



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 19/04 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 27 de mayo de 2004, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL COMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2004 (AEM 2004/35)

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 30 de diciembre de 2003, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, esta Comisión) un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante, Telefónica), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004, conforme a lo establecido en los Principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes de los operadores dominantes (en adelante los principios de contabilidad de costes), aprobados por la Comisión en la Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los documentos siguientes:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de Telefónica, en el que se solicita a la Comisión que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta por Telefónica para el año 2004.
- Informe anexo al escrito anterior en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta.

De acuerdo a la solicitud presentada por Telefónica, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el 30 de diciembre de 2003 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM – 2004/35.

Segundo.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, la Comisión solicitó a Telefónica que presentara la siguiente información:

- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2002 y 2003 (o en su defecto, avance de los resultados de la Autoliquidación para el ejercicio 2003).
- Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias correspondientes a los ejercicios 2002 y 2003.
- Documentación justificativa de la metodología de valoración, y de los valores de mercado, propuestos para el valor total de la empresa y el valor de los recursos propios de Telefónica.
- Documentación justificativa del saldo medio estimado de la deuda financiera neta con terceros para el ejercicio 2004, incluyendo la composición estimada de la cartera de deuda y su antigüedad, así como su coste y periodo de amortización estimados.
- Documentación referente a los valores del coste de financiación de Telefónica, y desarrollo de la argumentación que conduce a la conclusión de que el coste de la deuda financiera antes de impuestos de Telefónica es el 5,05%.

Tercero.- Con fecha 26 de marzo de 2004 tuvo entrada en el Registro de la Comisión, un escrito de Telefónica dando cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los documentos siguientes:

- Escrito de Telefónica en respuesta al requerimiento de información.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Copia de la autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2002.
- Documento de estimación del tipo impositivo efectivo medio de Telefónica en el Impuesto de Sociedades.
- Documento de análisis de los costes de personal de Telefónica.
- Balances de Situación y Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Telefónica a 31 de diciembre de 2003 y 31 de diciembre de 2002.
- Detalle de la composición de la cartera de deuda con terceros de Telefónica estimada para 2003 y 2004.

Cuarto.- Con fecha 29 de marzo de 2004, la Comisión acordó, en atención a la complejidad del procedimiento, la ampliación del plazo máximo de resolución y notificación en tres meses, contados a partir de la fecha en que hubiera de concluir el plazo ordinario.

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 Comisión 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 Comisión podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de control de precios, y contabilidad de costes.

Por otra parte, el apartado 3 de la Disposición Transitoria primera de la LGTel establece que los operadores dominantes en los mercados de referencia actualmente existentes, y las obligaciones que tengan impuestas, continuarán en vigor hasta que se determinen nuevos mercados, las empresas con poder significativo y sus obligaciones. Además, la Disposición Transitoria primera de la LGTel señala que el Reglamento de desarrollo de la Ley 11/1998 en lo relativo a interconexión y acceso a las redes públicas y numeración, aprobado por el Real Decreto 1651/1998, de 24 de julio (en adelante Reglamento de Interconexión), continuará en vigor hasta tanto se aprueben las nuevas normas que desarrollen el título II de la propia LGTel.

Dicho lo anterior, la declaración de Telefónica como operador dominante en el mercado nacional de redes y servicios de telefonía fija, y en el mercado nacional de alquiler de circuitos, establecida por la Resolución de la Comisión de 11 de septiembre de 2003, sobre los operadores que a los efectos de lo previsto en la LGTel, tienen la consideración de dominantes, supone que, entre otras obligaciones, Telefónica deba



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

cumplir con las obligaciones establecidas en el artículo 9 del Reglamento de Interconexión. Así, en el apartado 6 de dicho artículo 9 se establece que los operadores de redes públicas de telecomunicaciones que tengan la consideración de dominantes, deberán *"atenerse, en la fijación de sus precios de interconexión, a los principios de transparencia y de orientación a costes, en los términos del artículo 13, y a los del sistema de contabilidad de costes a los que se refiere el artículo 14"*.

En este sentido, y de conformidad con el artículo 14 del Reglamento de Interconexión, la Comisión 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 de referencia, así como comprobar que el sistema presentado por estos operadores se adapte a los criterios por ella definidos. Conforme a estas competencias, la Resolución de 15 de julio de 1999 de esta Comisión aprobó los principios de contabilidad de costes, que tenía como destinataria única Telefónica. Estos principios se declararon aplicables a todos los operadores dominantes mediante la Resolución del 27 de julio de 2000.

Pues bien, en el apartado 2.c) del capítulo 3 de los principios de contabilidad de costes se describen los criterios de valoración y temporalidad, en los que se establece, al fijar el modo de valoración de los cargos financieros del capital ajeno y los costes del capital propio, lo siguiente:

"(...) Para la determinación de los "costes corrientes" se calcularán de forma proporcional al "valor neto corriente" de los activos asignados con una "tasa anual" estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados."

Además,

"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 Comisión presenta, y valora, la tasa anual de retorno propuesta por Telefónica para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del año 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III. CONSIDERACIONES SOBRE LA METODOLOGIA DE DETERMINACION DEL COSTE DEL CAPITAL MEDIO PONDERADO (WACC)

III.1. El coste del capital medio ponderado (WACC)

Los principios de contabilidad de costes establecieron la necesidad de determinar la tasa anual de retorno para aquellos operadores declarados dominantes en alguno de los mercados de referencia, estimada conforme al coste del dinero en el mercado y a la tasa de riesgo empresarial, según el coste del capital medio ponderado, en inglés Weighted Average Cost of Capital (en adelante, WACC). Esta metodología ha sido establecida por la Comisión Europea en su Recomendación 98/322/CE, de 8 de Abril de 1998, sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), y adoptada por la mayoría de los Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANR's) de los países de nuestro entorno.

Pues bien, conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera, el coste del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos, conforme a la expresión:

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

donde k_e es el coste de los fondos propios, k_d es el coste de la deuda financiera (en adelante, deuda), E es valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

El criterio de valoración de los fondos propios y de la deuda establecido por la Comisión conforme a las prácticas financieras habituales en sus Resoluciones sobre las tasas de retorno de los operadores dominantes, es la valoración de los fondos propios y de la deuda de los operadores a precios de mercado. Además, conforme lo establecido en la Recomendación 98/322/CE, es conveniente que estos valores establecidos sean valores medios durante un periodo, y no valores obtenidos en un momento concreto del tiempo, como por ejemplo el cierre del ejercicio fiscal.

Dicho lo anterior, los ratios $E / (E + D)$ y $D / (E + D)$ expresan respectivamente los pesos medios del valor de mercado de los fondos propios, y de la deuda, sobre el valor de mercado total del operador. A partir de estos ratios puede obtenerse el ratio de apalancamiento a precios de mercado, definido como D/E .



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.2. El coste del capital medio ponderado después de impuestos (WACC después de impuestos), y antes de impuestos (WACC antes de impuestos)

En la expresión anterior, k_e y k_d son valores calculados después de impuestos. En concreto, el coste de la deuda después de impuestos es el resultado de corregir el coste de la deuda antes de impuestos por el efecto de la desgravación fiscal de los gastos financieros en la base imponible del Impuesto de Sociedades.

Por tanto, la expresión anterior proporciona el coste del capital medio ponderado después de impuestos, (WACC después de impuestos o simplemente WACC). Como es lógico, esta no es la tasa de rentabilidad que el operador debe obtener para satisfacer el coste de oportunidad de los fondos invertidos en sus activos, debido a la existencia de obligaciones fiscales sobre los beneficios empresariales.

El WACC antes de impuestos ($WACC_{AI}$) es precisamente la tasa de rentabilidad ajustada al riesgo que la empresa debe obtener para garantizar coste de oportunidad de los fondos invertidos, y el pago de sus obligaciones fiscales. Las diferencias entre uno y otro WACC dependen del sistema fiscal, y de sus efectos sobre la base imponible del operador en el Impuesto de Sociedades, una vez considerados los ajustes extracontables a los beneficios empresariales, y las bonificaciones y deducciones establecidas por la normativa del impuesto a las que el operador tenga derecho.

La relación entre el WACC antes y después de impuestos se establece en la expresión

$$WACC_{AI} = WACC / (1 - t^*),$$

donde t^* es el tipo efectivo de gravamen esperado para el periodo de regulación del WACC, al que resultará gravado el beneficio de la empresa en el Impuesto de Sociedades. El WACC antes de impuestos resultante de esta corrección es la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes calculados en la contabilidad de costes del operador¹.

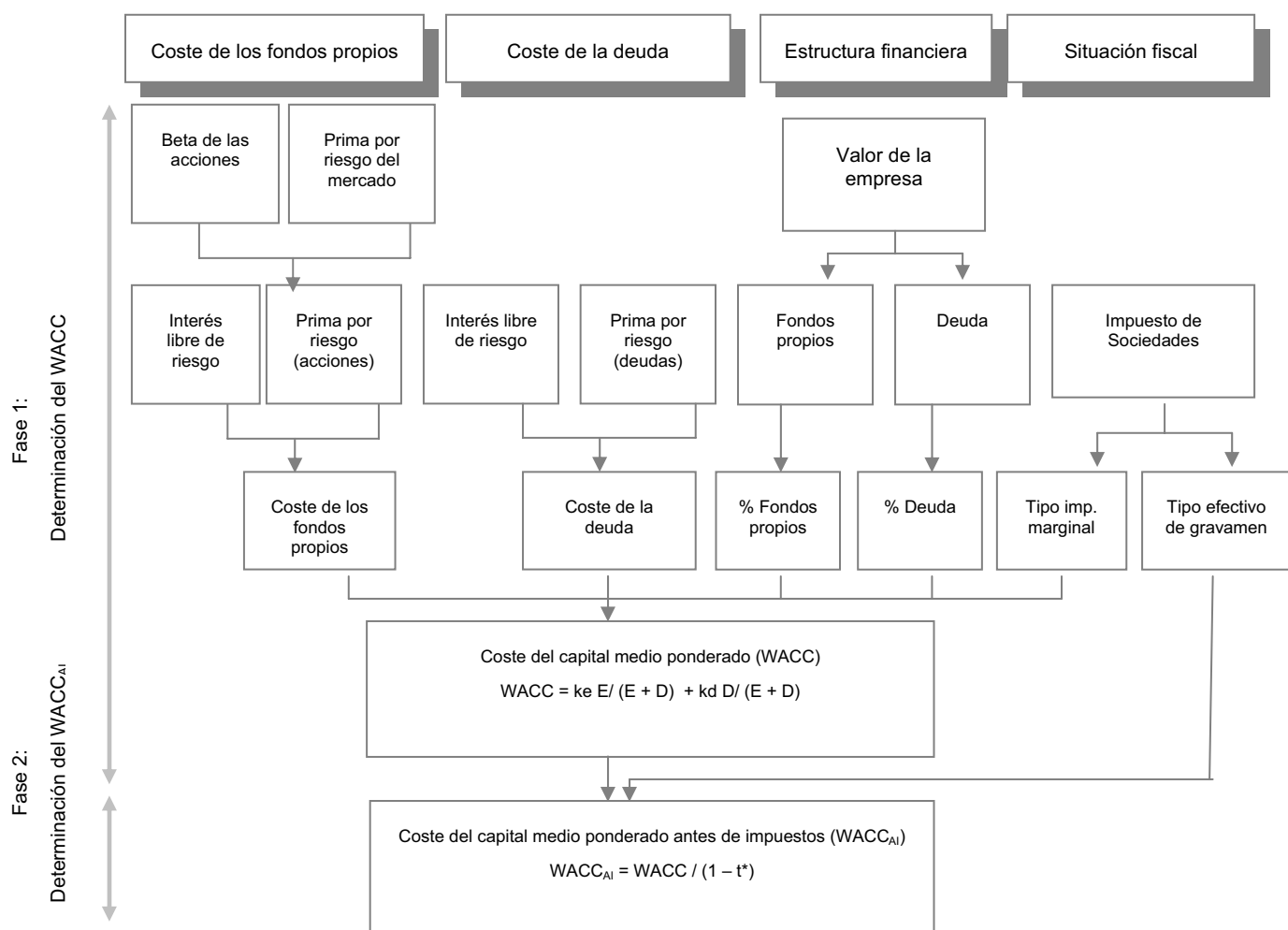
¹ En las Resoluciones aprobadas por la Comisión hasta la fecha se ha denominado ROA a la tasa anual de retorno utilizada para el cómputo de los costes de capital, y determinada como $ROA = WACC / (1 - t^*)$. Por tanto, el concepto de ROA utilizado en las Resoluciones de la Comisión es precisamente el WACC antes de impuestos que se acaba de definir.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Procedimiento de cálculo del WACC

La figura siguiente ilustra un procedimiento típico de cálculo del WACC, que utiliza el Capital Asset Pricing Model (CAPM) para la determinación del coste de los fondos propios.





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Este procedimiento típico de cálculo de WACC, conforme a los principios de cálculo presentados en el apartado anterior, consta de dos fases:

€ Determinación del WACC después de impuestos, a partir de la estimación individualizada de los componentes que intervienen en su cálculo. Para ello se requiere:

- Estimación del coste de los fondos propios.
- Estimación del coste de la deuda.
- Estimación del valor de la empresa a precios de mercado, y determinación de su estructura financiera.
- Cálculo del WACC.

€ Determinación del WACC antes de impuestos, como resultado de ajustar el WACC obtenido en la fase anterior con el tipo efectivo esperado de gravamen del operador. Para ello se requiere:

- Estimación del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el periodo de regulación del WACC.
- Cálculo del WACC antes de impuestos.

III.2.1. Coste de los fondos propios

La Comisión estima el coste de los fondos propios utilizando el Capital Asset Pricing Model (CAPM).

En el CAPM, el coste de los fondos propios es el resultado de tres factores, el tipo de interés libre de riesgo, la prima por riesgo del mercado bursátil, y el parámetro beta del operador. El tipo de interés libre de riesgo es la rentabilidad proporcionada por los activos “seguros”. La prima por riesgo del mercado bursátil (en adelante, prima de riesgo del mercado), es el exceso de rentabilidad esperada por las inversiones en acciones sobre el tipo de interés libre de riesgo, debida a la inversión en activos de riesgo. El parámetro beta proporciona la medida del riesgo de los fondos propios de la empresa, que proporciona la variabilidad de su rentabilidad respecto a la variabilidad de la rentabilidad del mercado bursátil en general.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como resultado de lo anterior, la expresión que se utilizará en general por la Comisión para estimar el coste de los fondos propios es

$$k_e = R_f + \beta (E[R_m] - R_f),$$

donde

k_e = coste de los fondos propios,

R_f = tipo de interés libre de riesgo,

$E[R_m]$ = rentabilidad esperada del mercado,

β = parámetro beta del operador².

De la expresión anterior se deduce que la prima por riesgo de los fondos propios es $k_e - R_f = \beta (E[R_m] - R_f)$, y se obtiene como resultado del parámetro beta del operador y de la prima por riesgo del mercado, $E[R_m] - R_f$.

III.2.2. Coste de la deuda

La Comisión determina el coste de la deuda mediante la evaluación del riesgo de crédito del operador. De este modo, el coste de la deuda es el resultado de dos componentes, el tipo de interés libre de riesgo (R_f) y la prima por riesgo de la deuda (β_d). Además, la Comisión considera los beneficios fiscales de la desgravación de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades para el cálculo del WACC.

Como resultado de lo anterior, la expresión utilizada por la Comisión para estimar el coste de la deuda antes de impuestos es

$$k_d' = R_f + \beta_d (E[R_m] - R_f),$$

de forma que la prima por riesgo de la deuda antes de impuestos verifica $\beta_d (E[R_m] - R_f) = k_d' - R_f$.

² La estimación del parámetro beta puede realizarse de forma directa mediante métodos econométricos de regresión, siempre que las acciones del operador coticen en el mercado bursátil.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, el valor del coste de la deuda después de impuestos, que se introduce en el cálculo del WACC, es $k_d = k_d'(1 - t)$, y por tanto

$$k_d = (R_f + \quad) (1 - t),$$

donde t recoge el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades.

IV. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TELEFÓNICA EN EL EJERCICIO 2004.

Telefónica propone a la Comisión la aprobación de una tasa de retorno a aplicar en el cómputo de los costes de capital del año 2004, o WACC antes de impuestos, del 13,66%. Además, Telefónica manifiesta que el cálculo del WACC antes de impuestos se ha realizado conforme a la metodología aprobada por la Comisión en resoluciones anteriores, y justifica su valor a partir de la determinación individualizada de todos los parámetros que intervienen en su cálculo.

Se describe a continuación la propuesta de WACC antes de impuestos presentada por Telefónica, así como el valor de cada uno de los parámetros que intervienen en su determinación.

IV.1. WACC después de impuestos

El valor del WACC antes de impuestos propuesto por Telefónica es el resultado de las estimaciones de un WACC después de impuestos del 9,84%, y un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 28%.

Por otra parte, el WACC después de impuestos propuesto por Telefónica es el resultado de la agregación de sus estimaciones para el ejercicio 2004 del coste del capital propio, del coste de las deudas antes de impuestos y de los ratios de fondos propios sobre valor total, y deuda sobre valor total. Se presentan a continuación los valores de los parámetros propuestos por Telefónica, que se detallan en el cuadro siguiente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tasa de retorno propuesta por Telefónica

Tipo de interés libre de riesgo	4,64%
Prima de riesgo del mercado de acciones	4,5%
Beta de las acciones	1,36
Coste de los fondos propios	10,76%
Prima de riesgo de la deuda	0,41%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,05%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	87,64%
Ratio de deuda sobre valor total	12,36%
WACC después de impuestos	9,84%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28%
WACC antes de impuestos	13,66%

Tipo de interés libre de riesgo

Telefónica considera que el tipo de interés libre de riesgo es la rentabilidad ofrecida en el mercado primario por las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años. En este sentido, Telefónica estima que el tipo de interés libre de riesgo para el año 2004 es un 4,64%, manifestando que este valor es el promedio de los valores trimestrales de consenso estimados por diferentes bancos de inversión para el tipo benchmark EUR 10 años.

Prima por riesgo del mercado

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Telefónica considera adecuado mantener el valor aprobado por la Comisión en la Resolución del 12 de junio del 2003, sobre la propuesta de Telefónica, de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2003. Telefónica manifiesta que este valor, un 4,5%, se sitúa dentro del intervalo 2%-5,5% estimado por artículos publicados por la Revista de la Bolsa de Madrid, y por analistas financieros y bancos de inversión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Beta de las acciones de Telefónica

Respecto a la beta de las acciones, Telefónica propone utilizar un valor de 1,36. Como se desprende de la documentación presentada, este valor es el valor proporcionado por Bloomberg para la beta sin ajustar (Raw Beta en la terminología de Bloomberg) de las acciones de Telefónica, S.A., y que se habría estimado respecto al Índice IBEX 35 utilizando un periodo de tiempo de dos años (14/12/2001 – 5/12/2003) y una frecuencia semanal para la medición de los rendimientos (103 observaciones).

Como resultado de multiplicar los valores estimados por Telefónica para el parámetro beta y para la prima de riesgo del mercado, Telefónica propone aplicar una prima por riesgo del 6,12% al coste de sus fondos propios. Por tanto, el coste de los fondos propios propuesto por Telefónica, que se obtiene de sumar a la prima por riesgo el tipo de interés libre de riesgo anteriormente mencionado, es del 10,76%.

Por otra parte, Telefónica manifiesta que deben considerarse las siguientes circunstancias en la determinación del parámetro beta:

- € Telefónica considera que en el mercado español de comunicaciones convergen un negocio tradicional y un negocio en plena fase de desarrollo y crecimiento (Banda Ancha – mercado ADSL). En este sentido, Telefónica opina que el mercado tradicional es un mercado en fase de madurez, crisis, y con un riesgo elevado, en el que el sector se apoya fundamentalmente en el esfuerzo inversor de Telefónica, y en menor medida en las inversiones realizadas por los operadores de cable, de forma que el resto de operadores utilizan en la prestación de sus servicios la red de Telefónica, especialmente mediante la interconexión. Por otra parte, Telefónica opina que el mercado de ADSL es un mercado en plena fase de desarrollo y crecimiento, con un papel cada vez más significativo dentro de las actividades del sector, en el que su presencia y esfuerzo inversor está favoreciendo al resto de agentes del sector, mediante la utilización de servicios mayoristas a precios por debajo de costes, mediante la posibilidad de aprovecharse de las mejoras y avances en los productos y procesos productivos de su oferta, y mediante la capacidad de acceder a un mercado potencial superior al que existiría de no estar Telefónica presente en el mercado.
- € Telefónica considera que el grado de madurez asociado a las redes tradicionales de telefonía móvil, y el riesgo que asumen los operadores móviles en la construcción de las nuevas redes de UMTS son comparables a la situación de la telefonía fija, donde, según Telefónica, existirían dos riesgos añadidos: la erosión del negocio tradicional provocada por el impacto de la sustitución de la telefonía fija por la móvil, y el desarrollo de nuevas redes para dar servicio de banda ancha. Por este motivo, Telefónica considera paradójico que pueda asociarse un riesgo inferior al negocio de la telefonía fija que el reconocido para la telefonía móvil.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Estructura financiera

Telefónica propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 87,64%, y un ratio de deuda sobre valor total de 12,36%. Estos ratios son el resultado de las estimaciones del valor total de la empresa, del valor de mercado de los fondos propios, y del valor de mercado de la deuda neta, aportados por Telefónica en su propuesta.

En lo referente al valor total de la empresa, 28.674 millones de euros, Telefónica utiliza en su propuesta el valor promedio de las valoraciones obtenidas por distintos bancos de inversión, que se habrían obtenido mediante la aplicación del método de valoración por partes al Grupo Telefónica durante el segundo semestre de 2003.

En cuanto al valor de mercado de los fondos propios, Telefónica propone utilizar el valor de mercado total de la empresa, anteriormente detallado, menos el valor contable del saldo medio estimado de la deuda neta con terceros para el año 2004. Aplicando este criterio, y considerando que el valor de mercado de la deuda coincide con su saldo vivo contable en la fecha de valoración, Telefónica estima el valor de mercado de su deuda en 3.545 millones de euros, y propone un valor de mercado de los fondos propios de 25.129 millones de euros³.

Respecto al valor de mercado de la deuda neta, conforme a la documentación aportada por Telefónica, su valor de 3.545 millones de euros correspondería al saldo medio de su cartera de deudas con terceros (7.438,23 millones de Euros), menos el saldo medio de las partidas de activo de créditos concedidos a empresas del grupo a l/p, y de créditos concedidos a TELFISA. Además, la cartera de deuda de Telefónica incluye las partidas de deuda interna con Telefónica, S.A. (saldo medio de 5.928,95 millones de euros), las partidas de pólizas a corto y a largo plazo con Antares, (saldos medios de 378,08 y 1.015,91 millones de euros respectivamente), las partidas de fondos sociales, denominadas intereses de fondos sociales (saldo medio de 0,21 millones de euros), seguro de sueldo (saldo medio de 76,41 millones de euros), y Asociación Telefónica Asistencia a Minusválidos (ATAM, saldo medio de 2,19 millones de euros), y por último, las partidas de otros acreedores financieros (saldo medio de 36,26 millones de euros) y otros (saldo medio de 0,23 millones de euros).

Prima por riesgo de la deuda

Telefónica considera que el coste de su deuda es aproximadamente igual al coste de financiación de Telefónica, S.A. En este sentido, Telefónica cuantifica el coste de su deuda antes de impuestos como la rentabilidad al 1 de diciembre de 2003 del Swap (IRS) en euros a 10 años, 4,6%, más el diferencial medio (*spread*) sobre el Swap con

³ Aunque Telefónica menciona en su propuesta que este valor es de 25.219 millones de euros, utiliza para los cálculos de los ratios de estructura financiera el valor de 25.129 millones de euros, resultado de restar el importe de la deuda propuesto, 3.545 millones de euros, del valor de mercado total de la empresa, 28.674 millones de euros.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

el que cotizaron en esa misma fecha los bonos EMTN de Telefónica, S.A., emitidos en euros con vencimiento en el 2013, y que según la documentación presentada fue de un 0,45% (*spread* de 45 puntos básicos).

Como consecuencia de lo anteriormente expuesto, Telefónica estima que su coste de la deuda antes de impuestos es un 5,05%, con una prima por riesgo sobre el tipo de interés libre de riesgo del 0,41% (41 puntos básicos), y que su coste de la deuda después de impuestos es un 3,28%, dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%.

IV.2. WACC antes de impuestos

El WACC antes de impuestos propuesto por Telefónica resulta del ajuste del WACC después de impuestos, considerando el efecto del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades mediante la expresión

$$WACC_{AI} = WACC / (1 - t^*).$$

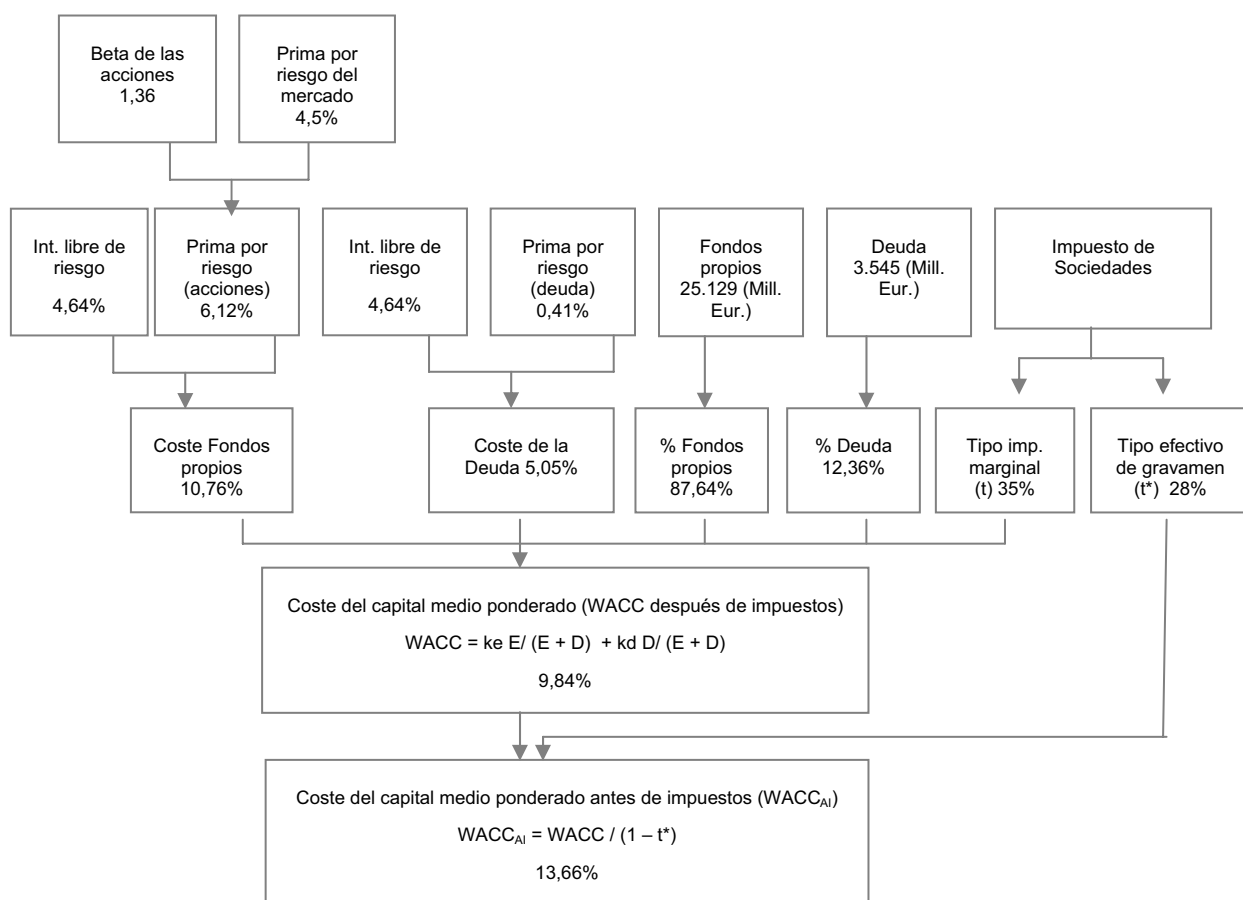
Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, Telefónica propone utilizar un valor del 28%, manifestando que esta cifra corresponde al coste fiscal promedio soportado por la operadora. Además, Telefónica manifiesta que el tipo efectivo de gravamen anterior es un tipo impositivo operativo, calculado como media aritmética del tipo impositivo efectivo soportado por la operadora en el ejercicio 2002, un 21,95%, y de los tipos impositivos estimados para el ejercicio 2003 (sin considerar el impacto fiscal del nuevo expediente de Regulación de Empleo), 29,59%, y para el presupuesto del ejercicio 2004, un 30,56%. Telefónica considera que es más consistente utilizar el tipo impositivo efectivo operativo anterior debido a que, en opinión de la operadora, sólo recoge el gasto impositivo derivado de la actividad normal de la empresa. En este sentido, Telefónica manifiesta que su utilización permitiría corregir las distorsiones que aparecerían de incluir el efecto fiscal de los resultados extraordinarios en el cálculo de la tasa de retorno, puesto que estos no se reconocen en el estándar de costes corrientes. En opinión de Telefónica, la utilización del tipo impositivo efectivo operativo evita que se profundice en la anticipación de las mejoras de productividad hacia el sector, que se produce, según Telefónica, por la falta de repercusión a los costes de los servicios de los planes de racionalización y adecuación de plantillas, orientados a mejorar los procesos productivos de la empresa.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El gráfico siguiente presenta el esquema de la propuesta de Telefónica, donde se puede apreciar la metodología utilizada y el valor de cada parámetro.





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS PRESENTADOS POR TELEFÓNICA.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Telefónica, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC).

V.1. WACC después de impuestos

Tipo de interés libre de riesgo

En lo que respecta al tipo de interés libre de riesgo, los resultados de las subastas de Deuda Pública de la Administración Central durante el año 2003, proporcionados por el Boletín Estadístico del Banco de España en su capítulo dedicado al Mercado Primario de Valores, muestran que los tipos medios ponderados a la emisión de las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años, O-10A, durante los meses de Enero, Marzo, Junio, Julio, Septiembre y Noviembre de 2003, fueron un 4,26%, un 3,85%, un 3,74%, un 4,00%, un 4,39% y un 4,40% respectivamente. Además, el tipo medio ponderado en Febrero de 2004 fue un 4,18%.

Esta Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo, para la determinación del WACC de Telefónica en el ejercicio 2004, en un 4,18%, conforme a la evolución del tipo de interés a la emisión de las Obligaciones del Estado a 10 años durante el ejercicio 2003, y a la situación actual de la estructura temporal de tipos de interés en el Mercado Primario de Deuda Pública. Como se ha mencionado, este valor corresponde al tipo medio ponderado al que se adjudicaron, en la subasta celebrada el 19 de febrero de 2004, Obligaciones del Estado a 10 años con última fecha de vencimiento el 30/07/2014.

Prima por riesgo del mercado

Conforme a lo establecido en la Resolución de la Comisión de 12 de Junio de 2003, por la que se aprobó la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica durante el ejercicio 2003, y como es habitual en los mercados financieros, la prima por riesgo del mercado puede estimarse mediante la diferencia esperada a largo plazo, entre la rentabilidad de la inversión en bolsa, y el tipo de interés libre de riesgo.

Reconociendo la dificultad que entraña la estimación de este parámetro, como pone de manifiesto la horquilla de valores (del 2% al 5,5%) estimada por distintos Bancos de Inversión, y por artículos publicados en la revista de la Bolsa de Madrid, esta Comisión considera que un 4,5% es una estimación razonable de su valor esperado para el ejercicio 2004, tal y como se desprende de la evolución de las series históricas del IBEX 35, indicador de la rentabilidad de la inversión en bolsa, y de los resultados de los tipos de interés pactados en las operaciones de compra venta de Deuda Pública.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Beta de las acciones de Telefónica

Como se desprende de la revisión de la propuesta de Telefónica, Telefónica propone estimar la beta de sus acciones a partir de la estimación de la beta de las acciones de Telefónica, S.A. En este punto, se debe destacar que la utilización de la beta de Telefónica, S.A., como estimador de la beta de Telefónica, supone aceptar que ambas empresas presentan las mismas características de rentabilidad y riesgo. Sin embargo, Telefónica no aporta evidencia que justifique esta afirmación.

En opinión de esta Comisión, no resulta justificable suponer a priori que las características de rentabilidad y riesgo de Telefónica, y Telefónica, S.A. son iguales, dadas las diferencias en sus actividades y fuentes de ingresos. En efecto, Telefónica, S.A., tal y como se desprende de la información incluida en su Informe Anual 2003, actúa básicamente como una sociedad 'tenedora' de participaciones en un grupo integrado de empresas (Grupo Telefónica), en el que se integran Telefónica y el Grupo Telefónica de España, puesto que Telefónica es participada en un 100% por Telefónica S.A. En este sentido, Telefónica, S.A. es la sociedad dominante del Grupo Telefónica, conforme a lo establecido en el Real Decreto 1815/1991 de 20 de diciembre por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas, grupo que desarrolla sus actividades principalmente en los sectores de telecomunicaciones, media y entretenimiento, tanto en España como en el extranjero. De este modo, los ingresos de Telefónica, S.A. se originan fundamentalmente de las participaciones en capital en las empresas del grupo, y de los ingresos de otros valores y créditos. Por otra parte, Telefónica es la sociedad cabecera del Grupo Telefónica de España, cuya principal actividad es la prestación de los servicios de telefonía fija en el territorio nacional, de manera que obtiene la mayoría de sus ingresos de las ventas netas y prestación de servicios de telefonía.

Dicho lo anterior, y reconociendo las dificultades de estimación de la beta de Telefónica debidas a que las acciones de Telefónica no cotizan en el mercado de valores, y por tanto no existen series de precios y rendimientos que sean directamente observables, la opinión de esta Comisión es que la beta de Telefónica debe estimarse por un método alternativo. En este sentido, conforme a las técnicas habituales en la gestión de carteras de inversión en activos financieros, esta Comisión considera que puede obtenerse un estimador razonable de la beta de las acciones de Telefónica mediante la utilización de una cartera de acciones, valorada a precios de mercado, de empresas del Grupo Telefónica. En efecto, este método de estimación permite ajustar el valor del parámetro beta de Telefónica, S.A., para reflejar las características diferenciales de Telefónica, en función de los perfiles de riesgo de las empresas del grupo.

Por tanto, y utilizando el método de estimación que se acaba de describir, los análisis internos realizados por esta Comisión valoran el parámetro beta de Telefónica, para la determinación del WACC correspondiente al ejercicio 2004, en un 1,16. Se procede así a una actualización del valor del parámetro beta de Telefónica aprobado por esta Comisión en las Resoluciones correspondientes a la tasa de retorno de Telefónica



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

para los ejercicios anteriores, que se había estimado en 1, conforme a la situación actual de los mercados financieros y de comunicaciones electrónicas.

En efecto, si bien el valor del parámetro beta aprobado en las Resoluciones anteriores reconocía a las actividades de prestación de servicios de telefonía fija un nivel de riesgo similar al riesgo medio del mercado, el dinamismo creciente de los mercados de comunicaciones electrónicas aconseja su revisión al alza. Así, el valor de 1,16 implica considerar que las actividades de Telefónica tienen un nivel de riesgo superior al riesgo medio del mercado, y en particular, estimar que su rentabilidad se verá afectada en un 1,16% por cada 1% de variación en la rentabilidad del mercado.

Es conveniente destacar que el parámetro beta cuantifica el riesgo de los fondos propios de la empresa que se analiza según el CAPM. Este riesgo se estima mediante la observación del comportamiento de los mercados financieros, por lo que recoge la percepción de los riesgos empresariales tal y como se manifiestan en los mercados. En este sentido, esta Comisión considera que la valoración anterior del parámetro beta de Telefónica incorpora tanto la valoración de los principales riesgos operativos que existen en los negocios de Telefónica, como la valoración de los riesgos financieros en que incurre el operador, dado el coste y la composición de sus recursos financieros.

Como resultado de lo anterior, esta Comisión valora la prima de riesgo de las acciones de Telefónica en un 5,22%, y el coste de sus fondos propios en un 9,40%.

Estructura financiera

En lo que respecta al valor de mercado total de Telefónica, y atendiendo a la amplitud del rango de valores proporcionados en la documentación presentada, se estima conveniente mantener el valor medio propuesto, es 28.674 millones de euros.

Dicho lo anterior, y de conformidad con la Recomendación de la Comisión Europea de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), se estima que la composición de la estructura financiera de Telefónica, a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2004, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de un 74,06%, un peso de la deuda sobre el valor total de un 25,94%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 35,03%.

Prima por riesgo de la deuda

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, Telefónica propone su estimación mediante el coste de financiación de Telefónica, S.A. que estima en un 5,05%.

Sobre este punto se debe destacar que el coste de financiación de Telefónica, S.A. está influido por las calificaciones crediticias de su deuda a largo plazo realizadas por las agencias de *rating*. Conforme a la información presentada en el Informe de Gestión consolidado del Grupo Telefónica correspondiente al ejercicio 2003, las agencias de calificación crediticia Moody's, Standard & Poor's, y Fitch Iberica ratificaron



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

respectivamente sus *ratings* de Telefónica de A3 con perspectiva estable, A con perspectiva estable, y A con perspectiva estable. Como es sabido, estos *ratings* indican que Telefónica, S.A. posee una fuerte capacidad de cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Dicho lo anterior, esta Comisión considera adecuado estimar la prima de la deuda de Telefónica a partir del coste de la deuda de Telefónica, S.A. En efecto, la revisión de la información financiera presentada en el Folleto Informativo Continuado de Telefónica, S.A., inscrito en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), presenta evidencia de una política financiera del Grupo Telefónica centralizada en Telefónica, S.A., según la cual esta empresa sería el principal vehículo de acceso a los mercados financieros del Grupo Telefónica, realizando operaciones financieras con las líneas de negocio para cubrir sus necesidades.

Además, los resultados de la evaluación del ratio de cobertura de deuda de Telefónica, resultado de la división de su Beneficio de explotación entre sus gastos financieros, y que es un indicador de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, y de su capacidad de lograr acceso a fuentes de financiación en condiciones favorables, tal y como se recoge en la regulación sectorial⁴, proporcionaron los valores de 3,57 veces en el 2003, 3,44 veces en el ejercicio 2002, y un valor medio para el periodo 2002-2003 de 3,50 veces, valores que se asocian a una fuerte capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras.

En resumen, esta Comisión considera adecuada la utilización del coste de financiación de Telefónica, S.A., estimado en un 5,05%, para la estimación del coste de la deuda de Telefónica. Como resultado, la prima por riesgo sobre el tipo de interés libre de riesgo de la deuda es un 0,87 % (87 puntos básicos). Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%, el coste de la deuda después de impuestos de Telefónica se cuantifica en un 3,28%.

V.2. WACC antes de impuestos

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, esta Comisión considera conveniente que exista consistencia entre los criterios adoptados en la imputación de las partidas extraordinarias para la determinación del estándar de “costes corrientes”, establecidos por los principios de contabilidad de costes, y la determinación del WACC.

⁴ Resoluciones de 4 de octubre de 2001, 5 de septiembre de 2002, y de 11 de septiembre de 2003, en relación de los operadores que, a efectos de lo previsto en la LGTel tienen la consideración de dominantes, en los mercados nacionales de servicios de telefonía fija, servicios de alquiler de circuitos, servicios de telefonía móvil y servicios de interconexión.

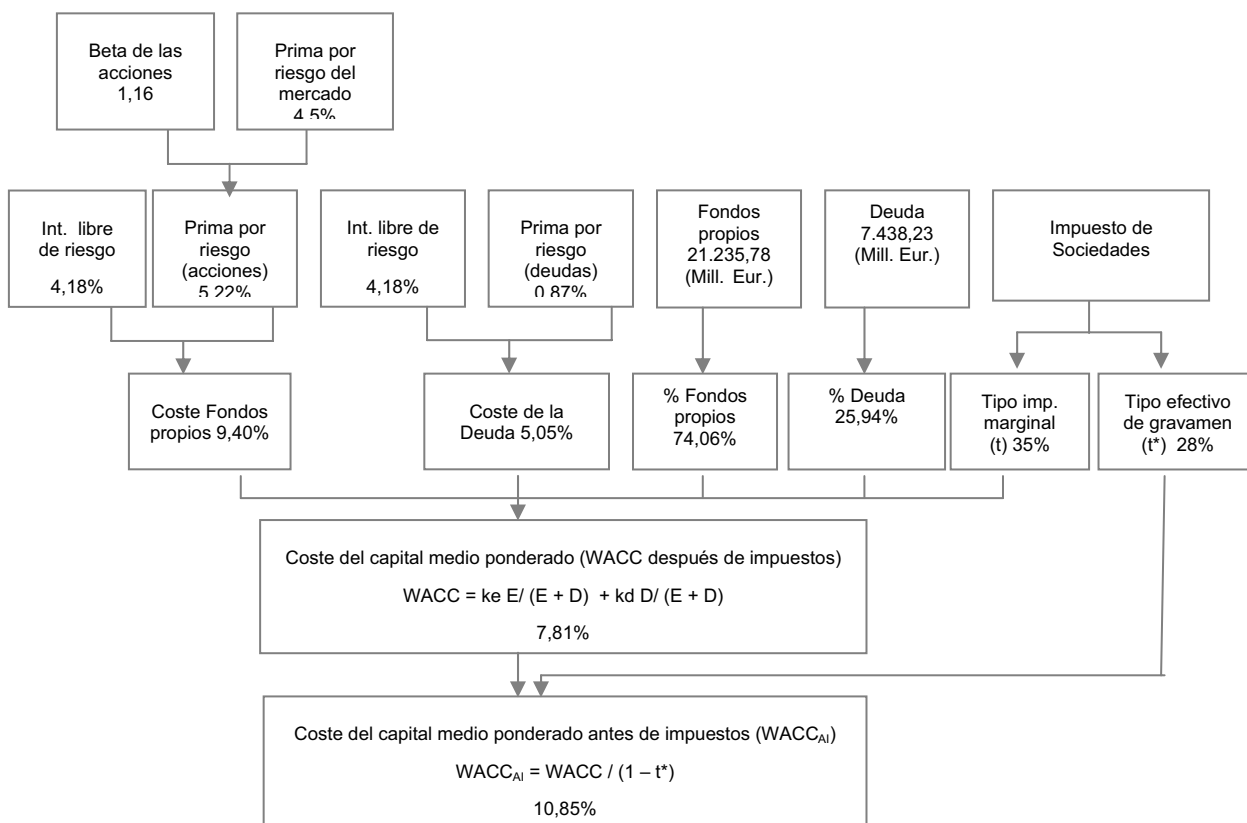


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En este sentido se ha manifestado la Comisión Europea en la Recomendación de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), que considera necesaria la consistencia en el tratamiento de los activos, y de sus costes e ingresos asociados, en la contabilidad de costes y en la determinación del WACC.

La revisión de la documentación presentada muestra evidencia de que los cálculos presentados para los ejercicios 2002 y 2003 se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) de 9 de Octubre de 1997. Sin embargo, la documentación presentada referente a los ejercicios 2003 y 2004, no permite la verificación individual de las partidas que se incluyen en los ajustes extracontables de los cálculos para la determinación de la Base imponible del Impuesto de Sociedades, y del impuesto devengado del operador. En especial, no ha sido posible verificar la naturaleza del importe de la partida “*Diferencias temporales y periodificación de ingresos fiscales*”, que produce la mayor parte de las diferencias entre los efectos fiscales de incluir o no el Expediente de Regulación de Empleo (ERE) en la determinación del impuesto del ejercicio 2003.

Por tanto, y reconociendo las dificultades de verificación de la partida anterior con la información presentada, esta Comisión estima conveniente utilizar el tipo efectivo de gravamen propuesto por Telefónica, un 28%.





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El gráfico anterior presenta el resultado de la valoración de la propuesta de Telefónica realizada por esta Comisión, incluyendo el valor de cada parámetro implicado en la determinación del WACC.

En resumen, y como resultado de la valoración de los parámetros anteriores, esta Comisión estima que Telefónica presentará durante el ejercicio 2004 un coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) de 7,81% y un tipo efectivo de gravamen del 28%.

Por tanto, se estima la tasa anual de retorno a aplicar por Telefónica para el computo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004 (WACC antes de impuestos) en un 10,85%.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

El cuadro siguiente muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de Telefónica, y de su valoración por esta Comisión.

Tasa de retorno propuesta y valoración de los Servicios de la CMT

PARAMETROS	TELEFONICA	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,64%	4,18%
Prima de riesgo del mercado de acciones	4,5%	4,5%
Beta de las acciones	1,36	1,16
Coste de los fondos propios	10,76%	9,40%
Prima de riesgo de la deuda	0,41%	0,87%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,05%	5,05%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,28%	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	87,64%	74,06%
Ratio de deuda sobre valor total	12,36%	25,94%
WACC después de impuestos	9,84%	7,81%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28%	28%
WACC antes de impuestos	13,66%	10,85%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como puede verse en el cuadro, esta Comisión considera adecuado aceptar los valores propuestos por Telefónica de la prima de riesgo del mercado, el coste de la deuda, y el tipo efectivo de gravamen, y conveniente modificar todos los restantes por las razones expuestas.

Por último, en el siguiente cuadro se muestra la evolución de la tasa de retorno de Telefónica aprobada por la Comisión en sus resoluciones, así como la estimación de tasa de retorno para el ejercicio 2004 presentada en esta Resolución.

EJERCICIOS	1999 ¹	2000 ²	2001 ³	2002 ⁴	2003 ⁵	2004
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,00%	9,50%	9,58%	9,26%	7,93%	7,81%
TASA DE RETORNO	12,00%	12,60%	12,77%	12,34%	11,72%	10,85%

^{1, 2} Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000. ³ Resolución de la Comisión de 19 de abril de 2001. ⁴ Resolución de la Comisión de 14 de febrero de 2002. ⁵ Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003.

En atención a lo expuesto, esta Comisión

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada 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 2004, del 10,85%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora. 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.

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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

EL SECRETARIO

Vº Bº

EL PRESIDENTE

Jaime Velázquez Vioque

Carlos Bustelo García del Real