para que presentase la siguiente información adicional:

- Ampliación del análisis en el que se basa la Beta propuesta
- Los Balances de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Ejercicio 2002.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Estimación de la Autoliquidación del Impuesto de Sociedades, correspondiente al ejercicio 2002.

Quinto.- Con fecha 17 de marzo de 2003, tuvo entrada en esta Comisión escrito de TME remitiendo la siguiente información:

1. Informe de Goldman&Sachs en el que se basa la Beta propuesta, en soporte informático.
2. Estimación de la Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2002.

Sexto.- Con fecha 2 de Abril de 2003, tuvo entrada en esta Comisión escrito al que se adjuntaba los Balances de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias del ejercicio 2002.

A los anteriores hechos, les son de aplicación los siguientes,

II. FUNDAMENTOS DE DERECHO.

II.1. Habilitación competencial.

De acuerdo con el artículo 27 de la Ley 11/1998, de 24 de abril, General de Telecomunicaciones y con el artículo 14 del Reglamento por el que se desarrolla el Título II de esta Ley en lo relativo a la Interconexión (aprobado mediante el Real Decreto 1651/1998, de 24 de julio), la CMT es competente para establecer los criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes al que habrán de ajustarse los operadores que tengan la condición de dominantes en el mercado, así como comprobar que el sistema presentado por estos operadores se adapte a los criterios por ella definidos.

Conforme a estas competencias, esta Comisión aprobó los Principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes mediante Resolución de 15 de julio de 1999. En el apartado 2.c) del capítulo 3 de dichos Principios, donde se describen los criterios de valoración y temporalidad de los mismos, se indica que *“antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la CMT la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La CMT resolverá sobre su aplicación o modificación, razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial”*. De acuerdo con el párrafo anterior, esta tasa tiene que ser *“estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados.”*

Conforme a lo anterior, a continuación, se analiza y valora la tasa de retorno propuesta por **TME** para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

II.2. Propuesta de TME de tasa de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2003.

Primero.- Consideraciones sobre la metodología del coste medio ponderado del capital (metodología WACC o *Weighted Average Cost of Capital*).

Conforme con los Principios adoptados por la CMT el 15 de julio, esta metodología es la que se ha seguido para el cálculo de la tasa de retorno a aplicar en la Contabilidad de Costes de TELEFÓNICA MOVILES ESPAÑA, S.A. para los ejercicios 2000, 2001 y 2002. En continuidad con lo anterior, la presente propuesta de la Operadora se basa en dicha metodología, de utilización generalizada para la valoración de empresas, recomendada por la Comisión Europea y adoptada por la mayoría de los Reguladores Independientes de los países de nuestro entorno.

La metodología WACC se formula de la manera siguiente:

$$WACC = R_e \cdot \frac{E}{E+D} + R_d \cdot \frac{D}{E+D}$$

Siendo:

- R_e = Coste de los recursos propios
- R_d = Coste de la deuda financiera
- E = Valor de mercado de los fondos propios
- D = Valor de la deuda financiera
- $(E+D)$ = Valor de mercado de la empresa

Para calcular R_e , **COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS**, se parte del coste del activo sin riesgo y se le suma el resultado de multiplicar la prima de riesgo media del mercado de activos con riesgo por un valor *Beta*, que es función del mayor /menor riesgo de la empresa respecto a la media del mercado. Así se obtiene R_e . Una vez obtenido éste, se multiplica por el factor de ponderación $(E/E+D)$. De este modo se obtiene el primer sumando de la formula indicada.

Para calcular R_d , **COSTE DE LA DEUDA FINANCIERA**, se suma al coste del activo sin riesgo, la prima de riesgo que soporta, de hecho, la deuda de la empresa. Así se obtiene el tipo de interés de la deuda. Dado que los intereses de la deuda son un gasto deducible a efectos fiscales en la cuenta de resultados de la empresa, se multiplica el resultado anterior por $(1-t)$, para obtener el coste neto (después de impuestos) de la deuda financiera, siendo t , el tipo de gravamen del Impuesto de Sociedades. Una vez obtenido el coste de la deuda financiera, se multiplica por el factor de ponderación $(D/E+D)$, obteniéndose así el segundo sumando de la formula indicada.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Con la adición del primer sumando, el **COSTE MEDIO PONDERADO DE LOS RECURSOS PROPIOS** y del segundo sumando, el **COSTE MEDIO PONDERADO DE LA DEUDA FINANCIERA** se obtiene el **WACC (Coste Medio Ponderado del Capital invertido en la empresa, después de impuestos)**

TME, como la mayoría de las empresas se financia con recursos propios y recursos ajenos, en diferentes proporciones. El coste de capital de la empresa es la rentabilidad esperada de una hipotética cartera de valores que incluya los respectivos activos financieros de la misma (acciones ordinarias, bonos y otros títulos), valorados en función de sus respectivos precios de mercado y no en función de su valor en los libros de contabilidad, en la que se utilice como elemento ponderador las proporciones que cada título representa sobre el total de la hipotética cartera. El WACC mide exclusivamente esa rentabilidad esperada de esta hipotética cartera de valores, cuyo nombre es Coste de Capital Medio Ponderado de la empresa.

El **WACC** es la tasa de rentabilidad exigida por los inversores o coste del capital después de impuestos, por lo que para calcular el **ROA**, o tasa de retorno que la empresa deberá obtener de sus inversiones, es necesario dividir el **WACC** por $(1-t')$, siendo t' , la tasa efectiva del Impuesto de Sociedades que realmente paga la empresa. Es decir, se obtiene una tasa mayor (ROA) para que, una vez deducido el Impuesto de Sociedades, se obtenga la mencionada tasa **WACC**.

Por tanto, una vez obtenido el valor **WACC**, con la fórmula descrita, se calcularía la TASA DE RETORNO SOBRE ACTIVOS (ROA) equivalente, mediante la fórmula:

$$ROA = \frac{WACC}{1 - \text{Tasa efectiva del impuesto unitaria}} (\%)$$

El tipo del impuesto que se tomaría en este caso, no sería el nominal del Impuesto de Sociedades (35%), sino el efectivo de imposición sobre el resultado antes de impuestos que, de hecho, soporta la empresa en cada ejercicio económico, una vez aplicadas las deducciones y bonificaciones a que tenga derecho.

Segundo.- Propuesta de TME de tasa de retorno a aplicar para el ejercicio 2003.

TME manifiesta en su escrito la coincidencia con las Resoluciones anteriores de la CMT, en las que se considera que la utilización de la metodología **WACC** (Coste medio ponderado de los capitales utilizados) es el mejor indicador de la "tasa de retorno".

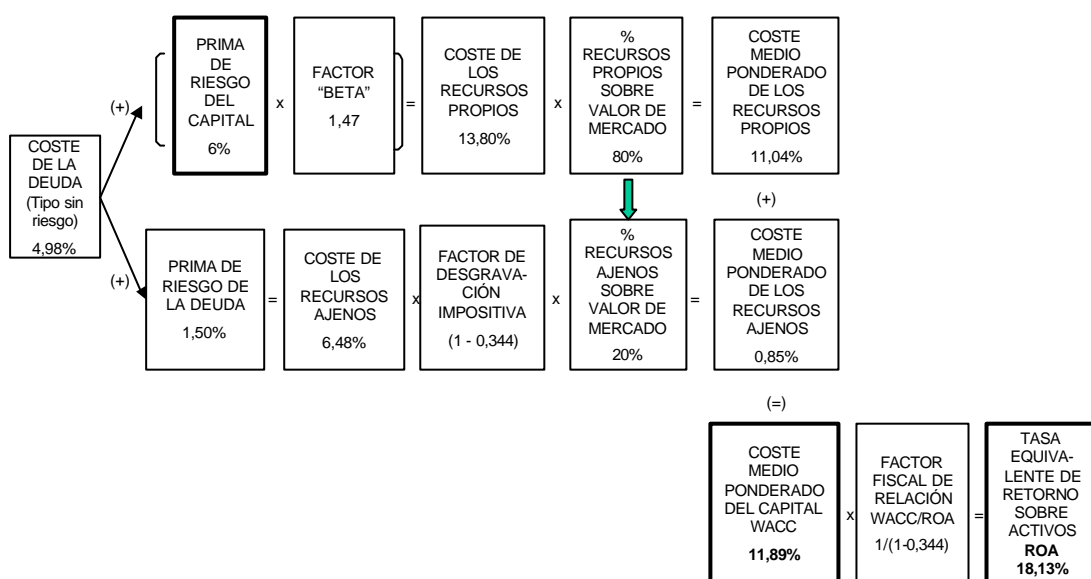
Concretamente, **TME** propone la aprobación por la CMT de una tasa **WACC** del **11,89%**, la cual se transformaría en un **ROA (Return on Assets)** del **18,13%**, dado que la Operadora propone utilizar como tasa efectiva del impuesto el **34,4 %**, que calcula sobre la base de estimaciones, dado que dicho ejercicio fiscal (2003) está en curso.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Se reproduce a continuación el esquema de la propuesta de TME de tasa de retorno para el **ejercicio 2003**, donde se puede apreciar la metodología utilizada así como el valor de cada parámetro.

WACC 2003 (PROPUESTA DE TME)



En el apartado siguiente se analizan los diferentes parámetros que constituyen la propuesta de TME, así como la alternativa de la CMT, junto con su respectiva fundamentación.

III. ANÁLISIS DE LA PROPUESTA DE TME Y JUSTIFICACIÓN DE LA POSTURA DE LA CMT.

Se analiza a continuación cada parámetro que compone la tasa de retorno de acuerdo con la metodología **WACC**.

Respecto a la **Tasa libre de riesgo** (Coste de la deuda sin riesgo), **TME** considera razonable tomar como referencia el promedio de los tipos de interés de las Obligaciones a 10 años que el Banco de España ha venido publicando. Basándose en lo anterior, TME propone una tasa libre de riesgo para el ejercicio 2003 del **4,98%**.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Según la pagina Web del Banco de España, la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años ha evolucionado desde un máximo del 5,41 % en marzo del 2002, a los mínimos actuales del 4,09%, 4,04% y 3,98% los días 6,7 y 8 de mayo de 2003. Se observa claramente la tendencia descendente del parámetro citado, y no es previsible, sobre la base de las circunstancias macroeconómicas actuales, una reversión de dicha tendencia a corto plazo. Por ello, esta Comisión considera **mas correcta y ajustada la cifra del 4,50%.**

Para la valoración de la **prima de riesgo del mercado** de capitales (diferencia esperada a largo plazo entre la rentabilidad de la inversión en bolsa y el tipo de interés del activo libre de riesgo), TME se basa en el cálculo expuesto en el libro "*Valuation, measuring and managing the value of companies*", y propone, al igual que en ejercicios anteriores **un 6% de prima de riesgo mercado.**

Esta Comisión considera que mantener esta variable constante en el tiempo constituye un error metodológico, ya que implica que no se tienen en cuenta los cambios que suceden en los últimos años en los mercados de capitales. En efecto, el método utilizado en la mencionada resolución, basado en extrapolar datos históricos (en particular la rentabilidad de las bolsas estadounidenses a partir de 1925), lleva a estimaciones irreales de la prima de riesgo **ex-ante** (a futuro) y muy sesgadas al alza. Aunque es necesario poner de manifiesto la tremenda controversia y disparidad de criterios que existe entre los analistas a la hora del cálculo de dicha variable, se puede afirmar que la prima de riesgo varía en el tiempo, tanto por razones puntuales y transitorias como por causas estructurales a largo plazo.

Se dispone de los cálculos de la prima de riesgo del mercado de capitales del último año, mientras que la información disponible acerca de la estimación de esta variable para el ejercicio 2003 es muy escasa. Artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid, en marzo del 2002, sitúan la misma en una horquilla del 24%. Informes publicados por Analistas financieros Internacionales, por el contrario la estimarían en el 5,5%. Distintos Bancos de Inversión, notoriamente Goldman Sachs y Deutsche Bank, se inclinarían por el 4%. Esta Comisión, después de analizar los estudios antes mencionados, que incluyen análisis de los mercados europeo y americano, considera adecuado **valorar dicho parámetro en el 4,50%.**

Sobre el **parámetro Beta**, TME, después de recalcar que no es una compañía cotizada en bolsa, propone utilizar como elementos de comparación distintas betas de operadoras de móviles que operan en mercados similares, contenidas en "*el informe Goldam Sachs de 10 de enero de 2003*". Basándose en dicho informe, TME propone "*una Beta desapalancada del 1,3, que se transformaria en una Beta apalancada del 1,47*"

Por otro lado, si tomamos en consideración diferentes estudios de bancos de inversión, como Credit Suisse First Boston o Schroder Salomón Smith Barney, entre otros, y siempre a salvo de las dificultades que implica estimar la Beta de una empresa



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

no cotizada en Bolsa, el valor de dicho parámetro para las empresas operadoras de Telefonía Móvil en el mercado español-se refieren a la Beta desapalancada- estaría en torno al **1,2**.

Dado que **TME** no cotiza en Bolsa, y por tanto estamos obligados a estimar la Beta de la forma mas aproximada posible, y teniendo en cuenta la totalidad de los argumentos esgrimidos, **esta Comisión estima congruente un valor de 1,4 para el parámetro Beta.**

Sobre la **tasa impositiva**, TME afirma que *“no ha sido posible adjuntar la autoliquidación del ejercicio 2002 puesto que aún no ha comenzado el plazo legalmente establecido por el artículo 142.1 de la LIS para su presentación (1 de Julio a 25 de Julio de 2003).”*

TME, estima en el referido ANEXO, una tasa impositiva del 34,4%. Afirma que tiene en cuenta” la Norma de Valoración 16ª , acerca del Impuesto de Sociedades del Plan General Contable, ampliada y desarrollada por la Resolución del ICAC del 9 de octubre de 1997, tal y como la Comisión del mercado de las Telecomunicaciones establece en su Resolución de 18 de Julio de 2002.”

Esta Comisión, debido a la imposibilidad de obtener datos fehacientes de la Autoliquidación del Impuesto de Sociedades del ejercicio 2002 por las razones anteriormente mencionadas por TME, **considera aceptable como tendencia una tasa efectiva del 34%,** que implicaría un Factor de desgravación impositiva de **(1-0,34)**.

El método de cálculo a utilizar, al igual que se hizo en anteriores Resoluciones, es el siguiente:

RESULTADO CONTABLE ANTES DE IMPUESTOS
+/- Ajustes permanentes
RESULTADO CONTABLE AJUSTADO (RCA)
- Impuesto devengado bruto (RCA x 0,35)
IMPUESTO DEVENGADO BRUTO
- Deducciones por inversiones y bonificaciones
IMPUESTO DEVENGADO NETO

La tasa efectiva se calcula dividiendo el Impuesto devengado neto por el Resultado Contable Ajustado según la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas) de 9 de Octubre de 1997, publicada en el BOE de 6 de noviembre de 1997.

Respecto del **Valor de Mercado de los Recursos Propios (E)**, TME propone la utilización de un óptimo considerado en el sector del 80%, para la Relación Recursos propios /Valor de mercado, y consiguientemente de un 20% para la Relación Recursos Ajenos /Valor de Mercado.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Esta Comisión dadas las dificultades de contrastar dichas cifras, al ser una Compañía no cotizada en Bolsa, se inclina a aceptar los ponderadores propuestos por **TME** que son:

% Relación Recursos Propios /Valor Total de mercado:**80 %**

%Relación Recursos ajenos/ Valor Total de Mercado: **20%**

TME estima el **coste de su deuda financiera con terceros** en el **6,48%**, lo cual implicaría una prima de riesgo del **1,98%** por encima del tipo del activo libre de riesgo, estimado por esta Comisión en el **4,50%**.

Esta Comisión, en el contexto actual de descenso continuado de los tipos de interés y tomando como elemento de comparación una referencia de mercado a largo plazo como es el IRS (Interest Rate of Swaps) (**4,5%**), mas el diferencial mas comúnmente utilizado de un punto (**1%**), considera más razonable **un valor de 5,50% para dicho parámetro.**

Dado que la metodología **WACC** se refiere al Coste de la deuda después de impuestos, será necesario multiplicar el valor anterior por $(1-t)$, siendo t el tipo nominal del Impuesto de Sociedades. El resultado anterior se deberá multiplicar por el ponderador recursos ajenos/ valor de mercado para obtener así el **Coste Ponderado del Capital Ajeno**, segundo sumando de la ecuación especificada al principio.

Calculado el WACC como agregación del **Coste Ponderado de los Recursos Propios antes de impuestos y el Coste Ponderado de la Deuda o Capital Ajeno**, es decir **8,64% y 0,72%** respectivamente (**en total 9,36%**), se utiliza la inversa del factor impositivo para la obtención del **ROA**:

$$ROA = \frac{WACC}{1 - t'}$$

donde t' es el tipo efectivo impositivo anteriormente descrito, del **34%**.

El ROA, o Tasa Equivalente de Retorno sobre Activos, calculada según la formula anterior, representa el 14,18% para el ejercicio 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Con este resultado (14,18%), se observa un cambio de tendencia con respecto al año anterior ¹ que es plenamente consistente con lo sucedido en los mercados de capitales. Se debe considerar que la metodología **WACC** aprecia en última instancia costes de oportunidad del capital, es decir la rentabilidad que podría obtenerse de dicho capital si se emplease en inversiones alternativas de riesgo similar. La mayoría de análisis realizados sobre los mercados de capitales coincide en señalar un descenso en la rentabilidad media de los capitales invertidos, que ha venido acompañado de una reducción de los tipos de interés, con su consiguiente repercusión en el coste del activo libre de riesgo, así como en el coste de la deuda financiera y el diferencial de rentabilidad media esperada de los mercados de capitales.

A continuación se expone un Cuadro comparativo de los valores de los distintos parámetros, en la propuesta de TME y a criterio de la CMT.

PARAMETROS	TME	Criterio CMT
ACTIVO LIBRE RIESGO	4,98%	4,50%
PRIMA DE RIESGO	6,00%	4,50%
BETA	1,47	1,40
PONDERADOR RECURSOS PROPIOS	80%	80%
PONDERADOR RECURSOS AJENOS	20%	20%
COSTE DEUDA	6,48%	5,50%
WACC	11,89%	9,36%
TASA IMPOSITIVA	34,40%	34,00%
ROA	18,13%	14,18%

En resumen, **esta Comisión** considera adecuado aceptar los valores propuestos por **TME** de los ponderadores, tanto de recursos propios como recursos ajenos, y considera

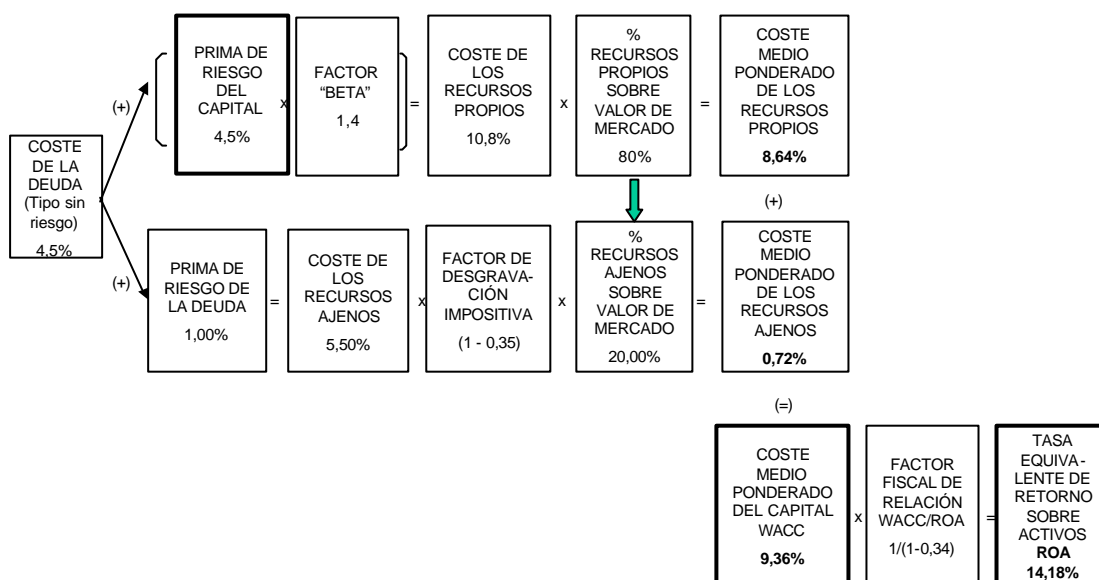
¹ Valor asignado a la ROA el año anterior fue del 18%, como puede verse en la Resolución del Consejo CMT de 18 de julio de 2002. Expdte. AE-2002/6714-15.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

necesario modificar los restantes por las razones antes aducidas. En el esquema siguiente, se puede apreciar el cálculo de los valores de los dos sumandos de la fórmula del **WACC**, según el criterio de la CMT.

WACC 2003 (TME).DECISION CMT



En atención a lo expuesto, esta Comisión

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por **TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, S.A. (TME)** en el cálculo de los costes de producción de los servicios, **durante el ejercicio 2003** fundamentada en la metodología WACC propuesta por dicha operadora **del 14,18%**. La tasa de retorno reseñada se aplicará de acuerdo con el Sistema de Contabilidad de Costes que esta Comisión aprobó en su resolución del 15 de Junio de 2000.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

Carlos Bustelo García del Real

EL SECRETARIO

Jaime Velázquez Vioque