



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. JAIME ALMENAR BELENGUER, 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 37/05 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 20 de octubre de 2005, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

por el que se aprueba la

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE RETEVISIÓN MÓVIL, S.A., DE TASAS ANUALES DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE LOS EJERCICIOS 2003, 2004, Y 2005 (AEM 2005/985)

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 28 de Junio de 2005, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante la Comisión) un escrito de Retevisión Móvil, S.A. (en adelante Amena) proponiendo las tasas anuales de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, 2004, y 2005. Se presentaron los documentos siguientes:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de Amena solicitando a la Comisión que tenga por presentadas las tasas anuales de retorno de Amena correspondientes a los ejercicios 2003, 2004, y 2005, y apruebe el coste de capital propuesto.
- Informe adjunto detallando el cálculo de las tasas anuales de retorno propuestas por Amena.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de Amena, la Comisión procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente con referencia AEM 2005/985.

Segundo.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de las tasas anuales de retorno propuestas la Comisión solicitó a Amena que presentara la siguiente información:

- Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2003.
- Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2004.
- Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2005.
- Detalle de la composición de su cartera de deuda y su antigüedad, y de su coste y periodo de amortización estimados, para los ejercicios 2003, 2004 y 2005.
- Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la estimación de los diferenciales aplicados en concepto de prima por riesgo para el cálculo del coste de la deuda (*spread* de la deuda) de Amena.

Tercero.- Con fecha 19 de septiembre de 2005 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Amena fechado el 15 de septiembre de 2005 solicitando una ampliación en el plazo para responder al requerimiento de información practicado.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En virtud de lo establecido en el Art. 49 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (LRJPAC), modificada por la Ley 4/1999, de 13 de enero, por medio del presente escrito la Comisión comunicó el acuerdo de ampliación del plazo inicialmente concedido para la respuesta al requerimiento de información practicado.

Cuarto.- Con fecha 6 de octubre de 2005 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Amena en cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los documentos siguientes:

- Informe de auditoria, informe de gestión, y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) de Amena correspondientes al ejercicio 2003.
- Informe de auditoria, informe de gestión, y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) de Amena correspondientes al ejercicio 2004.
- Composición de la cartera de deudas de Amena correspondiente a los ejercicios 2003, 2004 y 2005.
- Justificación del coste de la deuda empleado por Amena para el cálculo del coste de capital de los ejercicios 2003, 2004, y 2005.

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Amena como operador dominante en el mercado nacional de servicios de interconexión, establecida por la Resolución de la Comisión de 11 de septiembre de 2003, supone que entre otras obligaciones Amena 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 Amena mediante Resolución de 14 de diciembre de 2004¹.

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.”

¹ Resolución de la Comisión recaída sobre el Expediente MTZ 2004/1082, que aprobó la propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de Retevisión Móvil, S.A.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 las tasas anuales de retorno propuestas por Amena para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, 2004, y 2005.

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

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

La metodología de determinación del coste de 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 es la metodología de determinación de la tasa anual de retorno establecida en los principios de contabilidad de costes conforme a las recomendaciones proporcionadas 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 adoptadas por la mayoría de los Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANRs) de los países de nuestro entorno².

² 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 (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, utilizado por la Comisión en sus Resoluciones sobre las tasas de retorno de los operadores dominantes, es la valoración conforme a las prácticas financieras habituales de los fondos propios y de la deuda a precios de mercado. 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.

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

(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

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 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 operador³.

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

³ Las Resoluciones de la Comisión han denominado en ocasiones ROA a la tasa anual de retorno, $ROA = WACC / (1 - t^*)$. El concepto de ROA utilizado en dichas Resoluciones es por tanto el WACC antes de impuestos que se acaba de definir.

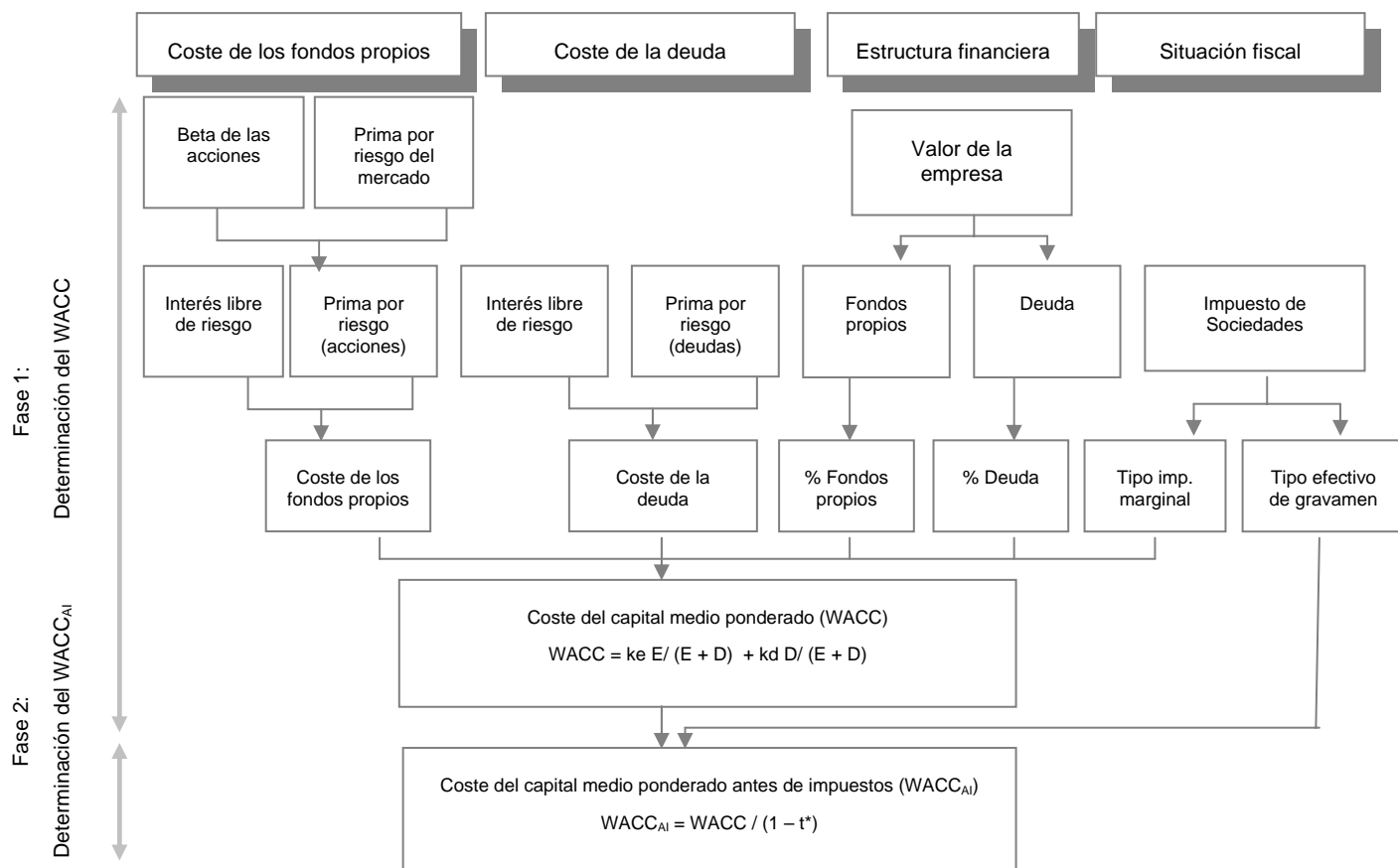


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



- 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 de la empresa en el CAPM, determina la sensibilidad de la 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

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

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 operador⁴.

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, $E[R_m] - R_f$.

⁴ 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

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 (ρ). 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

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

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

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

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

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

IV. PROPUESTA DE TASAS ANUALES DE RETORNO DE AMENA PARA LOS EJERCICIOS 2003, 2004 Y 2005.

Amena propone a la Comisión la aprobación de las siguientes tasas de retorno (WACC antes de impuestos): un 20,41% para el ejercicio 2003, un 18,58% para el ejercicio 2004, y un 18,52% para el ejercicio 2005. Estos valores son el resultado de las estimaciones del WACC después de impuestos, 13,18%, 12,68%, y 12,04% respectivamente, y del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 35,41% para el año 2003, un 31,76% para el año 2004, y un 35% para el año 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto es el resultado de la agregación de las estimaciones del coste del capital propio, del coste de la deuda, y de la composición de la estructura financiera de Amena para los ejercicios 2003, 2004 y 2005. Los valores de los parámetros propuestos se detallan en el cuadro siguiente.

Tasas de retorno propuestas por Amena.

	2003	2004	2005
Tipo de interés libre de riesgo	4,50%	4,18%	3,54%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,60%	4,60%	4,60%
Beta de las acciones	1,93	1,89	1,89
Coste de los fondos propios	13,38%	12,87%	12,23%
Prima por riesgo de la deuda	1,55%	1,88%	1,54%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,05%	6,06%	5,08%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,93%	3,94%	3,30%
Ratio de fondos propios sobre valor total	97,87%	97,87%	97,87%
Ratio de deuda sobre valor total	2,13%	2,13%	2,13%
WACC después de impuestos	13,18%	12,68%	12,04%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	35,41%	31,76%	35,00%
WACC antes de impuestos	20,41%	18,58%	18,52%

Tipo de interés libre de riesgo.

Amena propone utilizar como indicadores de los tipos de interés libres de riesgo para los ejercicios 2003 y de 2004 los valores aprobados por la Comisión en las Resoluciones correspondientes a las tasas de retorno de Telefónica Móviles España, S.A.U., y Vodafone España, S.A.. En concreto, Amena propone la aprobación de un 4,50% para el ejercicio 2003 y un 4,18% para el ejercicio 2004⁵. Además, para el ejercicio 2005, Amena propone utilizar el valor del tipo de interés libre de riesgo aprobado por la Comisión en su Resolución de 19 de mayo de 2005, correspondiente a la tasa de retorno de

⁵ Resoluciones de 12 de junio de 2003 y de 10 de junio de 2004, sobre las propuestas de Telefónica Móviles España, S.A. de tasas anuales de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003 y 2004 respectivamente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Telefónica Móviles para dicho ejercicio, un 3,54%, manifestando que el tipo de interés libre de riesgo es un valor común para todos los operadores y que *“parece ser doctrina asentada de esa Comisión su fijación en los valores indicados”*.

Prima por riesgo del mercado.

Respecto a la prima por riesgo del mercado, Amena propone la aprobación de un valor del 4,6% para los ejercicios 2003, 2004, y 2004. Además, Amena manifiesta que el valor propuesto corresponde a la media de la prima por riesgo del mercado utilizada por entidades financieras independientes⁶ en sus valoraciones de las empresas europeas, y considera que representa un criterio lo más objetivo posible considerando la disparidad de criterios existentes sobre este valor.

Beta de las acciones.

Respecto al parámetro beta, Amena manifiesta que su estimación no puede realizarse de manera directa mediante métodos econométricos debido a que sus acciones no cotizan en el mercado bursátil. En este sentido, manifiesta que la literatura financiera proporciona dos técnicas adicionales de estimación: (1) la estimación de la beta “fundamental” mediante el análisis de la correlación del riesgo no diversificable y diversas medidas contables, tales como el apalancamiento operativo, el apalancamiento financiero, la tasa de crecimiento, el tamaño, la liquidez, etc; y (2) la estimación mediante el uso de datos de mercados bursátiles de otros países.

El procedimiento propuesto por Amena corresponde al primero de los métodos anteriores, y consiste en estimar la beta de Amena mediante la utilización de las betas aprobadas por la Comisión para Telefónica Móviles y Vodafone, realizando ciertos ajustes para introducir elementos diferenciadores del riesgo operativo y financiero de Amena respecto de dichos operadores. En concreto, el método utilizado por Amena supone determinar la beta desapalancada media aprobada por la Comisión para Telefónica Móviles y Vodafone en sus resoluciones de las tasas de retorno correspondientes a los ejercicios 2003 y 2004, y ajustarla para reflejar el riesgo operativo y financiero de Amena (beta ajustada y apalancada I), y para reflejar el menor tamaño de Amena respecto a Telefónica Móviles y Vodafone (beta ajustada y apalancada II).

⁶ BSCH, BBVA, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS Warburg.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

➤ Beta desapalancada media.

Amena manifiesta que en una situación en que la beta de las deudas es cero se verifica una relación lineal entre la “beta desapalancada” o beta de los activos (β_a) y la “beta apalancada” o beta de las acciones (β_e), $\beta_a = \beta_e \left[\frac{E}{E + D} \right]$, y calcula las betas desapalancadas aprobadas por la Comisión para Vodafone y Telefónica Móviles en sus resoluciones de 2003 y 2004 mediante los valores incluidos en la tabla siguiente.

Betas desapalancadas medias propuestas por Amena.

	2003	2004
Beta apalancada Vodafone	1,4	1,18
Beta apalancada TME	1,4	1,18
E/(E+D) Vodafone	0,8	0,9709
E/(E+D) TME	0,8	0,8856
Beta desapalancada Vodafone	1,12	1,15
Beta desapalancada TME	1,12	1,05
Beta desapalancada promedio	1,12	1,10

Dicho lo anterior, Amena utiliza los valores de las betas desapalancadas promedio anteriores como referencia para los cálculos de las betas ajustadas y apalancadas.

➤ Ajuste por riesgo operativo y financiero de Amena.

Amena define el grado de apalancamiento operativo como el volumen de costes fijos soportados en relación al margen de contribución obtenido⁷, y manifiesta que una empresa con un grado de apalancamiento operativo mayor presenta un riesgo operativo mayor y por tanto debe tener una beta apalancada

⁷ En concreto, Amena calcula el grado de apalancamiento operativo (GAO) como $GAO = \left[\frac{MC / GF}{MC / GF - 1} \right]$, con MC = margen de contribución y GF = gastos fijos.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

superior. Además, Amena manifiesta que conforme a la literatura financiera una empresa con un mayor ratio de costes fijos respecto de costes totales tiene, en igualdad de circunstancias, una mayor beta.

Por otra parte, Amena estima que su grado de apalancamiento operativo en el ejercicio 2003 es un 63% superior al grado de apalancamiento operativo combinado de Telefónica Móviles y Vodafone. Además, Amena manifiesta que su grado de apalancamiento operativo disminuye en el ejercicio 2004 respecto del 2003⁸.

Dicho lo anterior, Amena cuantifica el efecto diferencial de su grado de apalancamiento operativo mediante la aplicación de un factor de ajuste del 30,00% sobre los valores de las betas desapalancadas medias anteriores. Como resultado, Amena cuantifica los valores de sus betas desapalancadas después de aplicar el ajuste por apalancamiento operativo⁹ en un 1,46 para el 2003 y un 1,42 para el 2004. Además, Amena calcula las betas apalancadas mediante el ajuste de las betas anteriores conforme a la fórmula financiera presentada, $\beta_a = \beta_e \left[\frac{E}{E + D} \right]$, considerando la estructura financiera óptima incluida en la propuesta. Como resultado, Amena estima unos valores de 1,49 y 1,45 para sus betas apalancadas¹⁰ correspondientes a los ejercicios 2003 y 2004.

➤ Ajuste por tamaño.

Amena manifiesta que a los ajustes anteriores debe añadirse un ajuste adicional asociado al menor tamaño relativo de Amena respecto a Telefónica Móviles y Vodafone, considerando que existe evidencia de que la rentabilidad

⁸ Para el cálculo del grado de apalancamiento operativo, y debido a la falta de información para el ejercicio 2003, Amena realiza las siguientes hipótesis: (1) el ratio Margen de Contribución/ Ingresos de Telefónica Móviles, y de Vodafone, son iguales al ratio Margen de Contribución/ Ingresos de Amena; (2) los Ingresos y el EBITDA de Vodafone son iguales a la diferencia entre los valores de los Ingresos y el EBITDA correspondientes al total del mercado, publicados por la Comisión, y los valores de los Ingresos y el EBITDA de Amena.

⁹ Amena denomina a las betas que resultan de este ajuste "betas ajustadas I".

¹⁰ Amena denomina a las betas que resultan de este ajuste "betas ajustadas y apalancadas I".



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

media de las empresas pequeñas es superior a la que predice el CAPM¹¹. Además, Amena manifiesta que el efecto sobre la rentabilidad ocasionado por el tamaño puede incorporarse mediante la utilización de un CAPM modificado, o mediante el ajuste de la beta al alza, enfoque utilizado por Amena en su propuesta.

Dicho lo anterior, Amena considera que a pesar de las dificultades para establecer el ajuste por el factor tamaño sin realizar una “amplia investigación empírica”, un factor de ajuste del 30% es “razonablemente conservador” en el caso de Amena, conforme a estudios analizados por Brealey y Myers que proporcionan evidencia de que los inversores exigen una rentabilidad superior en un 47% para las empresas pequeñas. Como resultado, las betas apalancadas¹² propuestas por Amena son un 1,93 para el año 2003 y un 1,89 para el año 2004. Además, Amena propone mantener el valor correspondiente al 2004 durante el 2005, considerando que “las betas de una sociedad tienden a permanecer estables en periodos relativamente cortos de tiempo”.

Prima por riesgo de la deuda.

Amena valora el coste de sus deudas financieras antes de impuestos correspondientes a los ejercicios 2003, 2004, y 2005, en un 6,05%, 6,06% y 5,08% respectivamente. Por tanto, como resultado de considerar los valores propuestos por Amena para el tipo de interés libre de riesgo de cada ejercicio, la prima por riesgo de la deuda implícita en las estimaciones de Amena resulta ser un 1,55% para en ejercicio 2003, un 1,88% para el ejercicio 2004, y un 1,54% para el ejercicio 2005, si bien Amena no proporciona justificación alguna en su propuesta a este respecto.

Además, como resultado del efecto de la deducción fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades al tipo marginal del 35%, Amena solicita a la Comisión que apruebe un coste de la deuda después de impuestos

¹¹ A este respecto, Amena menciona un estudio realizado en EEUU durante el periodo 1926 – 1988, y cita a Brealey y Myers “*Principles of Corporate Finance*” así como otras fuentes bibliográficas.

¹² Amena denomina a las betas que resultan de este ajuste “betas ajustadas y apalancadas II”.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

del 3,93% para el ejercicio 2003, del 3,94% para el ejercicio 2004, y del 3,30% para el ejercicio 2005.

IV.2. WACC antes de impuestos.

El WACC antes de impuestos propuesto por Amena para los ejercicios 2003, 2004, y 2005, 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:

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

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, Amena propone utilizar un 35,41% para el ejercicio 2003 y un 31,76% para el 2004, y estima el tipo efectivo para el ejercicio 2005 en un 35%. A este respecto Amena manifiesta que los valores propuestos son el resultado de los valores contables para los ejercicios 2003 2004, y de sus estimaciones para el 2005.

V. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA DE TASAS ANUALES DE RETORNO PARA LOS EJERCICIOS 2003, 2004 Y 2005.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de tasas anuales de retorno, 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.

Respecto al tipo de interés libre de riesgo, la Comisión considera adecuados los valores propuestos por Amena.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En lo referente al tipo de interés libre de riesgo del ejercicio 2003, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo en un 4,50%. Este valor corresponde al valor aprobado por la Comisión en dicho año conforme a la evolución de la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años y a sus expectativas futuras.

Por otro lado, en lo concerniente al ejercicio 2004, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación de la tasa anual de retorno de Amena en un 4,18%. Se considera que este valor se adecua a la evolución de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años, y a la situación de la estructura temporal de tipos de interés en el Mercado Primario de Deuda Pública en el año 2004. En este sentido, la Comisión considera que dicho valor refleja de forma adecuada las valoraciones de los títulos de deuda realizadas por los inversores para el año 2004, resultando de la situación en ese momento de la estructura temporal de tipos de interés y de las expectativas sobre su evolución en el futuro. Además, este valor corresponde al valor aprobado para el ejercicio 2004 de Telefónica de España, S.A.U.¹³, Telefónica Móviles España, S.A.U.¹⁴, y Vodafone España, S.A.¹⁵.

Por otra parte, para el ejercicio 2005, la Comisión considera igualmente que el tipo de interés medio en el mercado primario de las Obligaciones del Estado a 10 años proporciona una estimación razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación de la tasa anual de retorno de Amena. 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 Financiera¹⁶. Una de las características diferenciales de la nueva

¹³ Resolución de la Comisión de 27 de mayo de 2004, sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004 (Expediente AEM 2004/35).

¹⁴ Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004, sobre la propuesta de Telefónica Móviles España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004 (Expediente AEM 2004/173).

¹⁵ Resolución de la Comisión de 1 de julio de 2004 sobre la propuesta de Vodafone España, S.A., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005 (Expediente AEM 2004/572).

¹⁶ 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

referencia *benchmark* es proporcionar un cupón del 4,40%, frente al 4,75% ofrecido por la referencia anterior.

Dicho lo anterior, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Amena del ejercicio 2005 en un 3,54%. Este valor corresponde al tipo medio al que se adjudicaron las Obligaciones a 10 años con vencimiento el 31 de enero de 2015 en la subasta del Tesoro celebrada en enero de 2005, y refleja un valor adecuado a la evolución de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años y a la situación de la estructura temporal de tipos de interés en el Mercado Primario de Deuda Pública. Además, dicho tipo de interés coincide con el tipo de interés libre de riesgo aprobado por la Comisión para la determinación de las tasas de retorno correspondientes al ejercicio 2005 de Telefónica de España, S.A.U.¹⁷, Telefónica Móviles España, S.A.U.¹⁸, y Vodafone España, S.A.¹⁹

Pues bien, conforme a los argumentos expuestos en los párrafos anteriores, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación de la tasa anual de retorno de Amena en un 4,50% para el ejercicio 2003, un 4,18% para el ejercicio 2004, y un 3,54% para el ejercicio 2005.

Prima por riesgo del mercado.

Como se ha mencionado, Amena propone la aprobación de una prima por riesgo del mercado del 4,6%, manifestando que dadas las disparidades existentes sobre este parámetro la utilización de una media de las estimaciones de los bancos de inversión independientes proporciona un valor objetivo.

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

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.

¹⁷ Resolución de la comisión de 31 de marzo de 2005, sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005 (Expediente AEM 2004/1959).

¹⁸ Resolución de la comisión de 19 de mayo de 2005, sobre la propuesta de Telefónica Móviles España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005 (Expediente AEM 2005/217).

¹⁹ Resolución de la comisión de 23 de junio de 2005, sobre la propuesta de Vodafone España, S.A., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (Expediente AEM 2005/488).



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

señalada por Amena 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 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%.

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 Comisión. 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 que se detallan a continuación.

➤ Metodología de estimación²⁰.

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 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.

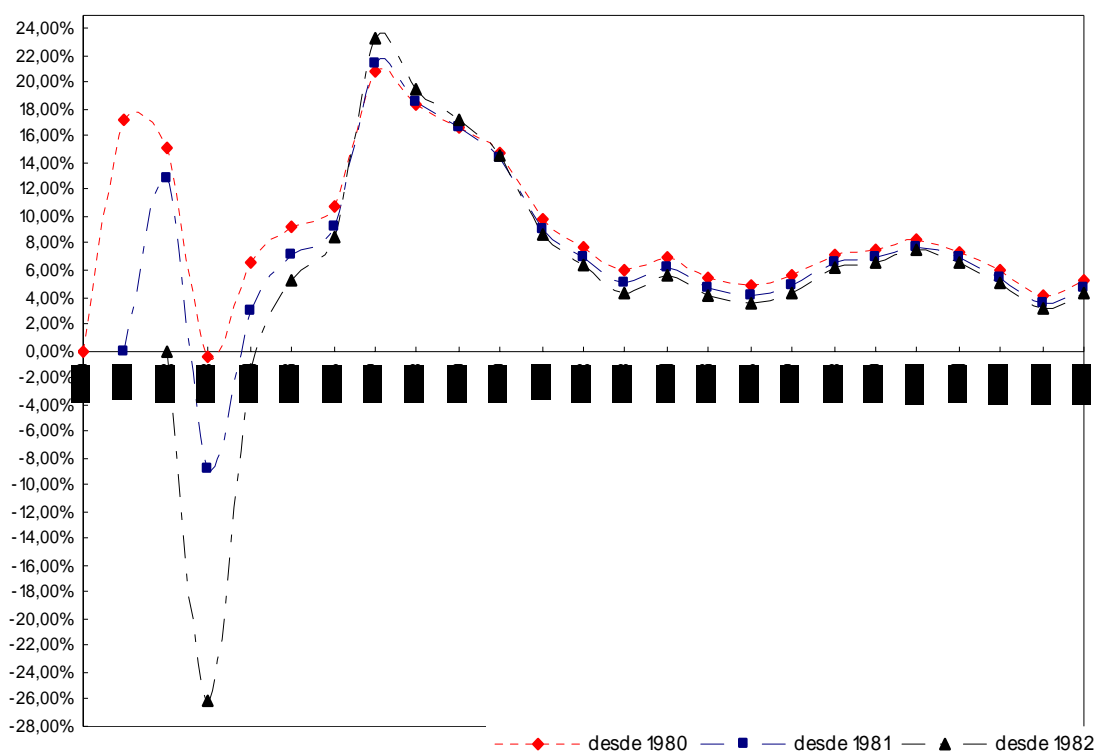
²⁰ La metodología se detalla en los artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid correspondientes a junio de 1997, y especialmente, a agosto – septiembre de 2004.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 de examinar la evidencia disponible, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid concluye su análisis con la siguiente afirmación:

“(...) 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%.

Dicho lo anterior, la Comisión considera adecuado aprobar un valor de 4,50% para la prima por riesgo de mercado de los ejercicios 2003, 2004 y 2005. En



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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. Además, este valor corresponde al valor de la prima por riesgo del mercado aprobado por la Comisión en resoluciones correspondientes a las tasas de retorno de los operadores de los años 2003, 2004, y 2005.

Beta de las acciones.

Como se ha mencionado con anterioridad, Amena propone la aprobación de un parámetro beta del 1,93 para el ejercicio 2003 y del 1,89 para los ejercicios 2004 y 2005. Estos valores resultan de ajustar las betas desapalancadas medias obtenidas por Amena conforme a las betas de Telefónica Móviles y Vodafone aprobadas por la Comisión para los ejercicios 2003 y 2004, y de realizar los siguientes ajustes: un ajuste del 30% sobre la beta desapalancada media en concepto del riesgo operativo diferencial de Amena respecto de Telefónica Móviles y Vodafone; un ajuste por riesgo financiero conforme a la estructura financiera óptima incluida en la propuesta; y un ajuste del 30% debido tamaño sobre la beta resultante de los dos ajustes anteriores.

➤ Beta desapalancada media.

Amena manifiesta que en una situación en que la beta de las deudas es cero se verifica una relación lineal entre la “beta desapalancada” o beta de los activos (β_a) y la “beta apalancada” o beta de las acciones (β_e), $\beta_a = \beta_e \left[\frac{E}{E + D} \right]$, y calcula las betas desapalancadas que fueron aprobadas por la Comisión para Telefónica Móviles y Vodafone en sus resoluciones de 2003 y 2004 conforme a dicha relación.

Sin embargo, la relación anterior debe considerarse una forma simplificada de la relación existente entre la beta apalancada y desapalancada, puesto que no considera el efecto del tipo impositivo. En este sentido, la relación utilizada por la Comisión²¹ es $\beta_e = \beta_a [1 + (1 - t)L]$, donde L expresa el ratio de

²¹ Por ejemplo en las Resoluciones de 19 de mayo y de 23 de junio de 2005, correspondientes a las tasas de retorno de Telefónica Móviles y Vodafone.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

apalancamiento financiero a precios de mercado²². De conformidad con esta relación, las betas desapalancadas aprobadas por la Comisión para los años 2003, 2004, y 2005 presentan los valores que se incluyen en la siguiente tabla.

Betas desapalancadas medias.

	2003	2004	2005
Beta apalancada Vodafone	1,40	1,18	1,16
Beta apalancada TME	1,40	1,18	1,16
E/(E+D) Vodafone	80,00%	97,09%	99,00%
E/(E+D) TME	80,00%	88,56%	91,17%
Beta desapalancada Vodafone	1,20	1,15	1,15
Beta desapalancada TME	1,20	1,10	1,10
Beta desapalancada media (media simple)	1,20	1,12	1,12

➤ Ajuste por riesgo operativo de Amena.

En lo referente al ajuste realizado por Amena para incorporar el efecto diferencial de su grado de apalancamiento operativo, debe mencionarse que los resultados de los cálculos obtenidos dependen de las hipótesis utilizadas y que no han sido demostradas en la propuesta. Dichas hipótesis son las siguientes: (1) igualdad del ratio Margen de contribución/ Ingresos; y (2) estimación de los Ingresos y del EBITDA de Vodafone por diferencia de los valores del mercado respecto de los valores de Amena. Además, Amena no proporciona ninguna justificación que permita vincular el diferencial obtenido en el grado de apalancamiento operativo, un 63% para el ejercicio 2003, con el ajuste realizado, un 30% en cada uno de los ejercicios considerados.

Dicho lo anterior, el método de determinación fundamental de las betas utilizado por Amena debe reflejar los riesgos no diversificables de variación de los Beneficios de Explotación, que dependen tanto de la volatilidad de la demanda como de la estructura de costes de los operadores. Las manifestaciones realizadas por Amena sobre la igualdad del ratio de Margen de Contribución/ Ingresos entre operadores móviles proporciona un indicador de la

²² Debe destacarse que esta expresión puede vincularse a una beta de las deudas con valor nulo tal y como propone Amena.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

percepción de Amena de que existe un grado de respuesta similar de los costes variables de dichos operadores ante las variaciones de la demanda. Por otra parte, los análisis de costes realizados por la Comisión en el seno de la Consulta Pública sobre “Definición, análisis, e identificación de operadores con PSM y propuesta de obligaciones específicas en el Mercado de acceso y originación de llamadas en las redes públicas de telefonía móvil”²³ ponen de manifiesto una distribución de costes fijos y variables similar para Telefónica Móviles y Vodafone (con una divergencia inferior a los 11 p.p., puesto que Telefónica Móviles tendría un 33,55% de costes fijos y Vodafone el 44,20%), así como una estructura de costes medios y marginales en la que no parecen existir diferencias importantes entre los tres operadores, *“máxime cuando los tres operadores han desplegado redes con una cobertura nacional y los tres operadores gozan de capacidad excedente, que sólo se ve alterada, prácticamente por igual, en determinadas localizaciones geográficas y momentos puntuales”*.

Por tanto, atendiendo a los argumentos presentados en los párrafos anteriores, la Comisión no considera adecuado el ajuste por riesgo operativo realizado por Amena y considera, conforme al método de cálculo utilizado por Amena en su propuesta, que las betas desapalancadas medias aprobadas por la Comisión en sus resoluciones correspondientes a las tasas anuales de retorno de los operadores móviles durante los años 2003, 2004, y 2005, proporcionan un estimador razonable de la beta desapalancada de Amena.

➤ Ajuste por riesgo financiero de Amena.

En lo referente al ajuste de la beta desapalancada para considerar la exposición al riesgo financiero²⁴ que corresponde al nivel de endeudamiento de Amena conforme a su estructura de capital durante los años 2003, 2004, y 2005, los ratios financieros obtenidos en la revisión de la información aportada que se presentan en el apartado siguiente permiten cuantificar las betas apalancadas de Amena para los años 2003, 2004, y 2005, en un 1,40, un 1,24, y un 1,22 respectivamente.

²³ Informe de los Servicios sobre la definición del Mercado de acceso y originación de llamadas en las redes públicas de telefonía móvil, el análisis del mismo, la designación de operadores con Poder Significativo de Mercado y la propuesta de obligaciones específicas, disponible en la página Web de la Comisión <http://www.cmt.es>.

²⁴ La fórmula utilizada es $\beta_e = \beta_a [1 + (1 - t)L]$, donde L representa el apalancamiento financiero de Amena a precios de mercado correspondiente a su estructura de capital efectiva.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

➤ Ajuste por tamaño.

En lo referente al ajuste de la beta apalancada para considerar el efecto del menor tamaño de Amena, debe manifestarse que en conformidad con las teorías financieras del Capital Asset Pricing Model (CAPM) utilizadas por la Comisión para la valoración de los fondos propios en la determinación de la tasa de retorno de los operadores, puede considerarse que el menor tamaño de Amena es un factor de riesgo que no requiere remuneración adicional alguna. Por tanto, el valor obtenido para la beta apalancada de Amena en el apartado anterior no requiere ningún ajuste adicional.

Dicho lo anterior, la Comisión considera que la valoración del parámetro beta de Amena en un 1,40, un 1,24, y un 1,22, para los ejercicios 2003, 2004, y 2005, refleja los principales riesgos operativos y financieros soportados por Amena evaluados conforme al método de valoración de activos financieros CAPM.

Dicho lo anterior, la Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Amena en un 6,30%% para el ejercicio 2003, en un 5,58% para el 2004, y en un 5,49% para el 2005. Por tanto, la Comisión valora el coste de los fondos propios de Amena para cada uno de los ejercicios anteriores en un 10,80%, un 9,76%, y un 9,03% respectivamente.

Estructura financiera.

Amena propone utilizar como estructura financiera para los ejercicios 2003, 2004, y 2005, un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 97,87% y un ratio de deuda sobre valor total de 2,13%, manifestando que estos valores corresponden a ratios de estructura financiera óptima evaluados conforme a la capacidad de generación de recursos de Amena en una situación de madurez. No obstante, la información presentada por Amena en el seno del expediente permite identificar de un modo razonable la estructura financiera realmente utilizada por Amena para financiar sus operaciones conforme a la metodología del WACC. Por tanto, se presentan a continuación los parámetros de estructura financiera de Amena a utilizar en el cómputo de los costes de capital del operador durante los ejercicios 2003, 2004, y 2005.

En lo referente al valor total de Amena, la información presentada por el operador incluye un valor de empresa de unos 9,392 millones de Euros. A este respecto, Amena manifiesta que el valor anterior es el valor medio que resulta



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de las valoraciones realizadas por entidades financieras independientes (Grupo Santander, Ibersecurities y Fortis Bank) del grupo Auna utilizando la técnica de la suma de partes²⁵.

Respecto al valor de las deudas financieras de Amena, la cartera de deudas presentada en respuesta al requerimiento de información se distribuye del siguiente modo:

- *Ejercicio 2003.* La cartera de deudas a 31 de diciembre de 2003 incluye deudas por un importe de 1.936 millones de Euros, contabilizadas en partidas a largo plazo (1.922 millones de Euros) y a corto plazo (14 millones de Euros). Respecto a las partidas contabilizadas a largo plazo, la posición deudora se concentra en el préstamo estructurado sindicado suscrito con un sindicato de bancos (26 entidades) cuyo importe máximo disponible se redujo a 2.125,015 millones de Euros (sus características son, conforme a la información presentada en la Nota 14 de la Memoria de Amena correspondiente al ejercicio 2003, la constitución por tramos y la remuneración a un tipo de interés variable correspondiente al Euribor más un diferencial de mercado referenciado a la evolución de la cobertura de deuda).
- *Ejercicio 2004.* La cartera de deudas a 31 de diciembre de 2004 incluye deudas por un importe de 1.299 millones de Euros, contabilizadas en partidas a largo plazo (1.159 millones de Euros) y a corto plazo (140 millones de Euros). Respecto a las partidas a largo plazo, la posición deudora se concentra en el préstamo suscrito con Auna Operadores de Telecomunicaciones, S.A., resultante de la reestructuración de la deuda del grupo Auna (sus características son, conforme a la información presentada en las Notas 13 y 14 de la Memoria de Amena correspondiente al ejercicio 2004, su estructuración mediante póliza de crédito con vencimiento el 31 de diciembre de 2010, límite de 2.100

²⁵ Debe resaltarse la coherencia de la valoración de Amena presentada en el seno de este expediente con el resultado de la operación de adquisición del operador por France Telecom que se ha producido durante el año 2005. En este sentido, si bien el valor total de Amena acordado durante el proceso de adquisición superó los 10,000 millones de Euros, conforme a la información pública a tal respecto, la información disponible sobre el proceso sitúa las valoraciones de partida en el entorno de los 9,000 millones de Euros (por ejemplo: FT 20/072005, pp. 19).



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

millones de Euros y remuneración a un tipo de interés variable correspondiente al Euribor más un diferencial de mercado referenciado a la evolución de la cobertura de deuda).

- *Ejercicio 2005.* La cartera de deudas presentada por Amena en el requerimiento de información practicado en el seno de este expediente (datos a cierre de agosto de 2005) incluye deudas por un importe de 1.132 millones de Euros, contabilizadas en partidas a largo plazo (1.026 millones de Euros) y a corto plazo (106 millones de Euros). Respecto a las partidas contabilizadas a largo plazo, las características presentadas por Amena son el periodo de amortización a 10 años y la remuneración a un tipo de interés variable correspondiente al Euribor más un diferencial de mercado.

Por otra parte, respecto al valor de los fondos propios a precios de mercado de Amena, y de conformidad con los párrafos anteriores, la Comisión considera adecuados los valores de 7.456 millones de Euros para el ejercicio 2003, 8.093 millones de Euros para el ejercicio 2004, y 8.260 millones de Euros para el ejercicio 2005.

Dicho lo anterior, la Comisión aprueba, para la determinación del WACC de Amena correspondiente a los ejercicios 2003, 2004, y 2005, la composición de la estructura financiera que se desprende de los valores incluidos por Amena en la propuesta, y que presenta un peso de las deudas sobre el valor total del 20,61% en el 2003, del 13,83% en el 2004, y del 12,05% en el 2005. Por tanto, la Comisión valora el ratio de apalancamiento financiero de Amena a precios de mercado en un 25,97%, un 16,05%, y un 13,70%, para cada uno de los ejercicios anteriores.

Prima por riesgo de la deuda.

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, la valoración del coste de las deudas financieras antes de impuestos presentada por Amena en su propuesta proporcionó unos valores implícitos de un 1,55% para el ejercicio 2003, un 1,88% para el ejercicio 2004, y un 1,54% para el ejercicio 2005. No obstante, Amena manifiesta que estos valores no responden a sumar un diferencial al coste de la deuda libre de riesgo, sino que corresponden a los gastos



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

financieros contabilizados durante los ejercicios 2003 y 2004 y presupuestados para el 2005.

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, que debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de Amena y a la situación de los mercados financieros. En efecto, como ha señalado la Comisión en Resoluciones anteriores, *“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”*. A este respecto, debe destacarse que la pertenencia de Amena al grupo Auna le ha proporcionado la capacidad de recibir garantías por parte del grupo y beneficiarse de políticas financieras centralizadas. En efecto, la información correspondiente a la situación financiero-patrimonial de Amena proporcionada en la Memoria correspondiente al ejercicio 2003 incluye la siguiente afirmación:

“(...) la Sociedad cuenta con el apoyo de sus accionistas para la obtención de cualquier necesidad financiera que pudiera derivarse de eventuales dificultades en el cumplimiento del Plan de Negocio y que fuera necesario para el desarrollo de las actividades de la Sociedad”.

Además, el Informe de Gestión correspondiente al ejercicio 2004 manifiesta que la captación de fondos por el grupo contribuyó a refinanciar la totalidad de la deuda a largo plazo del grupo y a *“consolidar en la sociedad matriz el endeudamiento existente hasta ahora en las restantes sociedades que conforman el Grupo”*.

Por otra parte, las Resoluciones de la Comisión han utilizado como indicador de capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras de los operadores el *ratio de cobertura de deuda*, resultado de la división del Beneficio de explotación entre los gastos financieros. En efecto, tal y como se recoge en la regulación sectorial²⁶, este ratio es un indicador tanto de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, como de su

²⁶ 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

capacidad de lograr acceso a fuentes de financiación en condiciones favorables.

Pues bien, los resultados de la evaluación realizada por los Servicios de la Comisión del ratio de cobertura de deuda de Amena proporcionaron valores de 3,58x para el ejercicio 2003 y 6,37x para el 2004, que permiten comprobar la mejoría en la posición crediticia del operador atendiendo a su capacidad de garantizar las obligaciones de pago mediante el recurso a los fondos generados por las operaciones de explotación. A este respecto, se considera que el diferencial de un 1% presentado por el operador en la información aportada en respuesta al requerimiento de información practicado es un diferencial adecuado a la capacidad de endeudamiento de Auna y a la situación de los mercados financieros.

Dicho lo anterior, la Comisión valora el coste de la deuda de Amena en un 5,50% para el ejercicio 2003, un 5,18% para el ejercicio 2004, y un 4,54% para el ejercicio 2005, como resultado de los tipos de interés libres de riesgo del 4,50%, 4,18%, y 3,54%, y de la prima por riesgo del 1% (100 p.b.). Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%, la Comisión valora el coste de la deuda después de impuestos de Amena para los ejercicios 2003, 2004, y 2005, en un 3,58%, 3,37%, y 2,95% respectivamente.

V.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Como se ha mencionado con anterioridad, Amena propone como tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades de los ejercicios 2003, 2004 y 2005, un 35,41%, un 31,76%, y un 35% respectivamente. A este respecto, la revisión de la documentación aportada por Amena en el seno de este expediente muestra evidencia de que los cálculos presentados para la determinación del tipo efectivo de gravamen se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del ICAC 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. Además, conforme a la información proporcionada en la Memoria 2004 la sociedad tiene pendiente de inspección el ejercicio 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dicho lo anterior, la Comisión estima conveniente utilizar los tipos efectivos de gravamen propuestos, un 35,41% para el ejercicio 2003, un 31,76% para el 2004, y un 35% para el 2005.

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

El objeto de esta Resolución es la aprobación de las tasas anuales de retorno (WACC antes de impuestos) de Amena a aplicar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de los costes de capital de los ejercicios 2003, 2004, y 2005, y que se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes de Amena. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución a la valoración de los capitales invertidos, se imputarán en la Contabilidad de Costes conforme al sistema de flujos contables definido en el Sistema de Contabilidad de Costes, 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.

El cuadro siguiente muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de Amena, y de la verificación realizada por los Servicios de la Comisión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

	2003		2004		2005	
PARÁMETROS	Amena	CMT	Amena	CMT	Amena	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,50%	4,50%	4,18%	4,18%	3,54%	3,54%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,60%	4,50%	4,60%	4,50%	4,60%	4,50%
Beta de las acciones	1,93	1,40	1,89	1,24	1,89	1,22
Coste de los fondos propios	13,38%	10,80%	12,87%	9,76%	12,23%	9,03%
Prima por riesgo de la deuda	1,55%	1,00%	1,88%	1,00%	1,54%	1,00%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,05%	5,50%	6,06%	5,18%	5,08%	4,54%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,93%	3,53%	3,94%	3,37%	3,30%	2,95%
Ratio de fondos propios sobre valor total	97,87%	79,39%	97,87%	86,17%	97,87%	87,95%
Ratio de deuda sobre valor total	2,13%	20,61%	2,13%	13,83%	2,13%	12,05%
WACC después de impuestos	13,18%	9,31%	12,68%	8,88%	12,04%	8,30%
Tipo efectivo de gravamen (I. Sociedades)	35,41%	35,41%	31,76%	31,76%	35,00%	35,00%
WACC antes de impuestos	20,41%	14,42%	18,58%	13,01%	18,52%	12,77%

Por último, el siguiente cuadro muestra las tasas anuales de retorno (WACC antes de impuestos) de Amena para los ejercicios 2003, 2004, y 2005, aprobadas por la Comisión mediante esta Resolución.

EJERCICIOS	2003	2004	2005
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,31%	8,88%	8,30%
TASA DE RETORNO	14,42%	13,01%	12,77%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En atención a lo expuesto, esta Comisión

RESUELVE

Primero.- Declarar aprobada la tasa de retorno de Retevisión Móvil, S.A., para el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2003, del 14,42%%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora.

Segundo.- Declarar aprobada la tasa de retorno de Retevisión Móvil, S.A., para el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2004, del 13,01%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora.

Tercero.- Declarar aprobada la tasa de retorno de Retevisión Móvil, S.A., para el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2005, del 12,77%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora.

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 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera