



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. JOSÉ GIMÉNEZ CERVANTES, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

CERTIFICA:

Que en la Sesión nº 22/00 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 15 de junio de 2000, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

TASA ANUAL DE RETORNO PARA EL COMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A.U. DURANTE LOS EJERCICIOS 1999 Y 2000

1. OBJETO Y MOTIVOS DEL ACUERDO.

Con fecha 31 de Diciembre de 1999 Telefónica de España envió escrito y anexo, para proponer a la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones los valores correspondientes a las tasas de retorno, así como la metodología aplicada para su cálculo. Las tasas calculadas para 1999 y para el 2000 recogidas en el documento anexo al escrito 31 de diciembre de 1999 fueron corregidas en un escrito posterior de fecha 24 de enero de 2000, al detectarse un error en algunas de las variables implicadas en el cálculo.

Telefónica de España ha presentado con fecha 21 de Marzo del 2000 un documento descriptivo de la metodología y variables utilizadas en la elaboración de la tasa de retorno en el año 2000, con la última valoración correspondiente a la actualización de la información utilizada para el cálculo.

La Resolución de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones de 15 de julio de 1999, por la que se aprueban los principios, criterios y condiciones para el desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes establece, en su anexo y en el apartado 3, de criterios de valoración y temporalidad, que Telefónica de España SAU (en adelante Telefónica) debería proponer, antes del 31 de Diciembre de 1999, la tasa anual de retorno a aplicar para dicho



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ejercicio y la prevista para el 2000 que la CMT habría de aprobar. Dicha tasa será la resultante de aplicar el coste medio ponderado de los capitales utilizados (en terminología anglosajona WACC: Weighted Average Cost of Capital).

La consideración del coste de capital como elemento de remuneración de los capitales invertidos en la prestación de los diferentes servicios es un hecho reconocido en toda la normativa del sector, tanto dentro de las Directivas Comunitarias, como de la propia Legislación Española.

Así la Directiva 90/387/CE relativa al establecimiento del mercado interior de los servicios de telecomunicaciones mediante la realización de la oferta de una red abierta de telecomunicaciones, establece en su anexo 2 la necesidad de considerar un rendimiento razonable de las inversiones efectuadas, planteamiento que también se recoge en la Directiva 98/10/CE, sobre la aplicación de la ONP a la telefonía vocal y sobre el servicio universal de telecomunicaciones en un entorno competitivo. Igualmente en la Recomendación de la Comisión de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2: separación contable y contabilidad de costes), donde ya se recoge específicamente la metodología WACC.

En la Legislación española, el coste de capital está recogido en los diferentes Reglamentos. Así, por ejemplo, en el art. 13 del de Interconexión de 24 de Julio de 1998, o el art. 28 del Servicio Universal, de 31 de Julio del mismo año.

2. DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA.

La fórmula financiera propuesta es :

$$\text{WACC} = \text{Re} * (\text{E}/\text{E}+\text{D}) + \text{Rd} * (\text{D}/\text{E}+\text{D})$$

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

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

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

La propuesta de Telefónica concluye proponiendo la aprobación por la CMT de un **ROA = 15,88% para el año 2.000**, del que, una vez deducido el Impuesto de Sociedades del 35%, se obtendría un WACC = 10,32%.

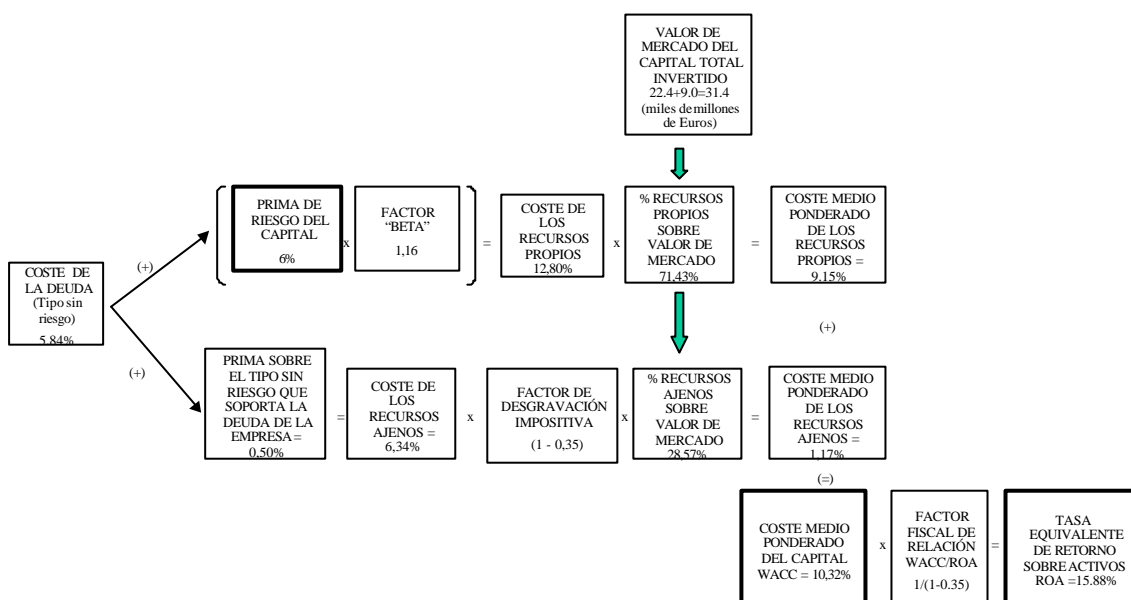


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, Telefónica propone para los cálculos de costes correspondientes al ejercicio 1.999 un ROA = 14,30% obtenido con la misma metodología y los parámetros correspondientes.

3. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA.

La metodología de cálculo propuesta por Telefónica, conforme con la conceptualización teórica generalmente admitida, se puede resumir esquemáticamente del siguiente modo:



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

Para la valoración de dicha propuesta de Telefónica, esta Comisión ha considerado necesario recabar la opinión de Consultoras y Organismos de reconocido prestigio en el análisis financiero. De todos los parámetros involucrados en el cálculo del WACC se han considerado más importantes, debido a la subjetividad que representan, la Tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y el parámetro Beta. Para la valoración de éstos se han contratado los servicios técnicos de una consultora de reconocido prestigio en las valoraciones financieras.

Respecto a la **Tasa libre de riesgo** (Coste de la Deuda), esta consultora, considera razonable tomar como referencia el tipo de la Deuda Pública a largo plazo que en Enero de 2000 se fijó para las Obligaciones a 10 años en el 5,75%. Telefónica propone un valor similar de 5,84%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Para la determinación de la **prima de riesgo** del mercado de capitales, la consultora considera adecuado utilizar primas de riesgo de mercados Internacionales debido a la globalización en el sector de las Telecomunicaciones y al hecho de que Telefónica cotice en diversos mercados internacionales. En consecuencia estiman que la tasa de riesgo de mercado aplicable en las condiciones actuales se situaría en un entorno próximo al 6%, semejante al propuesto por Telefónica.

Con relación al **parámetro Beta** la opinión de la consultora es considerar a Telefónica como una empresa prestadora de servicios de telefonía fija y especialmente en lo relativo a los servicios básicos presenta un nivel significativamente inferior de riesgo y tendría un carácter al menos parcialmente asimilable a la de empresas de los grupos denominados históricamente "Utilities", que tradicionalmente han presentado Betas bajas inferiores con frecuencia a 1. Tomando en consideración todos estos aspectos la consultora considera razonable aplicar una Beta comprendida entre 1 y 1,20 como representativa del riesgo propio de la Sociedad respecto al mercado. La propuesta de Telefónica sitúa el "factor Beta" en 1,16.

Como conclusión, la consultora propone que la Tasa de coste de los recursos propios, incluyendo la prima de riesgo de capital, aplicables en las condiciones actuales de Telefónica de España, S.A., se situaría entre el 11,40% y el 13,30%.

Por otra parte, esta Comisión ha recabado la opinión de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A. para la valoración del coste de capital de Telefónica. Respecto a la Tasa libre de riesgo el valor propuesto es de 5,65%, la prima de riesgo del conjunto de la bolsa española ha sido del 6% entre 1980 y 1997 y la beta de Telefónica en relación con el Índice General de la Bolsa de Madrid ha sido de 1,26. Con todo ello propone una remuneración del capital propio del 13,21%, ligeramente superior al 12,80% propuesto por Telefónica.

No obstante lo anterior, y respecto al parámetro primero, de la tasa libre de riesgo, esta Comisión considera los siguientes puntos:

- ✓ El valor más representativo de la Tasa libre de riesgo con que puede contar esta Comisión para el cálculo del Coste medio ponderado del capital del año 1999 habrá de ser el promedio de los tipos de interés de las Obligaciones a 10 años que el Banco de España ha venido calculando durante tal año, que resulta ser un 4,75%. El fundamento que subyace a esta valoración resulta evidente: se está calculando un WACC de un periodo de tiempo ya pasado, donde se conoce con objetividad cuál resultó



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ser la Tasa libre de riesgo media, si se tienen como referencia los tipos medios ponderados de Obligaciones a 10 años antes citadas.

- ✓ Sin embargo, y para un periodo como el 2000, es obvio que no resulta estimativo del valor anual el promedio de un periodo de tiempo limitado (primeros cinco meses), al no considerarse las posibles modificaciones del valor de las Obligaciones que pudieran producirse en el tiempo restante. Consideramos que los últimos valores registrados tienden a incorporar las tendencias existentes para el resto del año y, por ende, a sesgar en menor medida el valor promedio del año en curso, con lo que se propone que se incorpore el tipo de interés de las Obligaciones a 10 años del mes de Junio del 2000 y cuyo valor es del 5,46%.

Respecto de la prima de riesgo, se estima oportuno aceptar el parámetro medio que la Consultora asume, de un 6%, ya que se trataría de un valor comúnmente aceptado, no sólo por las estimaciones de Telefónica, sino, y fundamentalmente, por los datos presentados por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid.

Por último, una Beta del 1 indicaría una que el valor teórico (ya que no cotiza en bolsa como tal) de las acciones de Telefónica de España, S.A.U., tienen una volatilidad semejante a la media del mercado. En la etapa del monopolio las empresas de telefonía fija como Telefónica eran un valor refugio de la bolsa. Los inversores invertían en este tipo de empresas para asegurarse una rentabilidad. Cuando finaliza el monopolio, el riesgo se ve incrementado por la incorporación de nuevas empresas y por la expansión de los valores que representan actividades relacionadas con las “tecnologías avanzadas”. Estos factores suponen un incremento de riesgo en empresas como Telefónica. Por todo ello se considera adecuada una Beta con valor 1 que, además, coincide con el extremo inferior de la valoración de la consultora, que estima una Beta entre un rango de 1 y 1,2.

Otro componente necesario para el cálculo del WACC, es el **coste de la Deuda Financiera con terceros**.

- El criterio seguido por Telefónica para el cálculo de este coste ha considerado que el valor de mercado de la citada deuda coincide con su saldo contable vivo a una fecha. La deuda con coste financiero está compuesta del préstamo formalizado por Telefónica con su matriz el 4/1/99. Dado que el tipo de interés de este pasivo responde a costes históricos auditados en el momento de la segregación de Telefónica de España, se propone la utilización de una referencia de mercado a largo plazo como el IRS a diez años, aumentado en un diferencial actualmente utilizado del 0,4%. Otro de los componentes de la deuda financiera son los fondos sociales (seguro de sueldo y ATAM); estos pasivos devengan interés a



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

razón de una tasa que varía mensualmente y que toma como referencia el Euribor a tres meses. Telefónica incorpora la deuda por arrendamiento financiero, aunque este pasivo es de poca importancia. **El tipo medio de la deuda con coste aplicable a los recursos ajenos propuesto por Telefónica es del 6,34%.**

- Como el coste ponderado de la deuda se calcula después de impuestos hay que multiplicar por la tasa $(1 - t)$ donde t es el tipo marginal de Telefónica, resultante del Impuesto de Sociedades, proponiendo que se considere $t=35\%$.

Si conocemos los costes de capital propio y de la deuda, el cálculo del coste promedio ponderado WACC ya solo dependerá de los **coeficientes de ponderación relativos de capital y deuda**. Es importante insistir en que dichas proporciones relativas no se refieran a los valores contables de deuda y recursos propios que figuran en el balance, porque 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 porque se está considerando el largo plazo, donde se emplean costes corrientes y no históricos. Telefónica utiliza para el cálculo del valor de mercado de los Recursos Propios la metodología de valoración por suma de partes, que responde al promedio de valoraciones aportadas por una serie de entidades independientes. Considerando estas valoraciones en el año 2000 resulta un valor promedio de 31.395 millones de euros. Descontando a dicho promedio el saldo medio estimado de la deuda financiera con terceros durante el ejercicio 2000, en Telefónica 8.969 millones de euros, resulta un valor de mercado para los fondos propios de 22.426 millones de euros. Así el % Relación Recursos Propios/ Valor Total es igual al **71.43%** y el % Relación valor de la Deuda/valor total es del **28,57%**.

Una vez calculado el WACC Telefónica utiliza el multiplicador de impuesto para la obtención del ROA:

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

Donde t representa el tipo marginal impositivo al que está sometida la compañía. El Impuesto de Sociedades es el impuesto directo que grava los Beneficios de las empresas. El tipo marginal, el que grava la última peseta de beneficio, es el 35% pero, debido a las diferentes deducciones y bonificaciones, la gran mayoría de las empresas están sometidas a tipos medios inferiores. Telefónica, al ser una compañía intensiva en capital y contar con importantes inversiones en I+D (principal partida de deducción en el esquema actual del impuesto) no soporta, en ningún supuesto, el tipo medio del 35%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, el tipo medio de gravamen efectivo que históricamente Telefónica de España, S.A.U. realmente soporta es difícil de precisar, en tanto que, para empezar, dicha persona jurídica no ha existido con anterioridad al ejercicio 1999 y ni siquiera en dicho año puede ser fiscalmente analizada con independencia del *"holding"* al que pertenece.

Como es sabido, y desde 1990, Telefónica tributa en régimen de declaración consolidada con determinadas compañías del grupo. El perímetro de consolidación no está claramente definido en las cuentas anuales: grupo consolidado fiscal en 1999 es de 53 compañías, entre ellas Telefónica internacional, Telefónica de España, TSM, Telefónica Telecomunicaciones Públicas y Telefónica Data España.

Ante la imposibilidad de precisar objetivamente, sobre la base de las liquidaciones fiscales efectivas, el coste fiscal promedio que ha soportado Telefónica de España, S.A.U., se ha procedido a una estimación teórica, fundamentada en datos de Memorias de los ejercicios 1998 y 1999 de Telefónica, S.A., y se ha llegado a las conclusiones siguientes:

- Para el ejercicio 1998, la cuota de gravamen teórica que habría soportado una entidad del perfil de Telefónica de España S.A.U. considerándola aisladamente del resto del *"holding"* sería del orden del 26% como máximo y superior al 20% como mínimo.
- Para el ejercicio 1999 las cuentas de Telefónica de España, S.A.U., si no se tienen en cuenta las disminuciones de la base impositiva por cargas extraordinarias de saneamiento, hacen presumible una carga fiscal, en relación con los beneficios teóricos ordinarios, no inferior al 25%.

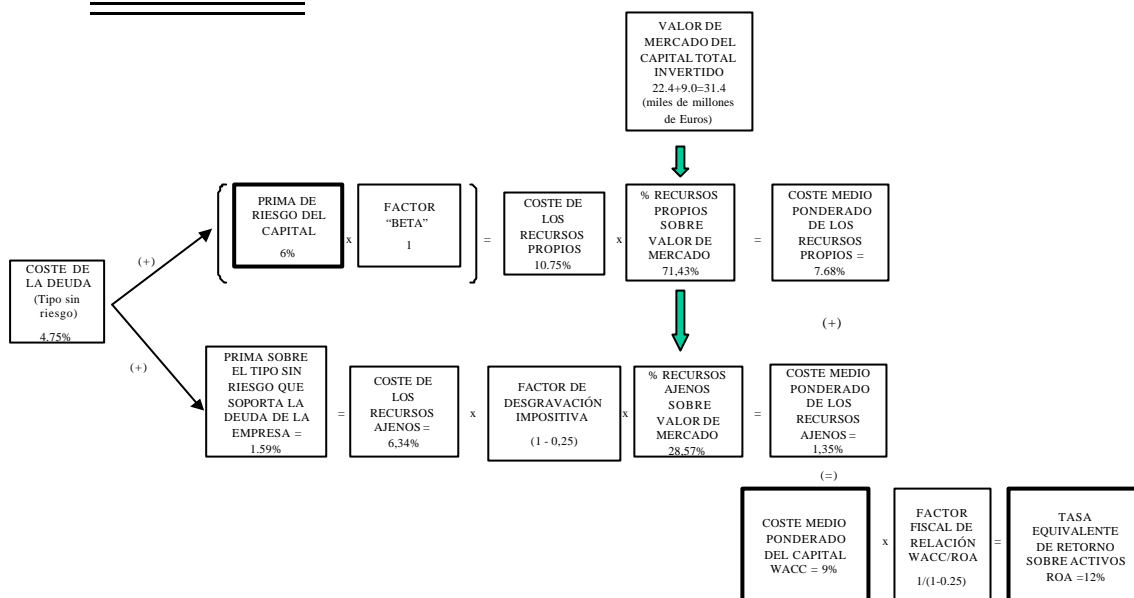
En consecuencia, consideramos razonable utilizar para el cálculo de la *"tasa de retorno"* sobre el capital neto invertido, una deducción implícita del 25% por fiscalidad sobre beneficios, para cubrir la tasa WACC, considerada como expectativa del mercado de capitales, del 9% para el año 1999 y del 9,5% para el 2000. De esta forma se llega a **una valoración razonable de la mencionada *"tasa de retorno"* (ROA) del 12,0% para el año 1999 y del 12,6% para el 2000.**

Los cuadros que a continuación se muestran resumen los cálculos que respaldan la decisión de esta Comisión:



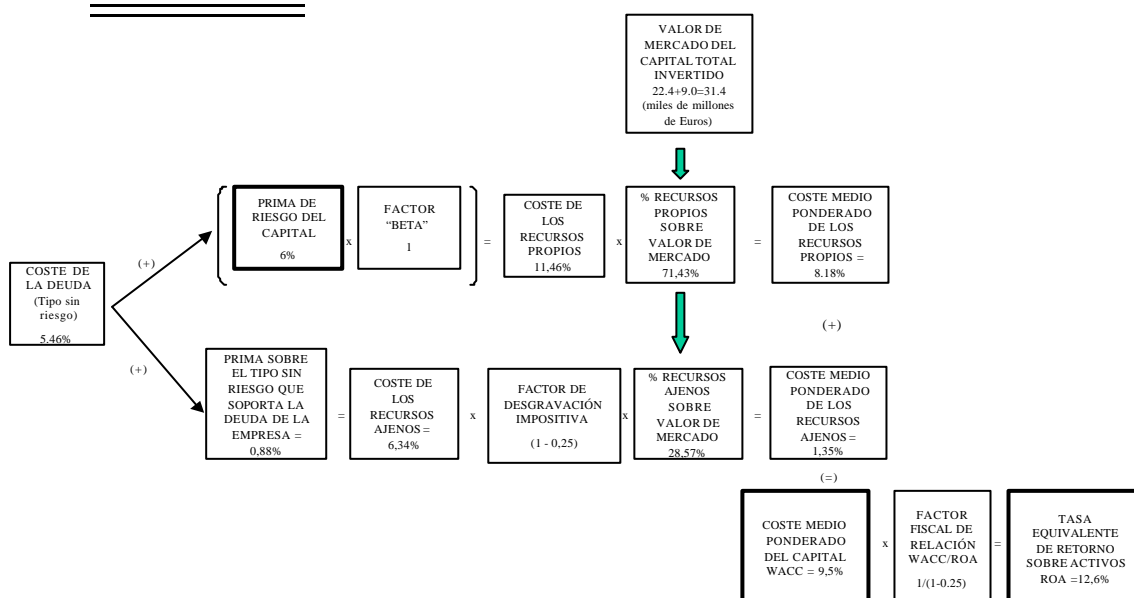
COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

WACC 1999 *



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

WACC 2000 *



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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

4. PRACTICAS DEL SECTOR EN OTROS PAISES EUROPEOS

La Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha realizado una consulta a los reguladores miembros de IRG sobre cuál es la Tasa de Retorno que aplican en sus países al operador dominante. Se ha obtenido respuesta de 5 países que forman parte de una muestra representativa de las tendencias del sector en esta materia. En el siguiente cuadro se muestra la Tasa de Retorno utilizada y el método aplicado:

	<i>Tasa</i>	<i>Metodología utilizada</i>
Suiza	11,75%	WACC
Francia	9,90%	WACC
Bélgica	12,46%	WACC
Suecia	15,00%	WACC
Islandia	11,82%	WACC

5. CONCLUSIÓN

A la vista de lo anterior esta Comisión considera oportuno aprobar unas Tasas 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 los ejercicios 1.999 y 2.000, del 12,0% y 12,6%** respectivamente, fundamentadas en la metodología WACC propuesta por dicha operadora y apreciando los parámetros que en ella intervienen del siguiente modo:

<i>Parámetros</i>	<i>Apreciación Telefónica</i>	<i>Apreciación de la CMT</i>	
▪		1999	2000
▪ Coste de la Deuda Pública (sin riesgo)	5,84%	4,75%	5,46%
▪ Coste de los recursos propios incluida la prima de riesgo	12,80%	10,75%	11,46%
▪ Coste de los recursos ajenos	6,34%	6,34%	6,34%
▪ Factores de ponderación entre recursos propios y ajenos	0,7143/0,2857	0,7143/0,2857	
▪ Tasa fiscal aplicable para conversión del WACC en ROA	35%	25%	25%

Las tasas de retorno reseñadas se aplicarán de acuerdo con el Sistema de Contabilidad de Costes que esta Comisión apruebe conforme a los principios por ella establecidos en su resolución del 15/7/1999.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y el Artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 1.ocho de la Ley 12/1997, de 24 de abril, de Liberalización de las Telecomunicaciones, la Disposición adicional cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 del la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

Vº Bº

EL PRESIDENTE

EL SECRETARIO

José M^a Vázquez Quintana

José Giménez Cervantes