



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 22/04 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 10 de junio de 2004, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA MOVILES 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 2004/173)

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 30 de enero de 2004, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, la Comisión) un escrito de Telefónica Móviles España, S.A.U., (en adelante, Telefónica Móviles), 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:

- Escrito de Telefónica Móviles, en el que se solicita a esta Comisión que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles para el año 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Documento en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta.
- Informe anexo de los servicios de investigación de la entidad financiera Credit Suisse First Boston (CSFB), con fecha de 09 de enero de 2004, correspondiente a la actualización del *rating* de Telefónica Móviles.
- Informe anexo sobre la declaración del Impuesto sobre Sociedades de Telefónica Móviles del ejercicio 2003.

De acuerdo a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta presentada por Telefónica Móviles, la Comisión procedió el 30 de enero de 2004 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM – 2004/173.

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 Móviles que presentara la siguiente información:

- Balance de Situación y Cuenta de Perdidas y Ganancias correspondientes a los ejercicios 2002 y 2003.
- Valoración a precios de mercado de los recursos propios, y de la deuda financiera de Telefónica Móviles, incluyendo el detalle de la composición de su cartera de deuda y su antigüedad, así como de su coste y periodo de amortización estimados.
- Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que el diferencial a aplicar en concepto de prima de riesgo, para el cálculo del coste de la deuda de Telefónica Móviles, es el 1%.
- Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que Vodafone, mmO2 y Telecom Italia Mobile, son operadores comparables a Telefónica Móviles, con riesgos equiparables a Telefónica Móviles, así como justificación de la estimación de su beta desapalancada media en 1,25.

Tercero.- Con fecha 04 de mayo de 2004 tuvo entrada en el Registro de la Comisión, un escrito de Telefónica Móviles 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

- Informe anexo al escrito anterior, en el que Telefónica Móviles presenta la información requerida.

Cuarto.- Con fecha 28 de abril de 2004, la Comisión acordó, en atención a la compeljidad 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 Móviles como operador dominante en el mercado nacional de servicios de telefonía móvil automática, y en el mercado nacional de servicios de interconexión, 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 Móviles deba cumplir con las obligaciones establecidas en los apartados 1, 6, y 7 del 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"*.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Móviles 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, conforma 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.

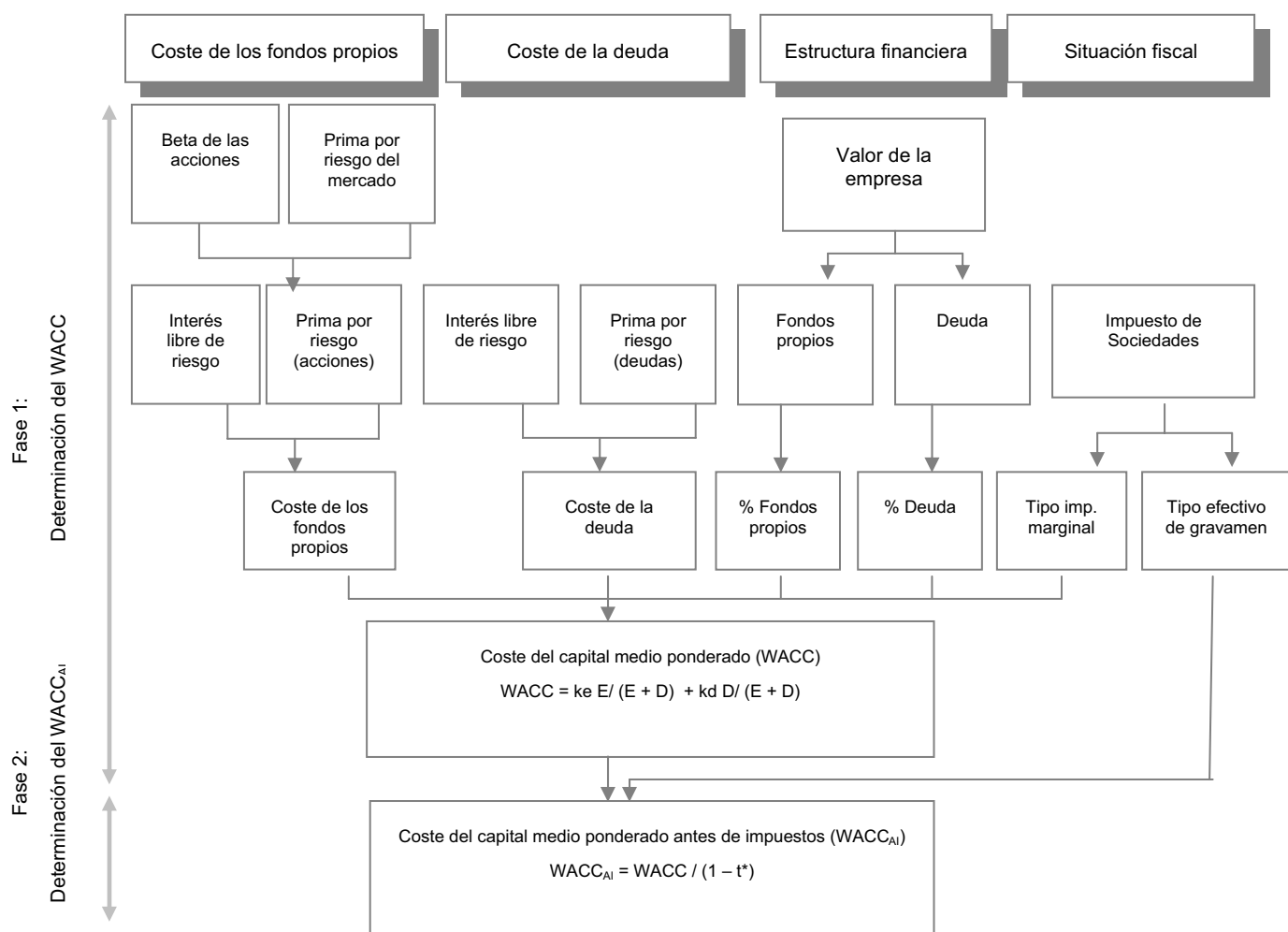
¹ En las Resoluciones aprobadas por la Comisión hasta la fecha se ha denominado ROA a la tasa anual de retorno utilizada para el cómputo de los costes de capital, y determinada como $ROA = WACC / (1 - t^*)$. Por tanto, el concepto de ROA utilizado en las Resoluciones de la Comisión es precisamente el 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 MÓVILES EN EL EJERCICIO 2004.

Telefónica Móviles 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 14,39%.

Se describe a continuación la propuesta de WACC antes de impuestos presentada por Telefónica Móviles, 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 Móviles es el resultado de las estimaciones de un WACC después de impuestos del 9,42%, y un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 34,5%.

Por otra parte, el WACC después de impuestos propuesto por Telefónica Móviles 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 Móviles, que se detallan en el cuadro siguiente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles

Tipo de interés libre de riesgo	4,50%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%
Beta de las acciones	1,41
Coste de los fondos propios	10,86%
Prima por riesgo de la deuda	1,1%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,60%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,67%
Ratio de fondos propios sobre valor total	80,00%
Ratio de deuda sobre valor total	20,00%
WACC después de impuestos	9,42%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,5%
WACC antes de impuestos	14,39%

Tipo de interés libre de riesgo

Telefónica Móviles considera que el valor más representativo del tipo de interés libre de riesgo es el promedio de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años que publica el Banco de España, manifestando su coincidencia en este punto con la Resolución de la CMT de 15 de junio de 2000, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica de España, S.A.U., durante los ejercicios 1999 y 2000.

En este sentido, Telefónica Móviles propone como tipo de interés libre de riesgo para el ejercicio 2004 un 4,50%, considerando que este valor no desvirtúa la evolución alcista mostrada por dicho tipo de interés desde agosto de 2003.

Prima por riesgo del mercado

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles considera que su valor cuantifica la rentabilidad esperada de una cartera de valores diversificada en acciones, menos la rentabilidad esperada de un activo libre de riesgo, y manifiesta que la práctica más común en su determinación se establece a partir del análisis de medias a largo plazo.

En este sentido, Telefónica Móviles propone mantener el valor aprobado por la Comisión en la Resolución de 12 de junio del 2003, sobre la propuesta de Telefónica



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Móviles de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2003, un 4,50%, considerando que se ha mantenido la tendencia económica y que este parámetro debe tener un grado de continuidad.

Beta de las acciones de Telefónica

Respecto a la beta de las acciones, Telefónica Móviles, después de recalcar que no es una compañía cotizada en bolsa, y que por tanto su beta no puede estimarse de manera directa, propone utilizar un valor de 1,41. Como se desprende de la documentación aportada, este valor resulta de utilizar como indicador del riesgo operativo de Telefónica Móviles la beta desapalancada media de Vodafone, mmO2, y Telecom Italia Mobile, valorada en 1,25 por los servicios de investigación del Credit Suisse First Boston en su actualización del *rating* de Telefónica Móviles del 9 de enero de 2004, e incorporar posteriormente el efecto adicional del riesgo financiero utilizando un ratio de deuda sobre valor total de mercado del 20%, que corresponde al ratio aprobado por la Resolución de la CMT de 18 de julio de 2002, por la que se aprueba la tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Airtel Móvil, S.A. y Telefónica Móviles para los ejercicios 2000, 2001 y 2002, y el efecto de la situación fiscal, considerando un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 34,5%.

Sobre este punto se debe destacar que el método propuesto por Telefónica Móviles para la estimación de la beta consiste en el estudio de las empresas que le sean comparables, que operen dentro del sector de telefonía móvil en Europa, y que tengan riesgos similares por moverse en un entorno competitivo similar. Telefónica Móviles considera que Vodafone, mmO2, y Telecom Italia Mobile, son empresas con riesgos de mercado que le son comparables, puesto que operan en mercados europeos, y se mueven en un entorno competitivo similar con riesgos similares.

Como resultado de multiplicar los valores estimados por Telefónica Móviles para el parámetro beta y para la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles propone aplicar una prima por riesgo del 6,36% 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 10,86%.

Estructura financiera

En lo referente a los ratios de estructura financiera, Telefónica Móviles propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 80 %, y un ratio de deuda sobre valor total de 20%. Telefónica Móviles manifiesta que estos ratios corresponden a los ratios aprobados por la Comisión en su Resolución de 18 de julio de 2002, por la que se aprueba la tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital en la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

contabilidad de costes de Airtel Móvil, S.A. y Telefónica Móviles para los ejercicios 2000, 2001 y 2002.

Prima por riesgo de la deuda

Telefónica Móviles cuantifica el coste de su deuda financiera antes de impuestos como el valor medio del Swap a largo plazo (IRS) durante el mes de diciembre de 2003 y los primeros quince días del mes de enero de 2004, estimado en un 4,6% por la operadora, más el diferencial (*spread*) sobre el Swap “comúnmente utilizado”, un 1% (100 puntos básicos).

Como consecuencia de lo anterior, Telefónica Móviles estima que su coste de la deuda antes de impuestos es un 5,60%, con una prima por riesgo sobre el tipo de interés libre de riesgo del 1,1% (110 puntos básicos). Además, Telefónica Móviles estima que su coste de la deuda después de impuestos es un 3,67%, como resultado del efecto de la desgravación fiscal de los gastos financieros en la base imponible del Impuesto de Sociedades, utilizando en el cálculo un tipo efectivo de gravamen del 34,5%.

IV.2. WACC antes de impuestos

El WACC antes de impuestos propuesto por Telefónica Móviles 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

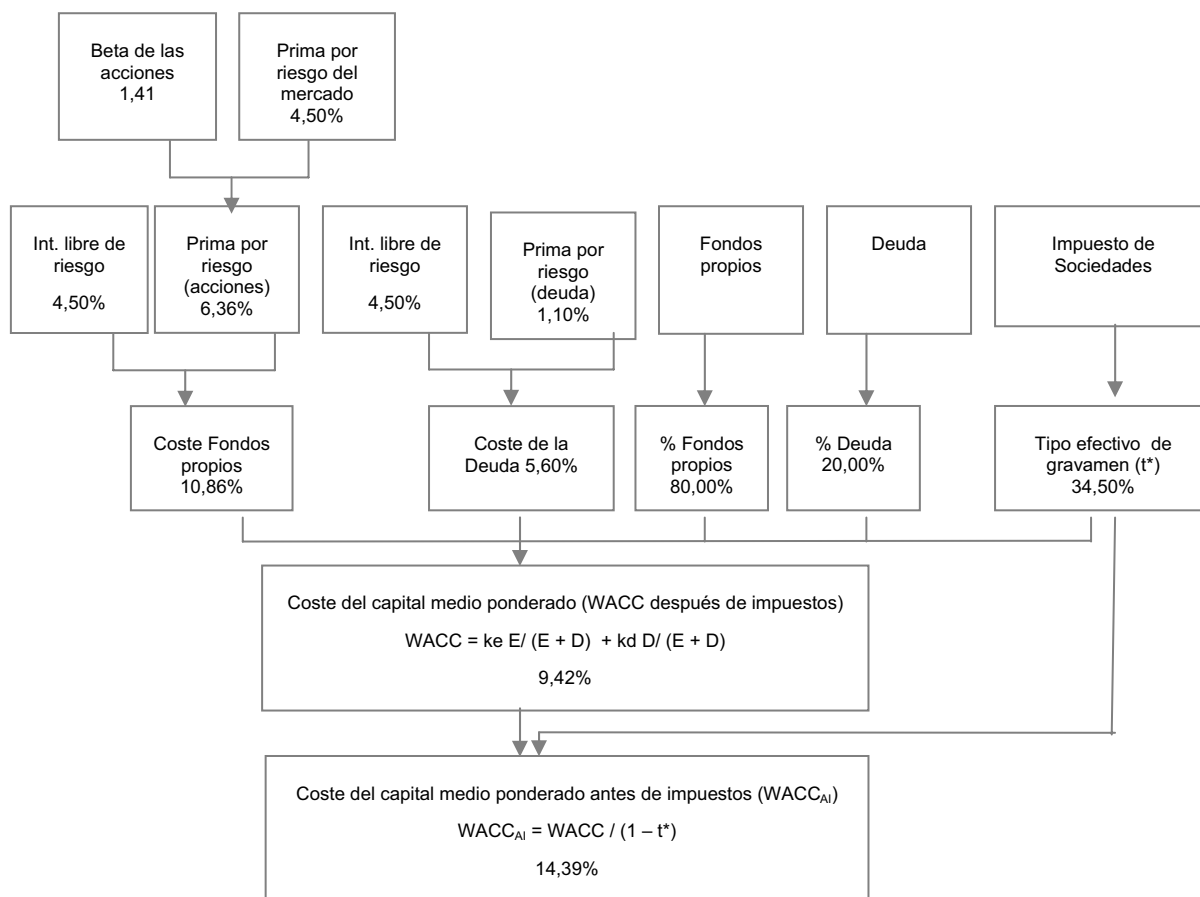
En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, Telefónica Móviles propone utilizar un 34,5%, manifestando que esta cifra corresponde al tipo efectivo del Impuesto de Sociedades estimado para el negocio de telefonía móvil de la operadora en España durante el ejercicio 2003. Además, Telefónica Móviles manifiesta que el tipo efectivo de gravamen anterior se ha calculado sin considerar los efectos fiscales de las partidas de naturaleza extraordinaria ocasionadas por las inversiones internacionales, tanto en Europa (UMTS), como en la cuenca del mediterráneo. En concreto, Telefónica Móviles manifiesta que, para el cálculo del tipo de gravamen anterior, no se han considerado las dotaciones realizadas a provisiones extraordinarias por las participaciones de las operadoras europeas, ni los resultados negativos asociados a la tenencia de participaciones en operadoras de la cuenca mediterránea. Telefónica Móviles manifiesta que excluir los efectos fiscales de las partidas anteriores, en la determinación del WACC, es consistente con el tratamiento



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

que reciben los costes extraordinarios en el modelo de costes presentado por la operadora y sancionado por la Comisión, en el que dichos costes no tienen repercusión sobre los servicios englobados dentro de la actividad principal de la empresa.

El gráfico siguiente presenta el esquema de la propuesta de Telefónica Móviles, 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 MÓVILES.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Telefónica Móviles, 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 Móviles 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 Móviles

Telefónica Móviles propone utilizar como estimador de la beta de sus acciones para el ejercicio 2004 un valor de 1,41. Este valor es el resultado de utilizar la beta desapalancada media de Vodafone, mmO2, y Telecom Italia Mobile, 1,25, un ratio de deuda sobre valor total de mercado del 20%, y un tipo efectivo de gravamen del 34,5%. Sin embargo, en la documentación aportada con posterioridad, Telefónica Móviles estima el valor del parámetro beta de sus acciones en un 1,34, como resultado de modificar el valor del ratio de deuda sobre valor total de mercado, que pasaría a ser un 11,44%.

Por otra parte, Telefónica Móviles manifiesta que el valor medio de la beta desapalancada utilizado, 1,25, es el valor que se desprende del informe sobre el *rating* de Telefónica Móviles de 9 de enero de 2004, elaborado por la entidad financiera Credit Suisse First Boston. No obstante, Telefónica Móviles no aporta evidencia adicional que justifique el valor medio anterior.

La Comisión reconoce las dificultades de estimación de la beta de Telefónica Móviles, debidas a que sus acciones no cotizan en el mercado de valores, y por tanto no existen series de precios y rendimientos que sean directamente observables y que permitan la estimación directa del valor del parámetro beta. En este sentido, la beta de Telefónica Móviles debe estimarse por un método alternativo.

Dicho lo anterior, la Comisión considera que puede obtenerse un estimador razonable de la beta de las acciones de Telefónica Móviles mediante la utilización de técnicas habituales en la gestión de carteras de inversión en activos financieros. En este sentido, la Comisión considera adecuado, para la estimación de la beta de Telefónica Móviles para la determinación del WACC del ejercicio 2004, la utilización de una cartera de acciones, valorada a precios de mercado, de empresas del Grupo Telefónica Móviles. En efecto, este método de estimación permite ajustar el valor del parámetro beta de Telefónica Móviles, S.A., sociedad dominante del Grupo Telefónica Móviles 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, cuyas acciones si cotizan en los mercados de valores, para reflejar las características diferenciales de Telefónica Móviles 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 Móviles, para la determinación del WACC correspondiente al ejercicio 2004, en un 1,18. Se procede así a una actualización del valor del parámetro beta de Telefónica Móviles aprobado por la Comisión para el ejercicio 2003, que se había estimado en 1,4, conforme a la situación actual de los mercados financieros y de comunicaciones electrónicas.

En efecto, la reducción observada en el valor del parámetro beta de Telefónica Móviles, S.A., y sobre todo, la reducción experimentada por el ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado de Telefónica Móviles aprobado por la Comisión, y la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

reducción de la exposición de la operadora a las incertidumbres de la implantación de la tecnología UMTS en los países europeos como resultado de la actualización de las hipótesis de los planes de negocio de Telefónica Móviles, y de las correcciones valorativas subsiguientes realizadas por la operadora, aconsejan su revisión a la baja. No obstante, el valor de 1,18 supone considerar que las actividades de Telefónica Móviles continúan presentando un nivel de riesgo superior al riesgo medio del mercado.

Como resultado de lo anterior, esta Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Telefónica Móviles en un 5,31%, y el coste de sus fondos propios en un 9,49%.

Estructura financiera

Telefónica Móviles propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 80,00%, y un ratio de deuda sobre valor total de 20,00%, conforme a los ratios aprobados por la Comisión en la Resolución de 18 de julio de 2002, por la que se aprueba la tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Airtel Móvil, S.A. y Telefónica Móviles para los ejercicios 2000, 2001 y 2002.

Sin embargo, en la documentación aportada con posterioridad, Telefónica Móviles considera que su estructura financiera presenta un ratio de fondos propios sobre valor total de 88,56%, y un ratio de deuda sobre valor total de 11,44%. 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, aportados por Telefónica Móviles en la información presentada en respuesta al requerimiento de información practicado en el seno del expediente.

En concreto, Telefónica Móviles manifiesta que el valor total de la empresa, que estima en 36.011,2 millones de euros, es el valor medio de las valoraciones realizadas por distintos bancos de inversión durante el segundo semestre de 2003. En cuanto al valor de mercado de los fondos propios, estimado por Telefónica Móviles en 31.891 millones de euros, se obtiene como resultado de minorar el valor de mercado total de la empresa en el valor de la deuda con coste a 1 de enero de 2004, 4.120,1 millones de euros según la documentación aportada.

Además, conforme a la documentación aportada por Telefónica Móviles, el valor de la deuda corresponde prácticamente en su totalidad a las distintas modalidades de créditos suscritos por Telefónica Móviles con su empresa matriz, Telefónica Móviles, S.A. En concreto, la cartera de deudas con coste de Telefónica Móviles incluye las partidas correspondientes al Préstamo participativo con Telefónica Móviles, S.A., (3.101,65 millones de euros), las partidas correspondientes a distintos tramos pendientes de amortizar del préstamo suscrito el 10 de octubre de 2000 con Telefónica Móviles, S.A., según la información que se incluye en las Cuentas Anuales auditadas de Telefónica Móviles correspondientes al ejercicio 2002 (cuatro tramos con un importe total de 560 millones de euros), las partidas correspondientes a los tramos en



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

euros y dólares (USD) correspondientes al préstamo Telfisa (Telefónica y Finanzas, S.A., empresa del Grupo Telefónica) – BEI (Banco Europeo de Inversiones) (con un importe de 339,55 millones de euros), y las partidas correspondientes a otras deudas contraídas con Telefónica Móviles, S.A.

Dicho lo anterior, y reconociendo la variabilidad de los valores correspondientes al valor total a precios de mercado de Telefónica Móviles aportados por la operadora, y de conformidad los criterios definidos en 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), esta Comisión estima que la composición de la estructura financiera de Telefónica Móviles, a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2004, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de un 88,56% un peso de la deuda sobre el valor total de un 11,44%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 12,92%.

Prima por riesgo de la deuda

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, Telefónica Móviles propone utilizar un valor del 1,42% (142 puntos básicos) sobre el tipo de interés libre de riesgo, 4,18%, estimando su coste de la deuda en un 5,60%. Sin embargo, en la documentación aportada con posterioridad, Telefónica Móviles reduce su estimación de la prima por riesgo en 16 puntos básicos, como resultado de utilizar los tipos efectivos de interés de las partidas que integran su cartera de deuda con coste, y cuantifica el coste de sus deudas en un 5,44%.

Dicho lo anterior, se debe destacar que el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC es un coste de oportunidad, estimado con criterios de mercado, y no un coste histórico, y por lo tanto debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de Telefónica Móviles y a la situación actual de los mercados financieros. En efecto, como quedó expresado en la Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica de España, S.A.U., durante los ejercicios 1999 y 2000, *“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”*.

En este sentido, el examen de la cartera de deuda con coste de Telefónica Móviles, muestra que la capacidad de financiación de la operadora, está influida por su capacidad de suscribir préstamos con su sociedad matriz, Telefónica Móviles, S.A., y por el coste y condiciones de amortización de dichos préstamos. En este sentido debe destacarse que la partida de mayor cuantía de la cartera de deuda con coste de Telefónica Móviles a 1 de enero de 2004, según la documentación aportada por la operadora, es el préstamo participativo con Telefónica Móviles, S.A., cuyas condiciones refuerzan la situación patrimonial de Telefónica Móviles, y especialmente, la situación de fondos propios negativos en que incurrió la operadora durante el ejercicio 2002. Atendiendo a la Nota 13.1 E) de la Memoria de Telefónica Móviles



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

correspondiente al ejercicio 2002, este préstamo participativo tiene un coste nominal del 4,00%, que conforme la información presentada por Telefónica Móviles, supondría un coste efectivo del 4,07%.

Por otra parte, la revisión de la información financiera presentada en el Folleto Informativo Continuoado 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 es el principal vehículo de acceso a los mercados financieros del grupo, y realiza operaciones financieras con las líneas de negocio del grupo para cubrir sus necesidades. De este modo, y conforme a la información presentada en la Nota 11 de la Memoria del ejercicio 2003 de Telefónica Móviles, S.A., prácticamente la totalidad del saldo vivo, contabilizado a 31 de diciembre de 2003, de las deudas de Telefónica Móviles, S.A., corresponde a préstamos y líneas de crédito, concedidos en distintas monedas, tanto a corto como a largo plazo, por Telefónica, S.A.

Dicho lo anterior, resulta razonable suponer que el coste de la deuda de Telefónica, S.A., es un estimador razonable del coste de acceder a fuentes de financiación de Telefónica Móviles. En este sentido, 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 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. Por otra parte, los resultados de la evaluación del ratio de cobertura de deuda de Telefónica Móviles, 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 sectorial³, proporcionaron los valores de 11,08 veces en el 2003, 6,84 veces en el ejercicio 2002, y un valor medio para el periodo 2002-2003 de 8,59 veces. Estos valores indican que Telefónica Móviles 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 Móviles tomando como referencia el coste de financiación de Telefónica, S.A., en el ejercicio 2004, que estima en un 5,05%. En efecto, este valor es una estimación razonable de la rentabilidad de los bonos con amortización a 10 años,

³ 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

emitidos en euros durante el ejercicio 2003 bajo el programa EMTN de Telefónica Europe, B.V., con garantía de Telefónica, S.A., y un cupón a tipo fijo del 5,125%.

Como consecuencia de lo anterior, la Comisión cuantifica el coste de la deuda antes de impuestos de Telefónica Móviles en un 5,05%.

Como resultado, se valora la prima por riesgo sobre el tipo de interés libre de riesgo de Telefónica Móviles en 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 Móviles, para la determinación del WACC del ejercicio 2004, se estima por tanto 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, la 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.

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.

Por otra parte, la revisión de la documentación aportada por Telefónica Móviles muestra evidencia de que los cálculos presentados para la determinación del tipo efectivo de gravamen en el ejercicio 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 aportada 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 exactitud del importe del Beneficio antes de impuestos declarado por Telefónica Móviles para las actividades del negocio de telefonía móvil en España, a partir del cual se ha estimado el tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2003.

Dicho lo anterior, la Comisión estima conveniente utilizar el tipo efectivo de gravamen propuesto por Telefónica Móviles, un 34,5%, para el ejercicio 2003, en la estimación del tipo efectivo de gravamen del ejercicio 2004. De este modo, la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del tipo efectivo de gravamen de

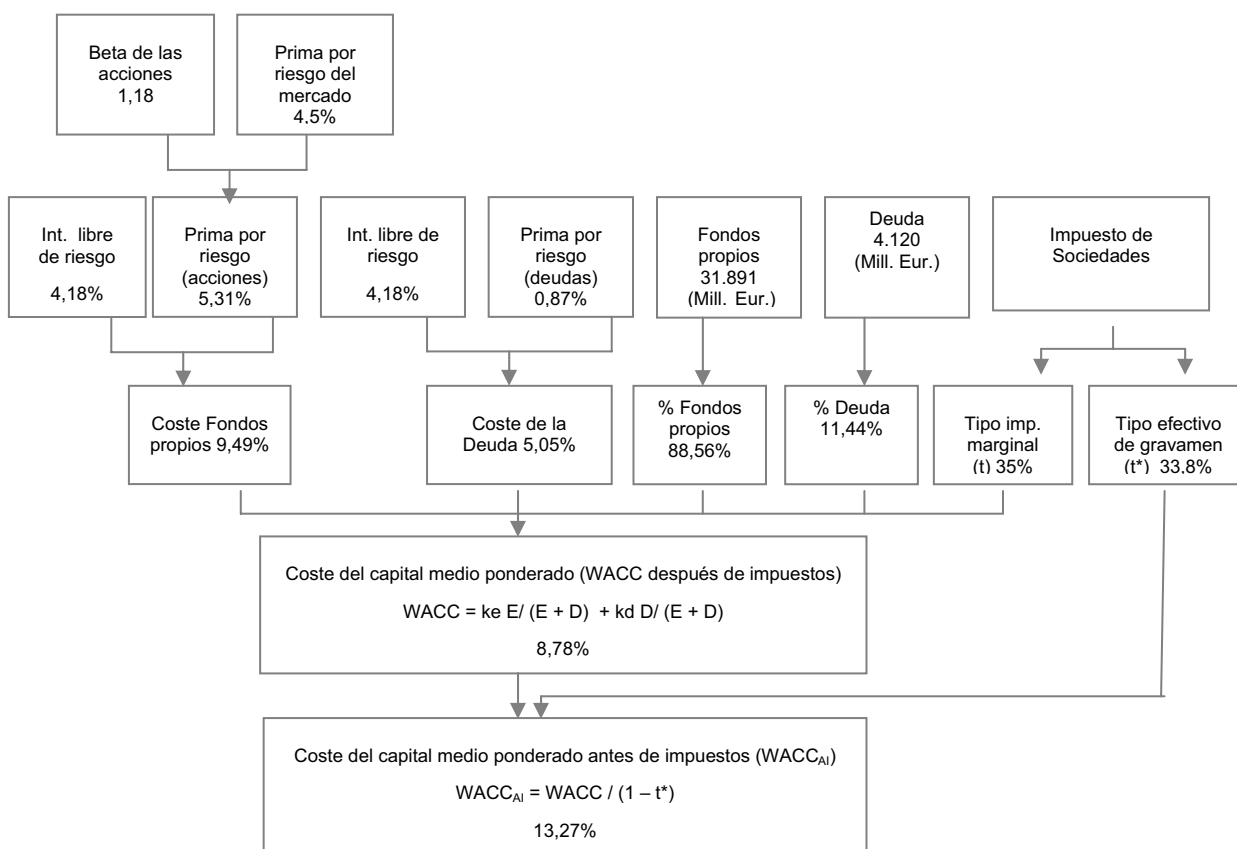


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Telefónica Móviles, para la determinación del WACC del ejercicio 2004, utilizando la media de los tipos efectivos de gravamen aprobados por la Comisión para los ejercicios 2001 y 2002, un 33,50% en ambos ejercicios, y el tipo efectivo de gravamen estimado por Telefónica Móviles para sus operaciones de telefonía móvil en España durante el ejercicio 2003, un 34,50%. La Comisión considera que este procedimiento permite incorporar información relevante, que no estaba disponible en el momento en que se determinó el WACC de Telefónica Móviles para el ejercicio 2003, para determinar el coste fiscal de Telefónica Móviles en el Impuesto de Sociedades.

Por tanto, la Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles, para la determinación del WACC del 2004, en un 33,8%.

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





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 8,78% y un tipo efectivo de gravamen del 33,8%.

Por tanto, se estima la tasa anual de retorno a aplicar por Telefónica Móviles para el computo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004 (WACC antes de impuestos) en un 13,27%.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

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

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

PARAMETROS	TELEFONICA MÓVILES	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,50%	4,18%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%	4,50%
Beta de las acciones	1,41	1,18
Coste de los fondos propios	10,86%	9,49%
Prima por riesgo de la deuda	1,1%	0,87%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,60%	5,05%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,67%	3,28%
Ratio de fondos propios sobre valor total	80,00%	88,56%
Ratio de deuda sobre valor total	20,00%	11,44%
WACC después de impuestos	9,42%	8,78%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,5%	33,8%
WACC antes de impuestos	14,39%	13,27%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como puede verse en el cuadro, la Comisión considera adecuado aceptar el valor propuesto por Telefónica Móviles para la prima por riesgo del mercado, 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 Móviles aprobada por la Comisión en sus resoluciones, así como la estimación de tasa de retorno para el ejercicio 2004 presentada en esta Resolución.

EJERCICIOS	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²	2004
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	12,15%	11,77%	11,77%	9,36%	8,78%
TASA DE RETORNO	18,00%	18,00%	18,00%	14,18%	13,27%

¹ Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002. ² 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 Móviles España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios, durante el ejercicio 2004, del 13,27%, 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.

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,



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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