



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. ALFONSO RAMOS DE MOLINS SAINZ DE BARANDA, 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 18/05 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 19 de mayo de 2005, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA MÓVILES ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2005 (AEM 2005/217).

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 9 de febrero de 2005, 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 cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005, 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 mediante Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los documentos siguientes:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de Telefónica Móviles solicitando a la Comisión que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2005.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles para el año 2005.
- Informe anexo sobre la declaración del Impuesto sobre Sociedades de Telefónica Móviles del ejercicio 2004.
- Informe del 17 de enero de 2005 del banco de inversión Goldman Sachs *"Europe Telecom Services. The Valuation Phone Book"*.

De acuerdo a la solicitud presentada por Telefónica Móviles, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la Comisión procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2005/217.

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, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria correspondientes al ejercicio 2004.
- Informe de Gestión y cuentas anuales auditadas (Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, y Memoria) correspondientes al ejercicio 2003.

Tercero.- Con fecha 28 de abril de 2005 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Telefónica Móviles en cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Telefónica Móviles en respuesta al requerimiento de información practicado.
- Informe de gestión, cuentas anuales e informe de auditoria correspondientes al ejercicio 2004.
- Informe de Gestión, cuentas anuales e informe de auditoria correspondientes al ejercicio 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

Además, conforme al párrafo primero del apartado 3 de la Disposición transitoria primera de la LGTel, y a la Disposición transitoria primera del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por el Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, los operadores dominantes en los mercados de referencia actualmente existentes, y las obligaciones que tienen impuestas, continuarán en vigor hasta que se determinen los nuevos mercados de referencia y los operadores con poder significativo en dichos mercados, así como sus obligaciones.

Dicho lo anterior, la declaración de Telefónica Móviles como operador dominante en los mercados nacionales de servicios de telefonía móvil automática y de servicios de interconexión, establecida mediante Resolución de la Comisión de 11 de septiembre de 2003 sobre los operadores que tienen la consideración de dominantes a los efectos de lo previsto en la LGTel, supone que, entre otras obligaciones, Telefónica Móviles deba cumplir con las obligaciones en materia de contabilidad de costes establecidas en la normativa sectorial vigente.

Pues bien, conforme a las competencias de la Comisión en materia de contabilidad de costes, la Resolución de la Comisión de 15 de julio de 1999 aprobó los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes al que habrán de ajustarse los operadores que tengan la condición de dominantes en los mercados de referencia, que tenía como destinataria única Telefónica de España, S.A.U, y que se declararon aplicables posteriormente a todos los operadores dominantes mediante Resolución de la Comisión de 27 de julio de 2000. Además, de conformidad con lo establecido en los principios de contabilidad de costes, la Comisión aprobó el Sistema de Contabilidad de Costes de Telefónica Móviles mediante Resolución de 20 de diciembre de 2001.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dicho lo anterior, 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 aprueba la tasa anual de retorno a aplicar Telefónica Móviles para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2005.

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 según el coste del capital medio ponderado (en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, en adelante WACC) conforme al coste del dinero en el mercado y a la tasa de riesgo empresarial. Esta metodología ha sido recomendada por la Comisión Europea en su Recomendación 98/322/CE, de 8 de Abril de 1998,



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), y adoptada por la mayoría de las Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANR's) de los países de nuestro entorno¹.

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 conforme a la siguiente 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 (o simplemente deuda), E es valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Además, el criterio de valoración de los fondos propios y de la deuda, establecido por la Comisión en sus Resoluciones sobre las tasas de retorno de los operadores dominantes, es la valoración de los fondos propios y de la deuda a precios de mercado conforme a las prácticas financieras habituales. Por otra parte, conforme a lo establecido en la Recomendación 98/322/CE, es conveniente que estos valores 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 financiero a precios de mercado, D/E , que es un indicador sintético del peso de las deudas sobre la estructura financiera de los operadores.

¹ En este sentido se ha pronunciado el Grupo de Reguladores Independientes (IRG), que considera que la aplicación de la fórmula del WACC en el cálculo de la tasa de retorno razonable de los operadores con poder significativo de mercado es un *"principio de implementación y mejor práctica"* (Principios de Implementación y mejores prácticas sobre el estándar de costes FL – LRIC, PIB XVI), y el Grupo de Reguladores Europeos (ERG), que en los Resultados de la consulta pública sobre la revisión de la Recomendación 98/322/CE, para su actualización conforme al nuevo marco regulatorio de las comunicaciones electrónicas (documento ERG (04) 34), ha considerado que el WACC es una metodología bien establecida que dispone de amplio consenso entre las Autoridades Nacionales de Reglamentación.



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 fiscal a las que el operador tenga derecho.

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

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

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 operador².

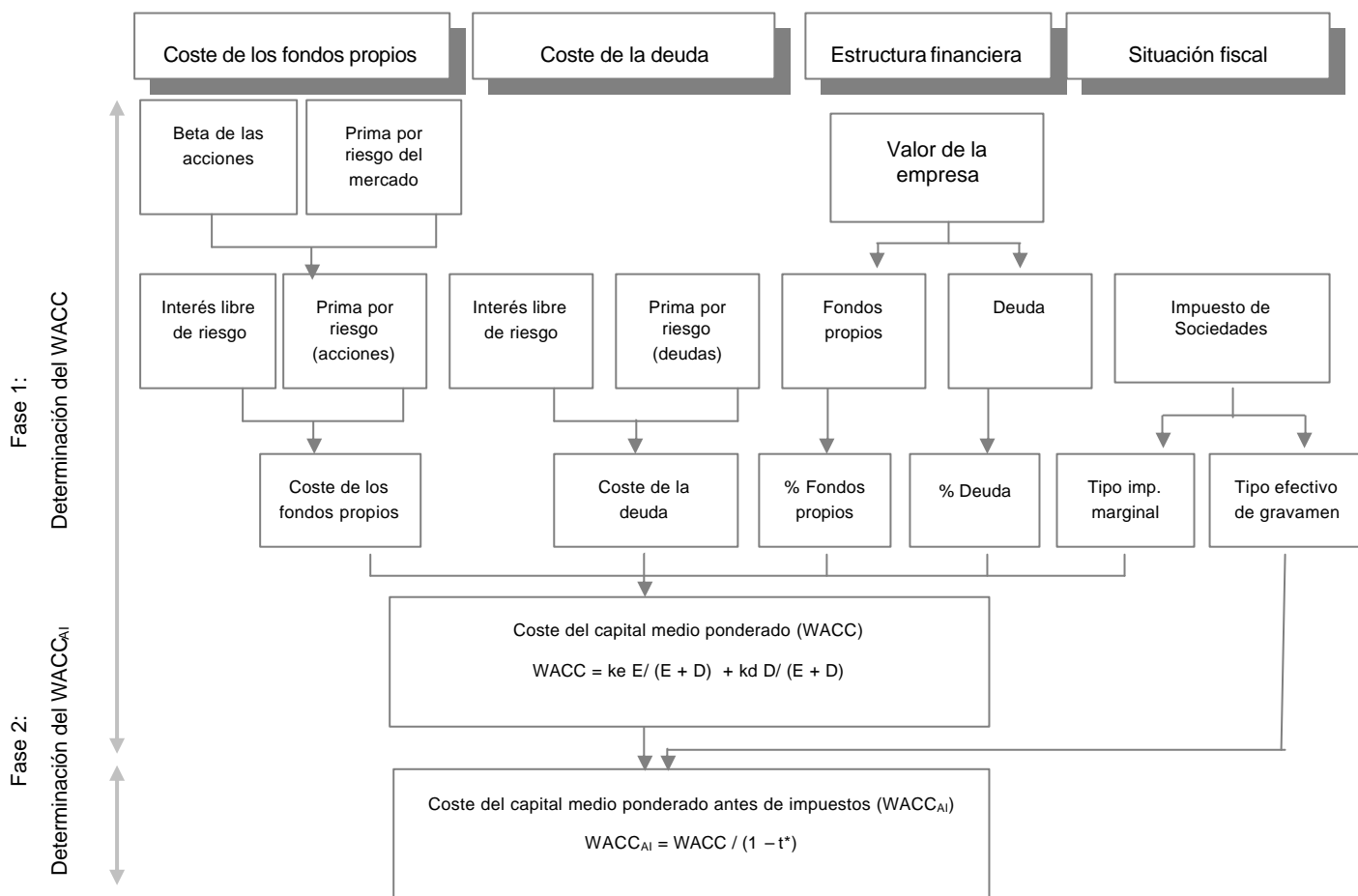
² En las Resoluciones aprobadas por la Comisión se ha denominado en algunas ocasiones ROA a la tasa anual de retorno utilizada para el cómputo de los costes de capital, estableciendo la igualdad $ROA = WACC / (1 - t^*)$. Por tanto, el concepto de ROA utilizado en dichas Resoluciones es el WACC antes 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 por riesgo del mercado) es el exceso de rentabilidad esperada por las inversiones en acciones, sobre el tipo de interés libre de riesgo. El parámetro beta, que proporciona la medida del riesgo de los fondos propios en el CAPM, es la sensibilidad de la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

rentabilidad de los fondos propios respecto a las variaciones de la rentabilidad del mercado bursátil en general.

Como resultado de lo anterior, la expresión en generalmente utilizada por la Comisión para estimar el coste de los fondos propios es la siguiente:

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

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 operador³.

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 (?). 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 la siguiente:

³ 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

$$k_d' = R_f + \lambda,$$

de forma que la prima por riesgo de la deuda antes de impuestos verifica $\lambda = k_d' - R_f$.

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

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

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

IV. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2005 REALIZADA POR TELEFONICA MÓVILES.

Telefónica Móviles solicita a la Comisión que apruebe una tasa de retorno (WACC antes de impuestos) del 13,628% para la determinación de los costes de capital de la operadora del año 2005. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Telefónica Móviles para el WACC después de impuestos, un 8,91%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 34,6%. Además, Telefónica Móviles manifiesta que la propuesta de 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.

IV.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por Telefónica Móviles es el resultado de sus estimaciones para el ejercicio 2005 del coste del capital propio, del coste de la deuda, y de la composición de su estructura financiera. Los valores de los parámetros propuestos por Telefónica Móviles se detallan en el siguiente cuadro.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles.

Tipo de interés libre de riesgo	3,56%
Prima por riesgo del mercado	5,00%
Beta de las acciones	1,16
Coste de los fondos propios	9,38%
Prima por riesgo de la deuda	2,73%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,29%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,11%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,17%
Ratio de deuda sobre valor total	8,83%
WACC después de impuestos	8,91%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,6%
WACC antes de impuestos	13,628%

Tipo de interés libre de riesgo.

Telefónica Móviles propone como indicador del tipo de interés libre de riesgo el promedio de los tipos de interés de las Obligaciones a 10 años publicado por el Banco de España. En este sentido, Telefónica Móviles expresa su conformidad con el criterio utilizado por la Comisión en su Resolución 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 durante los ejercicios 1999 y 2000.

Dicho lo anterior, Telefónica Móviles propone un tipo de interés libre de riesgo del 3,56% para el año 2005, manifestando que dicho valor corresponde al indicador publicado por el Banco de España en Diciembre del 2004, que recoge la tendencia descendiente experimentada por los tipos de interés de las Obligaciones a 10 años durante el ejercicio 2004.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles propone un valor del 5%. Por tanto, Telefónica Móviles propone aumentar en un 0,5% (50 puntos básicos) la prima por riesgo aprobada por la Comisión



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

para el ejercicio 2004⁴, un 4,5%. En este sentido, Telefónica Móviles manifiesta que, aunque la Comisión ha aprobado una prima por riesgo del 4,5% para los cálculos de la tasa de retorno de los ejercicios 2003 y 2004 respetando la tendencia económica y el grado de continuidad necesario en el valor del parámetro, es conveniente proceder a su modificación. En concreto, Telefónica Móviles manifiesta lo siguiente:

- El valor de la prima por riesgo del mercado es un valor *“poco consensuado entre los diferentes analistas y bancos de inversión con un techo en el 5,5%”*. Telefónica Móviles considera además que existen diferentes enfoques para la estimación de la prima por riesgo del mercado, siendo los más utilizados los que se basan en la observación de los mercados financieros durante periodos largos de tiempo que suelen emplear como estimador de la prima por riesgo las medias muestrales a largo plazo.
- El Informe de Mercado 2004 de Bolsas y Mercados Españoles, S.A., (BME) pone de manifiesto que el valor del estimador de la prima por riesgo de mercado *“toma una senda ascendente”*. En concreto, la argumentación presentada por Telefónica Móviles es la siguiente:
“(…) La rentabilidad media esperada de la actividad de las compañías cotizadas para los próximos años se sitúa en el momento actual en niveles cercanos al 110%, producto de un PER 2004 de 15 veces (...) y una tasa esperada de crecimiento medio de beneficios a largo plazo del 8-9%. La diferencia entre esa tasa esperada de rentabilidad y la que actualmente ofrece la Deuda del Estado a 10 años, en el entorno del 4%, arroja una prima de riesgo cercana a 6 puntos, valor históricamente elevado que indica que la incertidumbre ha permanecido alta durante todo el ejercicio (...) (BME, Informe de Mercado 2004, Pág. 18) ”.
- La reducción propuesta del tipo de interés libre de riesgo hasta el 3,56% supone que la estimación de la prima por riesgo del mercado debería aumentar ligeramente.

Beta de las acciones de Telefónica Móviles.

Telefónica Móviles manifiesta que su condición de empresa no cotizada en el mercado bursátil impide la estimación directa de su parámetro beta. Por

⁴ Resoluciones de la Comisión de 27 de mayo de 2004, 10 de junio de 2004, y 1 de julio de 2004, correspondientes a las tasas de retorno de Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles, y Vodafone España, S.A.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

este motivo, la operadora considera necesario encontrar un método alternativo para su estimación. En concreto, el método propuesto por Telefónica Móviles consta de las siguientes fases:

- Identificación de las principales empresas cotizadas del sector de la telefonía móvil en Europa, con riesgos equiparables a los de Telefónica Móviles por moverse en entornos competitivos similares (identificación de una muestra de empresas comparables).
- Identificación del riesgo operativo del negocio de telefonía móvil mediante la estimación de la beta desapalancada promedio de las empresas comparables.
- Estimación de la beta de Telefónica Móviles, considerando las características de su estructura financiera que se desprenden del ratio de apalancamiento financiero de la operadora.

Pues bien, mediante la aplicación de la metodología que se acaba de detallar, Telefónica Móviles propone la aprobación de un valor de 1,16 para su parámetro beta. Este valor resulta de utilizar como indicador del riesgo operativo de Telefónica Móviles una beta desapalancada de 1,10, e incorporar posteriormente el efecto del riesgo financiero que se desprende de un ratio de deuda sobre valor total de mercado del 8,83%, y el efecto de las cargas fiscales, utilizando para ello un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 34,6%.

Por tanto, como resultado de los valores estimados por Telefónica Móviles para el parámetro beta y para la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles valora el coste de sus fondos propios en un 9,38%, lo que supone una prima por riesgo del 5,82%.

Estructura financiera.

Telefónica Móviles propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 91,17% y un ratio de deuda sobre valor total de 8,83%, como resultado de las estimaciones realizadas con criterios de mercado del valor total de la empresa, del valor de los fondos propios, y del valor de la deuda financiera, aportados por Telefónica Móviles en su propuesta. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Telefónica Móviles para el año 2005 es un 9,69%.

En lo referente al valor total de la empresa, Telefónica Móviles propone un incremento del 8,47% sobre el valor aprobado por la Comisión para el año



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

2004, y cuantifica el valor total de la operadora en 39.060 millones de euros. Además, Telefónica Móviles manifiesta que la metodología utilizada en la estimación de su valor total de mercado es la valoración por suma de partes, realizada a partir del promedio de las valoraciones de Telefónica Móviles obtenidas por seis entidades financieras independientes (bancos de inversión) durante el último trimestre de 2004.

En cuanto al valor de mercado de los fondos propios, Telefónica Móviles propone utilizar el valor total de la empresa anterior, menos el valor de la deuda financiera, cuantificado en 3.449,2 millones de euros (un 16,28% inferior al valor aprobado por la Comisión para el 2004). Aplicando este criterio, Telefónica Móviles propone un valor de mercado de los fondos propios de 35.611 millones de euros (un importe superior en un 11,66% al aprobado por la Comisión para el 2004).

Prima por riesgo de la deuda.

Telefónica Móviles cuantifica el coste de su deuda financiera antes de impuestos como el tipo de interés efectivo medio anual de su cartera de deudas financieras a 1 de enero de 2005, que estima en un 6,29%. Por tanto, Telefónica Móviles cuantifica la prima por riesgo de su deuda en un 2,73%, es decir, 273 puntos básicos (p.b). sobre su estimación del tipo de interés libre de riesgo.

Por tanto, Telefónica Móviles solicita a la Comisión que apruebe un coste de la deuda después de impuestos del 4,11%, resultado de considerar el efecto de la deducción fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades al tipo medio del 34,6%.

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 siguiente expresión:

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

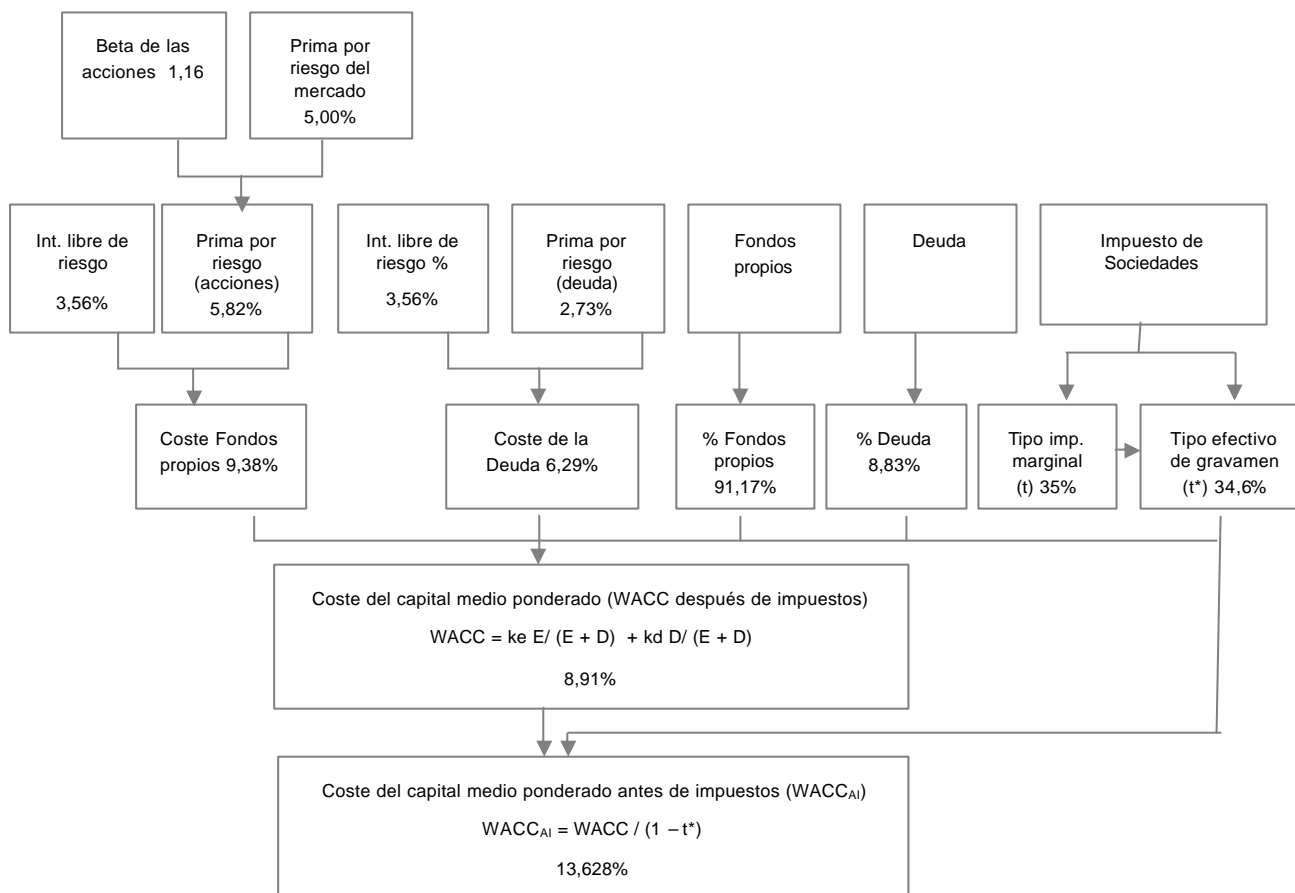
En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, Telefónica Móviles propone utilizar un 34,6%, manifestando que esta cifra corresponde al tipo efectivo del Impuesto de Sociedades estimado para el negocio de telefonía móvil de la operadora en España durante el ejercicio 2004.

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, de la operadora tanto en Europa (UMTS) como en la cuenca del mediterráneo. En concreto, Telefónica Móviles manifiesta no haber considerado en el cálculo del tipo efectivo de gravamen anterior las dotaciones realizadas a provisiones extraordinarias por las participaciones en operadoras europeas, ni los resultados negativos asociados a la tenencia de participaciones en operadoras de la cuenca mediterránea. Además, Telefónica Móviles manifiesta que excluir los efectos fiscales de las partidas anteriores en la determinación del WACC es consistente con el tratamiento que reciben los costes extraordinarios en el Sistema de Contabilidad de Costes, aprobado mediante Resolución de la Comisión de 20 de diciembre de 2001, en el que dichos costes no tienen repercusión sobre los servicios incluidos en la actividad principal de la operadora.

El gráfico siguiente presenta la propuesta de Telefónica Móviles, incluyendo la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



V. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TELEFÓNICA MÓVILES.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Telefónica Móviles realizada por los Servicios de la Comisión, 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.

La Comisión considera que el tipo de interés medio de las Obligaciones del Estado a 10 años (O-10A) en el mercado primario proporciona una



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

estimación razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Telefónica Móviles en el ejercicio 2005.

Además, la Comisión considera conveniente sustituir la referencia de Deuda Pública que se utilizó como estimador del tipo de interés libre de riesgo durante el año 2004 por la nueva referencia *benchmark* lanzada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁵. Con esta actualización, la Comisión pretende adaptar el cálculo del WACC a la situación actual de los mercados de Deuda Pública, y a las previsiones para el año 2005, contempladas en la estrategia de emisión de los valores del Tesoro para el 2005, que sitúa a la nueva O-10A como el “pilar central” de la emisión bruta prevista para dicho año. Una de las características diferenciales de la nueva referencia *benchmark* es proporcionar un cupón del 4,40%, frente al 4,75% ofrecido por la referencia anterior.

Pues bien, los tipos de interés medios a la emisión de la nueva referencia a 10 años, resultantes de las subastas convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera durante los meses de septiembre, noviembre, y diciembre del año 2004, fueron (redondeados a dos decimales) un 4,13%, un 3,79%, y un 3,56% respectivamente. Además, el tipo medio correspondiente a la subasta celebrada el 20 de enero de 2005 resultó ser un 3,54 %.

La Comisión considera que la evolución de los tipos medios a la emisión de la nueva referencia a 10 años que se acaba de detallar, refleja las condiciones de los mercados de Deuda Pública relevantes para la determinación del WACC de Telefónica Móviles para el ejercicio 2005, entre las que destacan la continuación de la reducción del coste medio de emisión y del coste medio de la Deuda Pública en circulación, en una coyuntura de estabilidad presupuestaria que favorece la reducción en los diferenciales de los tipos de las obligaciones *benchmark* a 10 años de España, Alemania, Francia e Italia, y las calificaciones crediticias favorables de agencias de *rating* independientes. Por otro lado, resulta razonable considerar que los tipos de interés a la emisión reflejan también las valoraciones de los títulos de deuda realizadas por los inversores, que son el resultado de la situación actual de la estructura temporal de tipos de interés y de las expectativas sobre su evolución en el futuro. En efecto, el procedimiento de subasta competitiva utilizado por la Dirección General del Tesoro supone que el tipo

⁵ El Tesoro Público lanzó en junio de 2004 una nueva referencia *benchmark* en euros con vencimiento a 10 años. Esta nueva referencia es una Obligación del Estado a 10 años (O-10A), con cupón del 4,40% y vencimiento el 31 de enero de 2015. La O-10A se emitió mediante un procedimiento de sindicación con colocación en dos escalones. El Tesoro estableció la emisión de los tramos sucesivos mediante el mecanismo de subasta abierta a todos los inversores, conforme al calendario anual de subastas.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de interés medio a la emisión resulte de la casación de las solicitudes competitivas de adjudicación de títulos que realizan los inversores para cada precio, con los objetivos de la emisión establecidos por el Tesoro. Como es lógico, las decisiones de los inversores respecto a las solicitudes de títulos están influidas por la estructura temporal de tipos de interés, y por sus expectativas sobre la evolución de los tipos de interés en el futuro.

Dicho lo anterior, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Telefónica Móviles en el ejercicio 2005 en un 3,54%. Este valor corresponde al tipo medio al que se adjudicaron las nuevas O-10A *benchmark* con vencimiento el 31 de enero de 2015 en la subasta del Tesoro del día 20 de enero de 2005.

Prima por riesgo del mercado.

Como se ha mencionado, Telefónica Móviles propone la aprobación de una prima por riesgo del mercado del 5%, manifestando que este es un valor adecuado a la situación de los mercados bursátiles recogida en el Informe de Mercado 2004 de Bolsas y Mercados Españoles, S.A., (BME). Sobre este punto, es conveniente resaltar que el Informe de Mercado 2004 de BME afirma textualmente:

“Tres características han definido el comportamiento de la bolsa durante el año 2004: el elevado nivel de liquidez, la reducida volatilidad, y una prima de riesgo elevada. En los tres casos, los niveles alcanzados se han alejado de forma significativa de los parámetros históricos considerados “normales” (...).”

Además, el Informe de Mercado de BME considera:

“El gráfico de la prima de riesgo y el IBEX desde 1993 refleja los niveles históricamente altos en la historia reciente de la Bolsa Española”.

Dicho lo anterior, la Comisión reconoce la dificultad que entraña el cálculo de la prima por riesgo del mercado, como pone de manifiesto la falta de consenso existente sobre las técnicas de estimación, y sobre los resultados obtenidos en los estudios empíricos. En efecto, la literatura financiera suele considerar dos métodos de estimación, según utilicen series históricas de rendimientos realizados de las acciones y de los títulos de deuda pública, o identifiquen la prima por riesgo del mercado que está implícita en las cotizaciones de las acciones bajo el supuesto de que el mercado de valores proporciona una valoración correcta de los activos financieros. La falta de



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

consenso se pone también de manifiesto en la ausencia de un valor para la prima por riesgo del mercado aceptado por los analistas con unanimidad. Como resultado, las estimaciones de instituciones académicas, organismos rectores de las Bolsas, y departamentos de investigación de bancos de inversión independientes proporcionan una horquilla de valores para la prima por riesgo con un rango situado entre el 2% y el 6%. Por ejemplo, la documentación aportada por Telefónica Móviles en el seno de este expediente incluye la cuantificación de la prima por riesgo del mercado utilizada por Goldman Sachs en sus valoraciones de Telefónica, S.A., y Telefónica Móviles, S.A., un 3,50%. Este valor es inferior en un 1,50% a la estimación incluida por la operadora en su propuesta, un 5,00%.

Resultados de la estimación de la prima por riesgo del mercado utilizando datos históricos de rendimientos de activos de renta fija y de renta variable.

Atendiendo a las dificultades de estimación que se han mencionado en los párrafos anteriores, la Comisión ha utilizado en sus Resoluciones los resultados de estimaciones de la prima por riesgo realizadas por fuentes externas de reconocido prestigio, y por los propios Servicios de la Comisión⁶. Entre las fuentes externas, la Comisión ha utilizado los resultados de las investigaciones sobre la prima por riesgo realizadas por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

➤ Metodología de estimación⁷.

La metodología empleada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid se fundamenta en el análisis del comportamiento histórico de la rentabilidad de los mercados bursátiles y de Deuda Pública, y consiste fundamentalmente en la estimación de la prima por riesgo a partir de la diferencia entre las rentabilidades medias (geométricas) anuales, durante el periodo 1980 – 2004, de un índice mensual representativo del mercado bursátil (Índice Total de la Bolsa de Madrid), y de dos índices mensuales

⁶ La Resolución de la Comisión recaída sobre el Recurso de reposición interpuesto por Vodafone España, S.A., contra la Resolución de 8 de mayo de 2003, sobre la propuesta de tasa anual de retorno a aplicar por dicho operador para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios de 2003 y 2004, cuantificó la prima por riesgo en un 4,5% mediante estimaciones realizadas por los Servicios de la Comisión. Estos resultados se obtuvieron a partir de la estimación del rendimiento medio del índice IBEX 35, y de la rentabilidad de las Obligaciones a 10 años en el mercado primario de Deuda Pública, mediante la utilización de series históricas mensuales.

⁷ La metodología se detalla en varios artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid.

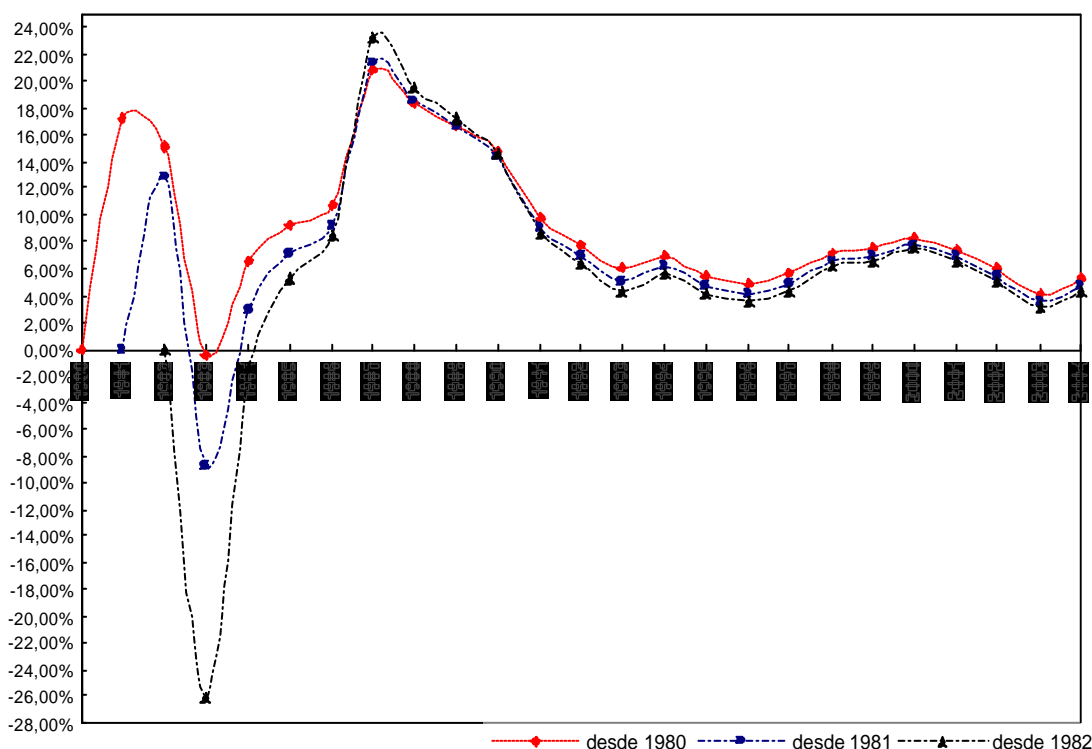


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

representativos de la rentabilidad de los títulos de Deuda Pública. Estos índices se habrían construido por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid con los mismos criterios utilizados para la elaboración del Índice Total.

➤ Resultados de la estimación.

El gráfico siguiente muestra algunos de los resultados obtenidos por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, tomando como periodo base los años 1980, 1981, y 1982.



Como puede verse en el gráfico, las series temporales presentadas muestran un comportamiento oscilante, que tiende a estabilizarse al aumentar el periodo muestral. Los resultados obtenidos para el 2004 son una prima por riesgo del 5,24% (año base 1980), del 4,73% (año base 1981), y del 4,38% (año base 1982). Además, después del examinar la evidencia disponible, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid concluye su análisis con la siguiente afirmación:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“(...) la prima de riesgo esperada a largo plazo está en el entorno del 4,5%.”

Lógicamente, la estimación de la prima por riesgo resulta de un proceso de análisis estadístico en el que los estimadores obtenidos responden a cierta distribución de probabilidad. Por este motivo, el *entorno del 4,5%* puede vincularse a un intervalo de confianza, que estaría definido alrededor de la estimación puntual de la prima por riesgo del mercado en un 4,5%.

Consideraciones sobre la estimación de la prima de riesgo de mercado implícita en las valoraciones del mercado durante el ejercicio 2004.

Como se ha mencionado, la propuesta de Telefónica Móviles considera que la cuantificación de la prima por riesgo del mercado en un 5,00% es un valor adecuado a una rentabilidad media esperada en el mercado de valores del 10%, a un ratio precio – beneficio (PER) de 15 veces (15x), a una tasa esperada de crecimiento medio de beneficios a largo plazo del 8-9%, y al tipo de interés de la Deuda del Estado a 10 años que se incluye en la propuesta, un 3,56%.

Sin embargo, la Comisión se ha manifestado en sus Resoluciones respecto a parámetros muy similares a los anteriores, al evaluar la conveniencia de estimar la rentabilidad media a largo plazo del mercado de valores en un 10,5%, y la tasa de crecimiento de los dividendos en el largo plazo del 8%, en los siguientes términos⁸:

“(...) se estaría exigiendo una rentabilidad de las inversiones en bolsa a largo plazo de al menos el 10,5%. Pues bien, dado que la rentabilidad por dividendo se encuentra en el entorno del 2,5%, ello supondría una tasa de incremento de los dividendos del 8%, cifra que parece casi imposible, ya que sólo podría alcanzarse sobre la base de un incremento medio del PIB nominal en una cifra cercana al 8%, cuando ésta está actualmente en un 6% aproximadamente”.

En efecto, el análisis de la rentabilidad esperada del mercado de valores en el largo plazo requiere estimar una tasa de rentabilidad que sea sostenible a largo plazo conforme a las características macroeconómicas de la economía española. En este sentido, la consecución en el largo plazo de la tasa de rentabilidad del mercado de valores propuesta por Telefónica Móviles, un

⁸ Resolución recaída sobre el Recurso de reposición interpuesto por Vodafone España, S.A., contra la Resolución de 8 de mayo de 2003, sobre la propuesta de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, y 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

10%, implicaría el crecimiento de los dividendos a una tasa del 7% - 8%, dada la evolución reciente de la rentabilidad por dividendo, que se ha situado durante los últimos años entre el 2% y el 3%. Pues bien, no parece probable que esta tasa de crecimiento de los dividendos sea una tasa sostenible a largo plazo, dadas las restricciones impuestas por la tasa de crecimiento real del PIB de la economía española, y por la tasa de inflación⁹.

En lo que respecta a la estimación del PER en 15x, el valor presentado por la operadora es aproximadamente el valor del PER proporcionado por el Informe de Mercado 2004 de BME para el ejercicio 2004 (15,10x), que es un valor relativamente bajo si se compara con los ratios obtenidos por los mercados bursátiles españoles en los ejercicios anteriores. En efecto, conforme a la información proporcionada por BME, el PER medio de los últimos 17 años fue de 16,48x, y el PER de los valores que integran el IGBM de la Bolsa de Madrid en el ejercicio 2004 fue de 17,51x. Por lo tanto, se pone de manifiesto que el PER utilizado por Telefónica Móviles en sus estimaciones, aunque recoge la corrección en los niveles de las cotizaciones bursátiles que se han producido en los mercados de valores, no es necesariamente un valor representativo de la situación de los mercados de valores a largo plazo.

Dicho lo anterior, y conforme a los argumentos económicos y a la evidencia empírica presentados en esta sección, la Comisión considera adecuado mantener el valor de la prima por riesgo de mercado aprobado en su Resolución de 10 de junio de 2004, que 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 2004, un 4,50%. En efecto, la Comisión considera que esta es una estimación razonable del valor esperado de la prima por riesgo, que resulta consistente con el comportamiento observado en los mercados bursátiles de renta variable, y con la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas de la economía española.

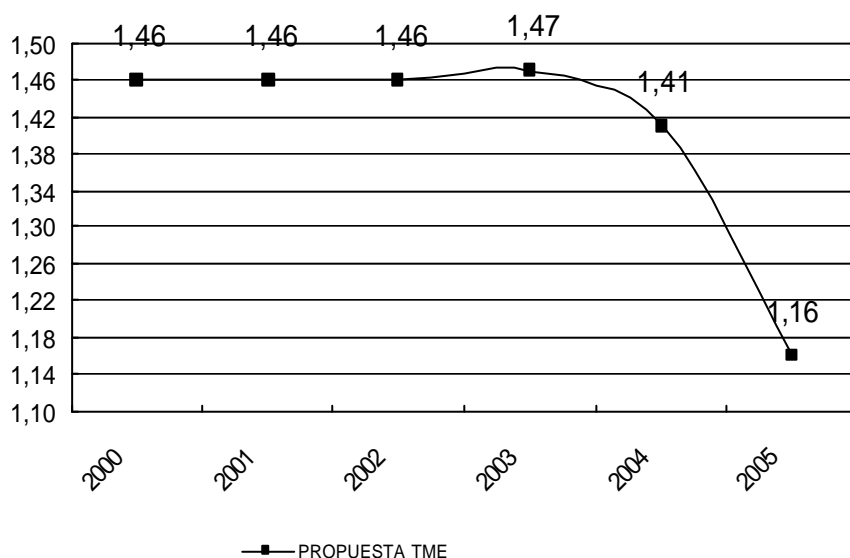
⁹ Sobre este punto, es conveniente mencionar que los análisis de Goldman Sachs, aportados por Telefónica Móviles en el seno de este expediente, cuantifican tasas de crecimiento a largo plazo muy inferiores a la tasa propuesta por la operadora, situándolas en un 4% para los operadores móviles y en un 2% para los operadores fijos.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Beta de las acciones de Telefónica Móviles.

Telefónica Móviles estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2005 en un 1,16. Por tanto, Telefónica Móviles propone la aprobación de un valor del parámetro beta inferior en un 18% al propuesto por la operadora para el ejercicio 2004, lo que supone una reducción acumulada del 21% en el valor propuesto por la operadora durante los últimos dos años. El siguiente gráfico muestra los valores del parámetro beta incluidos por Telefónica Móviles en las diferentes propuestas de tasa de retorno presentadas ante la Comisión.



Por otra parte, como se ha mencionado, el valor propuesto por Telefónica Móviles para el ejercicio 2005 resulta de la estimación del riesgo operativo de la operadora mediante la beta desapalancada promedio de una muestra de empresas comparables, y de la incorporación posterior del riesgo financiero, utilizando el ratio de deuda sobre valor total de mercado, y de las cargas fiscales, utilizando el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades. Sobre este punto es conveniente realizar los siguientes comentarios:

- Respecto al procedimiento de estimación de la beta desapalancada, la información aportada por Telefónica Móviles en el seno de este expediente pone de manifiesto que las empresas utilizadas en la estimación (empresas comparables) son las empresas europeas que



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

operan en el sector de telefonía móvil incluidas en el Informe de Goldman Sachs de 17 de enero de 2005¹⁰. Además, el valor propuesto por la operadora, un 1,10, corresponde al valor modal de las betas desapalancadas de las empresas anteriores.

- En lo referente a la técnica de ajuste de la beta desapalancada para la incorporación del riesgo financiero y de las cargas fiscales, es conveniente mencionar que, si bien el método propuesto por la operadora es un método estándar en finanzas¹¹, en su aplicación Telefónica Móviles ha sustituido el ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado por el ratio de deuda sobre valor total, y el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades por el tipo efectivo de gravamen de la operadora en dicho impuesto. No obstante, esta sustitución en los parámetros tiene un efecto muy pequeño sobre el valor estimado del parámetro beta, puesto que sólo es apreciable a partir de su tercer decimal.

Dicho lo anterior, la Comisión reconoce las dificultades de estimación de la beta de Telefónica Móviles, puesto que sus acciones no cotizan en el mercado de valores y no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación. En este sentido, la beta de Telefónica Móviles debe estimarse por un método alternativo. En concreto, la Resolución correspondiente a la propuesta de tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital de Telefónica Móviles del ejercicio 2004, manifestaba lo siguiente:

“(...) 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”.

Dicho lo anterior, la Comisión considera conveniente revisar el valor del parámetro beta de Telefónica Móviles aprobado para el ejercicio 2004, un 1,18, con el objetivo de incorporar el efecto de la reducción del riesgo financiero de la operadora asociado a la reducción en su nivel de endeudamiento. En este sentido, la Comisión considera que el valor del parámetro beta propuesto por la operadora, un 1,16, refleja los principales riesgos operativos y financieros soportados por Telefónica Móviles,

¹⁰ Dichas empresas son mmO2, Cosmote, Mobile Telesystems, Mobistar, TIM Hellas, Tele2, Telefónica Móviles, TIM, Vimpelcom, Vodafone.

¹¹ La fórmula presentada por Telefónica Móviles es $\beta_L = \beta_U [1 + (1 - t) L]$, donde β_L indica el valor de la beta apalancada asociado a una beta desapalancada β_U , a un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado L , y a un tipo impositivo t .



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

evaluados conforme al método de valoración de activos financieros CAPM¹². Además, el nuevo valor aprobado reconoce a las actividades de Telefónica un nivel de riesgo superior al riesgo medio del mercado, y estima que su rentabilidad se verá afectada en un 16% por cada 1% de variación en la rentabilidad del mercado.

Por tanto, la Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Telefónica Móviles en un 5,22% y el coste de sus fondos propios en un 8,76%.

Estructura financiera.

Telefónica Móviles manifiesta que el valor de mercado total incluido en su propuesta, 39.060 millones de euros, es el valor promedio de las valoraciones realizadas por seis entidades financieras independientes utilizando de forma mayoritaria el método de valoración por partes y la técnica financiera del descuento de flujos de caja (DCF) durante el cuarto trimestre del 2004.

Dicho lo anterior, los Servicios de la Comisión procedieron a contrastar la objetividad del valor presentado por la operadora, mediante su comparación con los resultados de informes de valoración independientes realizados por entidades no incluidas en la propuesta de Telefónica Móviles. En este sentido, se procedió a analizar el informe sobre Telefónica Móviles de los analistas de renta variable de Espírito Santo Research, fechado a 20 de enero 2005, que proporciona una valoración independiente de Telefónica Móviles. Pues bien, el valor de 39.748 millones de euros (múltiplo implícito de 9,7x EBITDA 05E) obtenido por Espírito Santo Research para Telefónica Móviles mediante la aplicación de la técnica de DCF, en la valoración por partes de Telefónica, S.A., se encuentra dentro del rango de valoración presentado por Telefónica Móviles, que proporciona un valor inferior de 35.401 (UBS Warburg), y un valor superior de 42.379 millones de euros (Bear Stearns). Por tanto, atendiendo a la amplitud del rango de valores obtenidos en las valoraciones independientes de Telefónica Móviles, la Comisión considera razonable aprobar el valor propuesto por la operadora que se considera representativo de las valoraciones independientes de analistas financieros y bancos de inversión.

En lo referente al valor de la deuda financiera, 3.449,24 millones de euros, la cartera de deudas presentada por Telefónica Móviles a 1 de enero de 2005

¹² La fórmula utilizada para el re-apalancamiento de la beta de Telefónica Móviles conforme a su nueva estructura financiera es $\beta_{L2} = \beta_{L1} [1 + (1 - t) L_2] / [1 + (1 - t) L_1]$, donde β_{Lj} indica el valor de la beta asociado al ratio de apalancamiento financiero L_j .



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

incluye deudas denominadas en euros por un importe de 3.230,24 millones, deudas denominadas en dólares estadounidenses (US\$) por un importe de 185,23 millones de euros, y un saldo de 33,76 millones de euros imputado a una operación *Swap*. Además, respecto a las partidas denominadas en euros, la posición deudora de Telefónica Móviles se concentra en el préstamo participativo suscrito con Telefónica Móviles, S.A., con importe de 3.101,65 millones de euros y que representa aproximadamente un 90% de la cartera de deuda de la operadora (préstamo suscrito por Telefónica Móviles con el objetivo de fortalecer el patrimonio contable y reforzar la situación patrimonial, debilitada por el efecto de la anulación de la exposición en libros a las incertidumbres asociadas al desarrollo de la tecnología UMTS en Europa, y cuyas características son, conforme a la información presentada en la Nota 12.1.1 B) de la Memoria correspondiente al ejercicio 2004, la amortización al vencimiento y la remuneración a un tipo de interés fijo del 4% nominal anual más un tipo variable en función del resultado neto de la operadora). Por último, la cartera de deudas del operador incluye los tramos en dólares estadounidenses (US\$) y en euros correspondientes al préstamo Telfisa (Telefonía y Finanzas, S.A.) – BEI (Banco Europeo de Inversiones), 313,83 millones de euros (cuyas características son, conforme a la información presentada en la Nota 12.1.1 A) de la Memoria correspondiente al ejercicio 2004, la amortización al vencimiento y el tipo de interés variable indiciado al LIBOR a 3 meses, y la amortización con cuotas constantes y tipo de interés variable determinado por el LIBOR a tres meses, respectivamente).

Pues bien, de la conciliación de los importes presentados en la cartera de deudas de Telefónica Móviles con el detalle de los saldos deudores incluido en las Notas 12.1 y 12.2 de la Memoria de Telefónica Móviles correspondiente al ejercicio 2004, se desprende que la cifra propuesta por Telefónica Móviles, 3.449,24 millones de euros, es una cifra razonable conforme a la información incluida en las Cuentas Anuales de la operadora, y en especial, conforme a las obligaciones financieras contraídas por la operadora con su sociedad matriz¹³.

Respecto al valor de mercado de los fondos propios de Telefónica Móviles, y conforme a los argumentos presentados en los párrafos anteriores, la

¹³ Hay que considerar que la cartera de deudas presentada por Telefónica Móviles incluye posiciones deudoras contraídas en moneda extranjera, y que por tanto, sus importes se ven afectados por la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, la Norma de valoración 4.11 correspondiente a las transacciones en moneda extranjera, incluida en la Memoria de Telefónica Móviles del ejercicio 2004, establece que “al cierre del ejercicio, los saldos a cobrar y a pagar en moneda extranjera se han valorado a los tipos de cambio en vigor a dicha fecha o al tipo de cambio contratado en las operaciones de cobertura en el caso de los préstamos”.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Comisión considera adecuada la valoración presentada por la operadora, 35.611 millones de euros.

Por tanto, de conformidad con los párrafos anteriores y con el procedimiento de valoración de la estructura financiera definido 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), la Comisión considera adecuada, para la determinación del WACC de 2005, la composición de la estructura financiera de Telefónica Móviles propuesta por la operadora, que presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total del 91,17%, un peso de la deuda sobre el valor total del 8,83%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 9,69%, un 3,23% inferior al aprobado para el ejercicio 2004.

Prima por riesgo de la deuda.

Telefónica Móviles estima su coste de la deuda en un 6,29%. Conforme a la documentación aportada por Telefónica Móviles en el seno de este expediente, la operadora manifiesta que este valor es la cifra más realista para la determinación del coste de su deuda financiera, pues corresponde con el tipo de interés efectivo devengado por sus préstamos ya que coincide con el tipo de interés medio efectivo de su cartera de deudas a 1 de enero de 2005. Además, Telefónica Móviles manifiesta que dicho valor recoge las modificaciones en las condiciones del préstamo participativo suscrito con Telefónica Móviles, S.A., cuya remuneración ha pasado a estar definida con un tipo de interés en dos tramos, un tramo fijo del 4,00% nominal anual, y uno variable en función de los resultados de la operadora.

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. A este respecto, la Comisión manifestaba en su Resolución correspondiente a la tasa de retorno de Telefónica Móviles para el ejercicio 2004 lo siguiente¹⁴:

“(…) 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

¹⁴ Resolución de 10 de junio de 2004, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 deudas financieras de Telefónica Móviles muestra que las condiciones de remuneración del préstamo participativo negociadas con su sociedad matriz, Telefónica Móviles, S.A., no corresponden a captaciones adicionales de fondos, y no son fácilmente justificables por un hipotético deterioro en la posición crediticia de la operadora, atendiendo, entre otros motivos a la reducción observada en su ratio de apalancamiento financiero. Además, la evaluación del ratio de cobertura de deuda de Telefónica Móviles, resultado de la división de su Beneficio de explotación entre sus gastos financieros, que proporciona un ratio sintético para evaluar la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, y que es un indicador de la capacidad del operador de acceder a fuentes de financiación en condiciones favorables ampliamente utilizado en la regulación sectorial¹⁵, proporcionó los valores de 14,37 veces en el 2004, 11,08 veces en el 2003, 6,84 veces en el ejercicio 2002, y un valor medio para el periodo 2002-2004 de 10,07 veces. Lógicamente, estos valores pueden asociarse a una fuerte capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras por parte de la operadora.

Por otra parte, el análisis de la cartera de deudas de Telefónica Móviles pone de manifiesto como su capacidad de financiación se ve 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. A su vez, la pertenencia de Telefónica Móviles, S.A., al Grupo Telefónica, permite que dicha sociedad participe de la política financiera del grupo, que conforme a la información financiera presentada en el Folleto Informativo Continuo de Telefónica, S.A., inscrito en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), está centralizada en Telefónica, S.A., y supone que dicha sociedad sea el principal vehículo de acceso a los mercados financieros del grupo y realice operaciones financieras con las distintas líneas de negocio para cubrir sus necesidades de financiación.

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, es conveniente considerar la coherencia de los resultados de la evaluación de la posición

¹⁵ 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

crediticia de Telefónica Móviles con las calificaciones crediticias de la deuda de Telefónica, S.A., realizadas por agencias de calificación crediticia (*rating*) independientes. Tanto Moody's, Standard & Poor's, y Fitch Iberica, han concedido la calificación de "grado de inversión" a las emisiones de deuda a largo plazo de Telefónica, S.A. (A3 con perspectiva estable, A con perspectiva negativa, y A con perspectiva estable), indicando una sólida capacidad del emisor para atender a los servicios de la deuda, que resulta en una elevada calidad crediticia asociada a un bajo riesgo de crédito.

Pues bien, los resultados de la valoración de la prima por riesgo de la deuda de Telefónica, S.A., obtenidos en la evaluación de la propuesta de tasa anual de retorno de Telefónica de España para el ejercicio 2005¹⁶, pusieron de manifiesto la existencia durante el ejercicio 2004 de un diferencial (*spread*) medio de unos 52,5 p.b. entre la cotización de los bonos del programa EMTN de Telefónica, S.A., y los tipos de interés de la deuda *benchmark* a 10 años. En concreto, la prima por riesgo de la deuda de Telefónica, S.A., quedó cuantificada en dicha Resolución del siguiente modo:

"la suma del spread medio del Bono Soberano – IRS (12 p.b. de media en 2004) y el de los Bonos EMTN de Telefónica, S.A. – IRS (40,5 p.b.), lo cual supone un 0,525%".

Por tanto, la Comisión valora el coste de la deuda de Telefónica Móviles en un 4,07%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,54%, y de una prima por riesgo del 0,525 % (52,5 p.b.). 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 el ejercicio 2005 resulta un 2,64%.

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 mantener la consistencia entre los

¹⁶ Resolución de 31 de marzo de 2005, correspondiente a la tasa anual de retorno a aplicar por Telefónica de España, S.A.U., en el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

criterios adoptados por el Sistema de Contabilidad de Costes de Telefónica Móviles en la imputación de las partidas extraordinarias para la determinación del estándar de costes corrientes, conforme a lo establecido por la Comisión en los principios de contabilidad de costes, y el procedimiento de determinación del WACC.

En este sentido se ha manifestado ya la Comisión en Resoluciones anteriores¹⁷, conforme a los criterios establecidos 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), que considera necesaria la consistencia en el tratamiento de los activos y los costes y los ingresos asociados, en la contabilidad de costes y en la determinación del WACC.

Dicho lo anterior, la Comisión considera que puede obtenerse un estimador razonable del tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles para la determinación del WACC del ejercicio 2005, mediante el tipo impositivo efectivo medio del periodo 2002-2004, que resulta de los tipos impositivos efectivos correspondientes a los ejercicios 2002 y 2003, un 33,50% y un 34,50% respectivamente¹⁸, y el tipo efectivo de gravamen estimado por Telefónica Móviles para sus operaciones de telefonía móvil en España durante el ejercicio 2004, un 34,6%. Además, respecto al tipo efectivo de gravamen correspondiente al ejercicio 2004, la documentación presentada Telefónica Móviles muestra evidencia de que los cálculos realizados se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General de Contabilidad, desarrollada por la Resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) de 9 de Octubre de 1997¹⁹, aunque la revisión de dicha documentación no permita la verificación individualizada de cada una 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 durante el periodo²⁰.

¹⁷ Resolución de 10 de junio de 2004, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2004.

¹⁸ Resolución de 10 de junio de 2004, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2004.

¹⁹ Resolución del ICAC sobre algunos aspectos de la norma de valoración decimosexta del Plan General de Contabilidad, modificada por Resolución del ICAC de 15 de marzo de 2002.

²⁰ Sobre este punto es conveniente considerar que la Agencia Tributaria no ha concluido las actuaciones de investigación y comprobación referentes al Impuesto sobre Sociedades de Telefónica Móviles del periodo 2001 – 2004. Respecto al resultado de las investigaciones realizadas para el periodo 1998 – 2000, la información aportada por la operadora en la Nota 15 de la Memoria correspondiente al ejercicio 2004 indica que no ha sido significativo en relación con las Cuentas Anuales de la operadora del ejercicio 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por tanto, el tipo impositivo efectivo resultante no considera los efectos fiscales de las dotaciones realizadas por la operadora a provisiones extraordinarias por las participaciones en las operadoras europeas, ni los resultados negativos asociados a la tenencia de participaciones en operadoras de la cuenca mediterránea. En este sentido, el criterio utilizado en esta Resolución es el mismo que ya utilizara la Comisión en su Resolución correspondiente a la tasa de retorno de Telefónica Móviles del año 2004, en la que manifestaba lo siguiente:

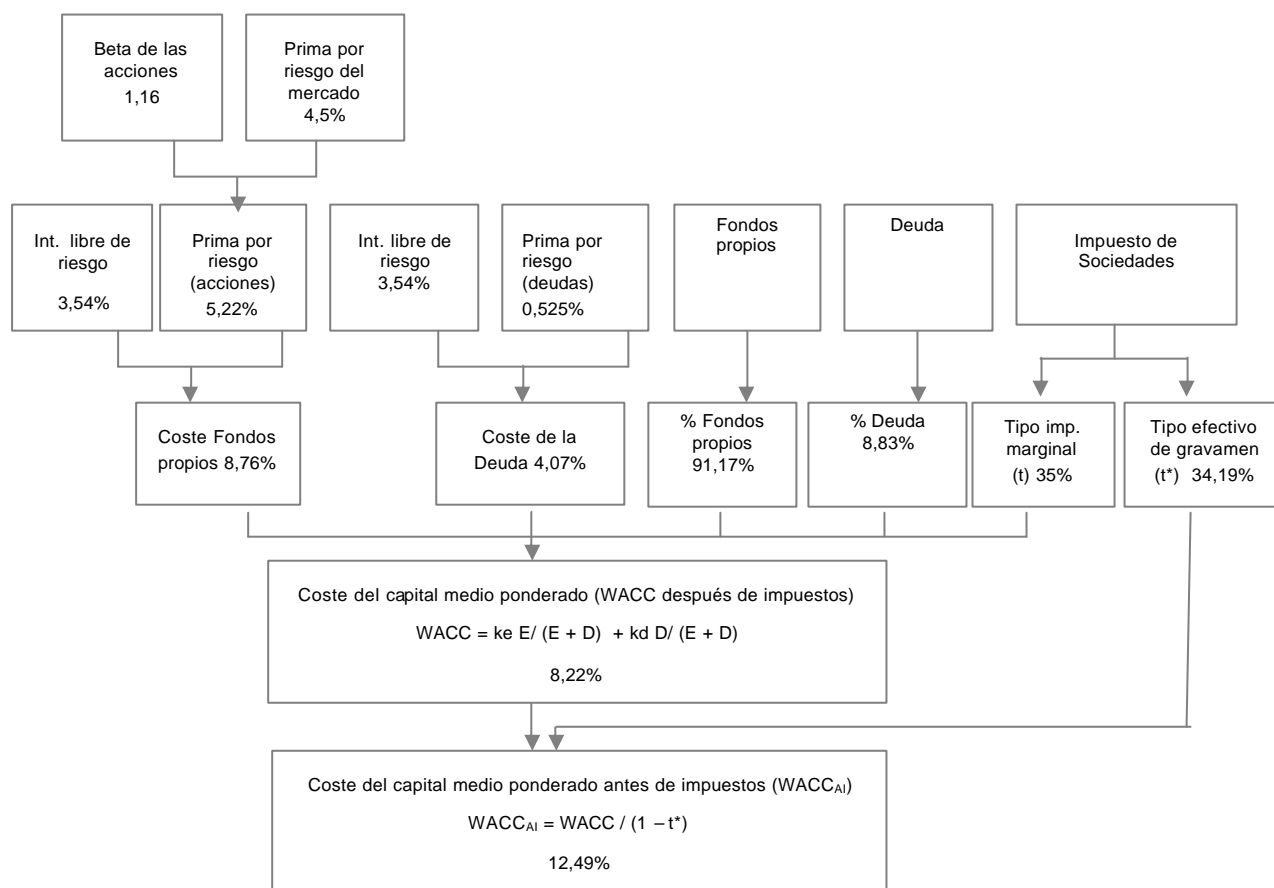
“(...) la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles, para la determinación del WACC del ejercicio 2004, utilizando la media de los tipos efectivos de gravamen aprobados por la Comisión para los ejercicios 2001 y 2002, (...), y el tipo efectivo de gravamen estimado por Telefónica Móviles para sus operaciones de telefonía móvil en España durante el ejercicio 2003 (...).”

Dicho lo anterior, la Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles, para la determinación del coste de capital de Telefónica Móviles del ejercicio 2005, en un 34,19%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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



En resumen, y como resultado de los argumentos presentados en los apartados anteriores, la Comisión valora el coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) de Telefónica Móviles para el ejercicio 2005 en un 8,22%. Además, la Comisión valora el tipo impositivo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles para dicho periodo en un 34,19%, y estima la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos), a aplicar por Telefónica Móviles para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005, en un 12,49%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento con la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que Telefónica Móviles deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2005, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. Por tanto, los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución a la valoración de los capitales invertidos por Telefónica Móviles, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y sus modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios de la operadora en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

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

Tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles y valoración de los Servicios de la CMT.

PARAMETROS	TELEFONICA MÓVILES	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,56%	3,54%
Prima por riesgo del mercado de acciones	5,00%	4,50%
Beta de las acciones	1,16	1,16
Coste de los fondos propios	9,38%	8,76%
Prima por riesgo de la deuda	2,73%	0,525%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,29%	4,07%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,11%	2,64%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,17%	91,17%
Ratio de deuda sobre valor total	8,83%	8,83%
WACC después de impuestos	8,91%	8,22%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,6%	34,19%
WACC antes de impuestos	13,628%	12,49%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Conforme a los argumentos presentados, la Comisión considera adecuado aceptar los valores propuestos por Telefónica Móviles para la beta de las acciones, el ratio de fondos propios sobre valor total, y el ratio de deuda sobre valor total, así como el tipo impositivo propuesto por Telefónica Móviles para el ejercicio 2004. Por tanto, la Comisión considera conveniente modificar los valores de los restantes parámetros conforme a las razones expuestas en los apartados anteriores.

Por último, el siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de Telefónica Móviles aprobada por la Comisión en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2005 aprobada mediante esta Resolución.

EJERCICIOS	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²	2004 ³	2005
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	12,15%	11,77%	11,77%	9,36%	8,78%	8,22%
TASA DE RETORNO	18,00%	18,00%	18,00%	14,18%	13,27%	12,49%

¹ Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002. ² Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003. ³ Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004.

En atención a lo expuesto, la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Telefónica Móviles de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2005, del 12,49%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora y aprobada por la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones. La tasa de retorno aprobada se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes que la Comisión aprobó mediante Resolución de 20 de diciembre de 2001 y sus modificaciones posteriores.

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 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

Alfonso Ramos de Molins Sainz
de Baranda

Reinaldo Rodríguez Illera