



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 07/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 23 de febrero de 2006, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2006.

(Expediente AEM 2005/1752)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 19 de diciembre de 2005, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante la Comisión) un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante TESAU), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006, 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 siguientes documentos:

- Escrito de TESAU en el que se solicita a la Comisión que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el año 2006.
- Informe anexo al escrito anterior en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TESAU para el año 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la Comisión procedió el día 19 de diciembre de 2005 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2005/1752.

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

- Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio económico 2004, y balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias correspondientes al ejercicio 2005.
- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2004.
- Avance de los resultados de la Autoliquidación del impuesto sobre sociedades del ejercicio 2005.
- Aportación de fechas e importes de las expectativas de tipos de interés libre de riesgo formuladas por cada uno de los analistas tomados como referencia para el cálculo de la expectativa media.
- Identificación de la muestra tomada para el cálculo de la beta del negocio de datos e Internet.
- Justificación de la ponderación dada al negocio tradicional y de datos e Internet, a efectos de cálculo de la beta del 2006.
- Aportación de documentación y aclaración que justifique los valores de mercado obtenidos para el valor total de la empresa e identificación de las entidades independientes que han realizado la determinación del valor de mercado de TESAU propuesto.
- Justificación del importe del CDS medio de Telefónica S.A del año 2005 en cuanto a fuentes, muestra tomada y metodología para la obtención del importe medio.
- Aportación de documentación que justifique el saldo medio estimado de la cartera de deuda financiera con terceros para el ejercicio 2006, incluyendo su composición, coste y periodo de amortización estimados.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Conciliación de la deuda financiera a 31 de diciembre de 2005 con la deuda estimada a 31 de diciembre del ejercicio 2006 y con los importes de deuda media prevista para el ejercicio 2006.
- Aportación de documentación que incluya los valores del coste de financiación de TESAU.
- Aclaración de la metodología seguida para excluir el efecto del expediente de regulación de empleo sobre el cálculo del tipo impositivo efectivo operativo.
- Conciliación del tipo impositivo nominal y el tipo impositivo efectivo propuesto para el período de la regulación.
- Plan de inversiones por áreas de negocio para el ejercicio 2006 y tasas de crecimiento previstas para cada área.

Tercero.- Con fecha 31 de enero de 2006 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Telefónica de España SAU por el que en cumplimiento del requerimiento de información practicado se aporta la siguiente documentación:

1. Memoria anual del ejercicio 2004 de TESAU.
2. Balance y cuenta de pérdidas y ganancias provisional del ejercicio 2005 de TESAU.
3. Copia de la autoliquidación de TESAU del Impuesto sobre Sociedades del ejercicio 2004.
4. Escrito conteniendo:
 - a. Conciliación del tipo impositivo nominal y del tipo impositivo efectivo propuesto por TESAU para el período de la regulación.
 - b. Fechas e importes de las expectativas de tipos de interés libre de riesgo formulados para cada uno de los analistas tomados como referencia para el cálculo de la expectativa media presentada por TESAU.
 - c. Identificación de la muestra tomada por TESAU para el cálculo de la beta del negocio de datos e Internet.
 - d. Justificación de la ponderación dada por TESAU al negocio tradicional de datos e Internet, a efectos de cálculo de la beta 2006.
 - e. Aclaración de los valores de mercado aplicados e identificación de las entidades que han realizado dichas valoraciones de mercado.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- f. Identificación de la muestra para la obtención del importe del CDS medio de Telefónica, S.A.
- g. Composición del saldo medio de la deuda financiera estimada para el ejercicio 2006, incluyendo su antigüedad, coste y amortización y comparación con la deuda financiera del 2005.
- h. Composición y cálculo de la prima de riesgo prevista para la deuda de TESAU en el 2006.
- i. Aclaración de la metodología seguida para excluir el efecto del expediente de regulación de empleo sobre el tipo impositivo efectivo.
- j. Indicación de que se considera que no es necesario aportar el plan de inversiones para cada área de negocio y tasas de crecimiento previstas en base a su carácter confidencial.

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.

Por otra parte, conforme al párrafo primero del apartado 3 de la Disposición transitoria primera de la LGTel, y a la Disposición transitoria primera del Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, 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 TESAU como operador dominante en los mercados nacionales de redes y servicios de telefonía fija y de alquiler de circuitos, establecida por la 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, TESAU deba cumplir con las obligaciones en materia de contabilidad de costes establecidas en la normativa sectorial vigente.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, 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 TESAU, y que se declararon aplicables posteriormente a todos los operadores dominantes mediante Resolución de la Comisión de 27 de julio de 2000. De conformidad con lo establecido en los principios de contabilidad de costes, la Comisión aprobó el Sistema de Contabilidad de Costes de TESAU mediante Resolución de 15 de junio de 2000.

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

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

Además,

“Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la Comisión la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La Comisión resolverá sobre su aplicación o modificación razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial (…)”.

Dicho lo anterior, esta Resolución de la Comisión presenta, y valora, la tasa anual de retorno propuesta por TESAU para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes 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 conforme al coste del dinero en el mercado y a la tasa de riesgo empresarial según el coste del capital medio ponderado, (en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, en adelante WACC). Esta metodología ha sido recomendada por la Comisión Europea en su Recomendación 98/322/CE, de 8 de Abril de 1998, sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), y adoptada por la mayoría de los



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 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.

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. Además, 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.

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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

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

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

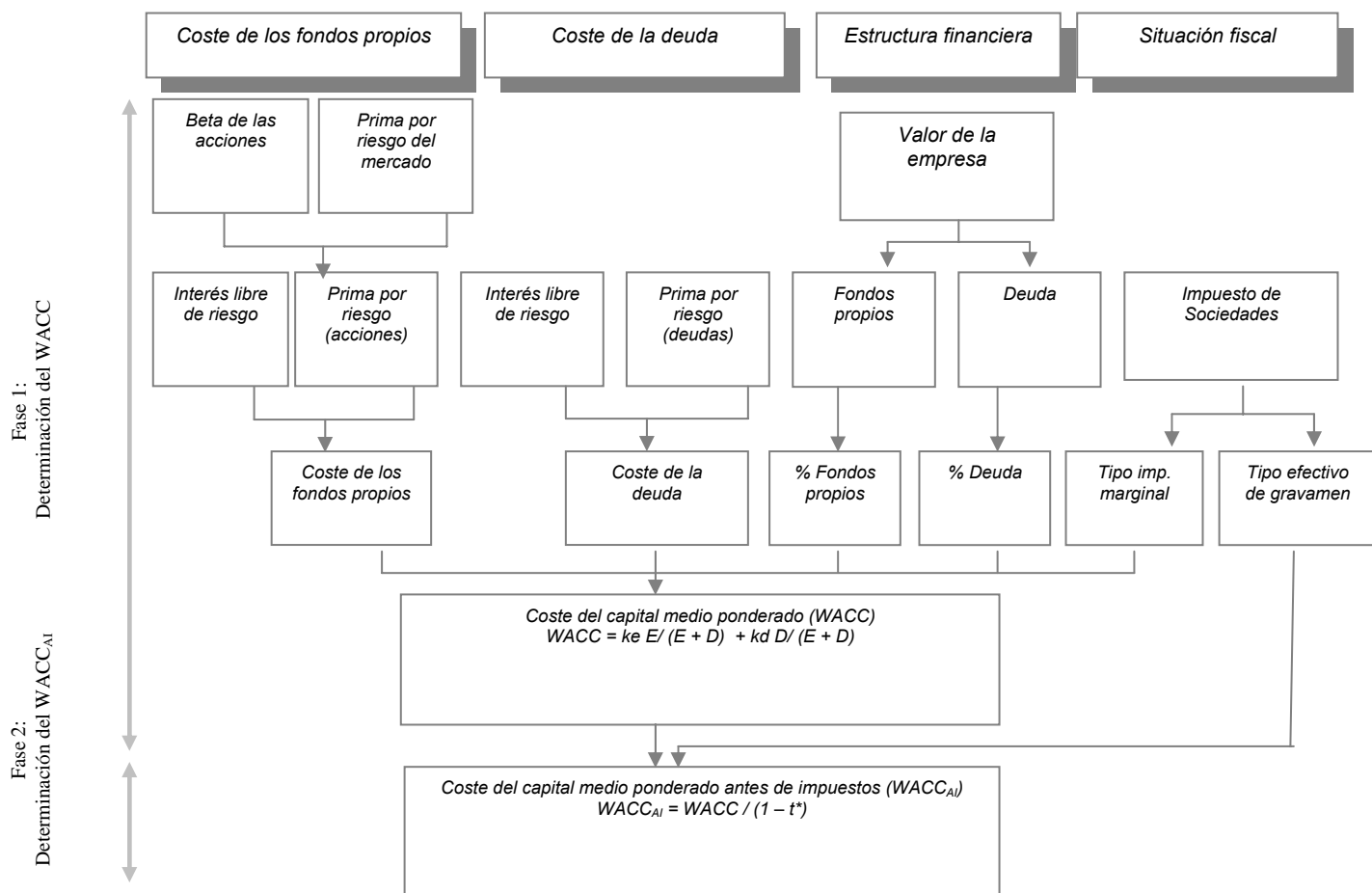
donde t^* es el tipo efectivo de gravamen esperado para el periodo de regulación del WACC al que resultará gravado el beneficio de la empresa en el Impuesto de Sociedades. El WACC antes de impuestos resultante de esta corrección es la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes calculados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

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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

1. 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.
2. 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.3. Coste de los fondos propios.

La Comisión estima el coste de los fondos propios utilizando el modelo del 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 generalmente utilizada por la Comisión para estimar el coste de los fondos propios es:

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

donde

k_e = coste de los fondos propios,

R_f = tipo de interés libre de riesgo,

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

β = parámetro beta del operador².

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

III.4. 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.

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

TESAU propone a la Comisión la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2006, del 12.12%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para el WACC después de impuestos, un 8.19%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 32.41%. Además, TESAU 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 TESAU es el resultado de la agregación de sus estimaciones para el ejercicio 2006 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera. Los valores de los parámetros propuestos por TESAU se detallan en el cuadro siguiente.

Tasa de retorno propuesta por TESAU.

Tipo de interés libre de riesgo	3,70%
Prima por riesgo del mercado	4,50%
Beta de las acciones	1,25
Coste de los fondos propios	9,33%
Prima por riesgo de la deuda	0,68%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,38%
Coste de las deudas (después de impuestos)	2,84%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,5%
Ratio de deuda sobre valor total	17,5%
WACC después de impuestos	8,19%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,41%
WACC antes de impuestos	12,12%

Tipo de interés libre de riesgo.

TESAU considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años (O-10A) y estima el tipo de interés libre de riesgo como una media de las expectativas medias de los analistas para la rentabilidad en el mercado primario de estas obligaciones. Según TESAU, como los niveles de rentabilidad de las O-10A en diciembre de 2005 se encuentran en valores mínimos, (unos cuarenta puntos por debajo de las previsiones de los bancos de inversión y de sus modelos propios), se justifica



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

que se tome como tipo de interés sin riesgo una media de las expectativas de los analistas.

En consecuencia, TESAU estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2006 en un 3.70%.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, TESAU considera adecuado mantener el valor aprobado por la Comisión en la Resolución sobre la propuesta de TESAU de tasa anual de retorno para el ejercicio 2005 (AEM 2004/1959), que se cuantificó en un 4,5%.

Beta de TESAU.

TESAU estima el valor de su parámetro beta en un 1,25. Esta cifra resulta de obtener la media aritmética entre la beta de Telefónica, S.A (1,14) y el promedio de las betas de una muestra de empresas extranjeras dedicadas al negocio de datos e Internet (1,36). En ambos casos las betas se han calculado tomando una muestra de datos de los dos últimos años (11/2003-11/2005).

TESAU justifica esta ponderación por la mayor percepción de riesgo que tienen los inversores sobre el negocio de datos e Internet versus el negocio tradicional. TESAU considera que la beta histórica de Telefónica S.A. recoge el riesgo del negocio tradicional, mientras que el riesgo de los nuevos negocios se incorpora a través de la media de las betas de la muestra de empresas mencionada en el anterior párrafo.

Coste de los Fondos Propios.

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TESAU cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,33%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 5,62%.

Prima por riesgo de la deuda.

TESAU estima que el coste de su deuda es aproximadamente igual al coste de financiación de Telefónica, S.A. En este sentido, Telefónica cuantifica la prima por riesgo de su deuda en un 0,676%. Esta cifra resulta de la suma del spread medio del bono Soberano-IRS (9.7 puntos básicos. de media en 2005) y la cotización media de los credit default swaps (CDS) de Telefónica a 10 años (57.9 puntos básicos) durante el período 03/01/05 al 23/11/05, de acuerdo con los valores proporcionados por Bloomberg.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Coste de la Deuda.

A consecuencia de lo anteriormente expuesto, TESAU estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 4,37% (3,70%+0,097%+0,579%). El coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 2,84%.

Estructura financiera.

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 82.50%, y un ratio de deuda sobre valor total de 17.50%. El ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2006 es un 21,21%.

Para el cálculo de estos ratios se estima el valor total de la empresa, (E+D), tomando la media aritmética de las valoraciones aportadas por varios bancos de inversión. El resultado es de 30.792 millones de euros (un importe 3.12% superior al aprobado por la Comisión para el 2005).

Se cuantifica el valor de la deuda financiera (D) como el valor medio estimado para la deuda financiera con terceros durante el ejercicio 2006, determinándose en 5.387 millones de euros (un 15,33% menor que el aprobado por la Comisión para el año 2005).

El valor de los fondos propios (E) se estima como la diferencia entre el importe del valor de mercado de la empresa y el importe de la deuda financiera, resultando un importe de 25.404 millones de euros (un 8.12% mayor al aprobado por la Comisión para el 2005).

IV.2. WACC antes de impuestos.

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

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

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

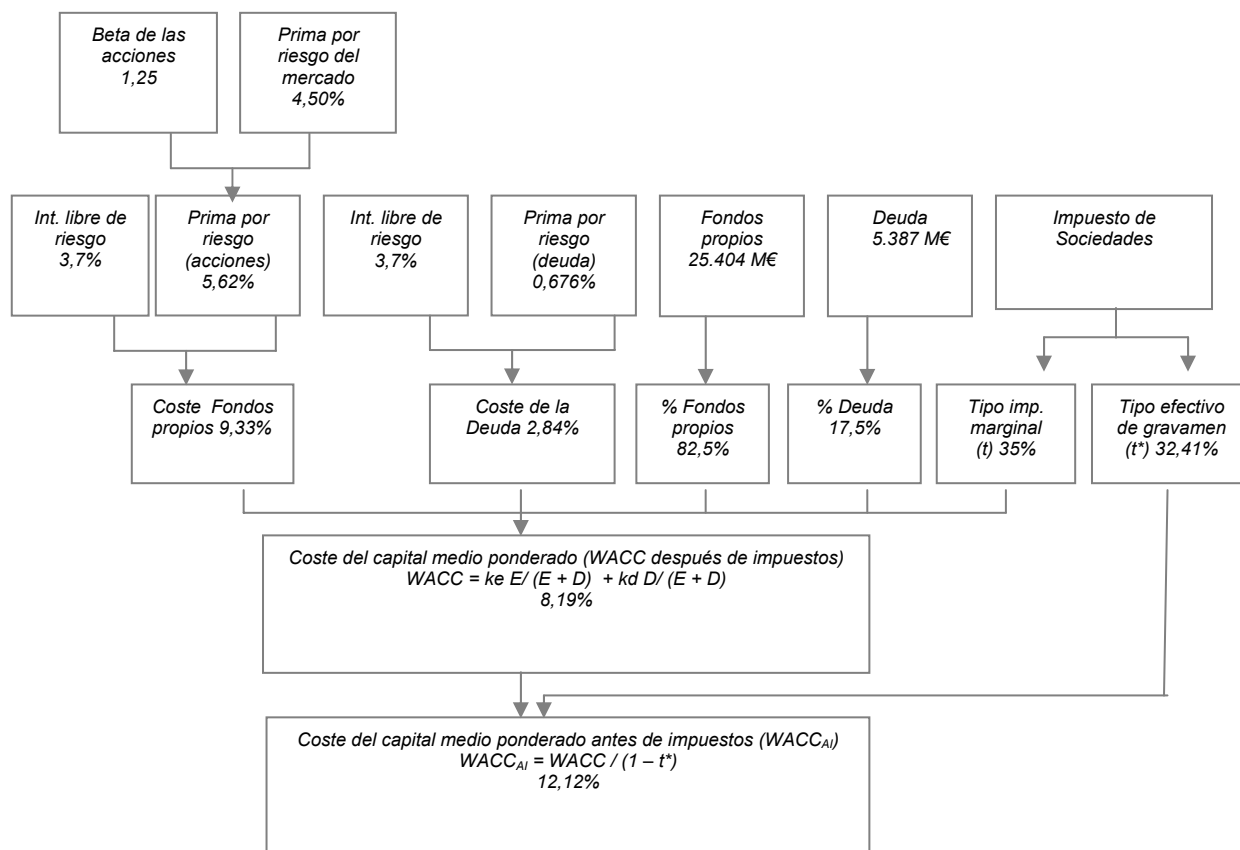
Para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades TESAU propone utilizar un 32.41%, que correspondería al tipo impositivo operativo efectivo medio soportado por la operadora durante los ejercicios 2004 (31,11%), 2005 (33,08%) y estimado para el 2006 (33,05%), excluyéndose en los anteriores cálculos el efecto del expediente de regulación de empleo.

.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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



V. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TESAU.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de TESAU, 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 en el mercado primario de las Obligaciones del Estado a 10 años (O-10A) proporciona una estimación razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de TESAU en el ejercicio 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En segundo lugar se considera conveniente sustituir la referencia de Deuda Pública que se utilizó como estimador del tipo de interés libre de riesgo durante el año 2005 por la nueva referencia *benchmark* lanzada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera³. 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 2006. Una de las características diferenciales de la nueva referencia *benchmark* es proporcionar un cupón del 3,15%, frente al 4,40% ofrecido por la referencia anterior.

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 y noviembre del año 2005 fueron (redondeados a dos decimales) un 3,17% y un 3,47% respectivamente. Además, el tipo medio correspondiente a la subasta celebrada el 19 de enero de 2006 resultó ser un 3,31%.

Dicho lo anterior, esta Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de TESAÚ en el ejercicio 2005, en un 3,34%. Este valor corresponde a la media ponderada⁴ de los tipos medios a los que se adjudicaron las nuevas O-10A *benchmark* con vencimiento el 31 de enero de 2016 en la subastas del Tesoro de los días 16 de septiembre de 2005, 17 de noviembre de 2005 y 19 de enero de 2006.

Prima por riesgo del mercado.

Esta Comisión reconoce la dificultad que entraña la estimación de la prima por riesgo del mercado, como pone de manifiesto la horquilla de valores proporcionados por las estimaciones realizadas por instituciones académicas, organismos rectores de las Bolsas, y departamentos de investigación de bancos de inversión independientes (del 2% al 6%). Atendiendo a estas dificultades, la Comisión ha utilizado en sus Resoluciones los resultados de estimaciones de la prima de riesgo realizadas por los Servicios de la Comisión, y por fuentes externas de reconocido prestigio. Entre estas últimas fuentes, la Comisión ha utilizado en sus Resoluciones los resultados de las

³ El Tesoro Público lanzó en septiembre de 2005 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 3.15% y vencimiento el 31 de enero de 2016.

⁴ Así como una media estadística estándar se calcula ponderando los distintos valores de una muestra con el mismo peso, una media ponderada asigna distintos pesos a distintos valores. En este caso se asigna mayor peso a valores de la muestra más recientes, ponderando el valor mas cercano (19 de enero de 2006) con 3/6, al valor intermedio (17 de noviembre de 2005) con 2/6 y al mas lejano en el tiempo con 1/6.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

investigaciones sobre la prima de riesgo realizadas por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

La metodología empleada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid parte del estudio del comportamiento histórico de la rentabilidad en los mercados bursátiles y de Deuda Pública, y consiste fundamentalmente en la estimación de la prima de riesgo como 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. Conforme a esta metodología, los resultados de las últimas estimaciones disponibles del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid han proporcionado una prima de riesgo esperada a largo plazo del 4,5%⁵.

Dicho lo anterior, la Comisión considera adecuado mantener el valor de la prima de riesgo establecido en sus Resoluciones de 27 de mayo de 2004, y de 31 de marzo de 2005, en las que se aprobaron las tasas anuales de retorno, a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de TESAU durante los ejercicios 2004 y 2005, considerando que es una estimación razonable del valor esperado de la prima de riesgo para el ejercicio 2006. En dichas Resoluciones la prima de riesgo se cuantificó en un 4,5%.

Beta de las acciones de TESAU.

TESAU estima el valor de la beta en un 1,25. Esta estimación resulta de la ponderación dos valores: un primer valor asociado al negocio tradicional (1,14) y un segundo valor (1,36) referente al negocio de transmisión de datos e Internet. Con esta descomposición de la beta TESAU considera que recoge las diferencias entre los riesgos operativos de estas dos actividades. En concreto, TESAU incluye en su escrito el siguiente párrafo:

"Para medir el riesgo de Telefónica de España en el mercado, se ha tenido en cuenta el nuevo perímetro de gestión de Telefónica de España, que incorpora actividades de transmisión de datos e Internet, las cuales son valoradas por el

⁵ Los resultados de las estimaciones de la prima de riesgo obtenidas por los Servicios de la Comisión en la instrucción de expedientes anteriores fueron muy similares. 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 dicho operador de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios de 2003 y 2004 (expediente AJ 2003/1005), cuantificó la prima de riesgo en un 4,5% mediante estimaciones realizadas por los Servicios de la Comisión. Estos resultados se obtuvieron a partir del análisis de series históricas mensuales del rendimiento medio del índice IBEX 35, y de la rentabilidad de las Obligaciones a 10 años en el mercado primario de Deuda Pública.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

mercado como de mayor riesgo, así como la transformación del negocio desde servicios tradicionales de banda ancha que, aún cuando incorporan un mayor nivel de valor añadido, se corresponden con negocios de mayor riesgo asociado, y por tanto, el mercado tiende a descontar, lo que implica una mayor volatilidad en este tipo de activos financieros, en línea con la tendencia del sector”

TESAU propone identificar el primer valor asociado al negocio tradicional con el valor de la beta de las acciones de Telefónica, S.A. proporcionado por Bloomberg. En este sentido, Bloomberg estima este valor en base a una muestra de rendimientos semanales para un periodo aproximado de dos años (del 28/11/2003 al 18/11/2005).

TESAU calcula el segundo valor, referente al negocio de Internet y transmisión de datos, como una media aritmética de las betas de una muestra de varias empresas extranjeras que operan en ese sector.

En conclusión, TESAU propone incrementar el valor del parámetro beta del 1,11, valor aprobado por la Comisión en su Resolución correspondiente a la tasa de retorno de Telefónica para el ejercicio 2005, al 1,25. Esto supondría un incremento porcentual del 12,6%.

La estimación de la beta presentada por TESAU responde al modelo de composición de la cartera de negocios o líneas de actividad. Sin embargo a juicio de la Comisión adolece de varios errores conceptuales:

- i. Establece como hipótesis básica que la beta de Telefónica S.A. es una referencia adecuada para el negocio tradicional de TESAU.
- ii. Sobrepondera el negocio de datos e Internet al tomar la beta de Telefónica S.A. que ya de por sí incluye el efecto de los negocios de datos e Internet de todo el grupo Telefónica.
- iii. Infravalora el negocio tradicional al asignarle un peso del 50% sobre el total de la actividad.

(a) Negocio Tradicional

Se debe destacar que la utilización de la beta de Telefónica, S.A., como estimador de la beta del negocio tradicional de Telefónica, supone aceptar que ambas empresas tienen las mismas características de rentabilidad y riesgo, tanto de riesgos operativo como de riesgo financiero.

Sobre la igualdad de riesgos financieros cabe señalar la diferencia entre los ratios de apalancamiento financiero de ambas instituciones. Según las cuentas presentadas en el Informe Anual para el año 2004 del Grupo Telefónica el ratio de apalancamiento financiero de Telefónica S.A. fue de un 91% y la estructura



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

financiera de TESAU presentaría para el mismo ejercicio un ratio de apalancamiento financiero del 35,03%. Esta diferencia en los ratios significa que no pueda suponerse que los riesgos financieros de ambas unidades sean parejos.⁶

Respecto a la igualdad de riesgos operativos hay que recordar que Telefónica, S.A., es la sociedad dominante del Grupo Telefónica⁷. Este es un grupo integrado de sociedades filiales y participadas, que desarrolla sus actividades tanto en España como en el extranjero, principalmente en los sectores de telecomunicaciones, contenidos y entretenimiento. La estructura societaria del grupo incluye las empresas dependientes, asociadas, y participadas, en que Telefónica, S.A., posee participación directa e indirecta para el desarrollo de su objeto social. En este sentido, Telefónica, S.A., es básicamente la sociedad 'tenedora' o *holding* de las participaciones del grupo, y no desarrolla directamente actividades de negocio. Su cartera de control al cierre del ejercicio 2005 incluye, junto al 100% del capital social de TESAU, una participación superior al 90% en Telefónica Móviles España, S.A., la participación en las sociedades de los grupos Telefónica de Contenidos, Telefónica Publicidad e Información, la participación en el Grupo Atento y las participaciones directas o indirectas en operadores extranjeros de telecomunicaciones (incluyendo operadores de varios países latinoamericanos y europeos).

En cuanto a TESAU, operador dominante en los mercados nacionales de redes y servicios de telefonía fija y de alquiler de circuitos, su actividad principal se circunscribe al ámbito de la explotación o establecimiento de redes e infraestructuras de telecomunicaciones, y a la prestación de servicios de telecomunicaciones en territorio español⁸. Por tanto, la rentabilidad y el riesgo de las operaciones de Telefónica se originan en los resultados de las líneas de

⁶ Existe una fórmula financiera que se puede usar para calcular la beta de una empresa a partir de la beta de otra y que corrige las diferencias entre los riesgos financieros. Esta fórmula es: $\beta_2 = \beta_1 [1 + (1 - t) L_2] / [1 + (1 - t) L_1]$, donde los subíndices 1 y 2 indican variables que se asignan a la empresa 1 y 2, y L indica el ratio de apalancamiento. Éste cálculo no corrige divergencias en las betas que se pueden derivar de posibles diferencias en los riesgos

⁷ Se entiende la relación de dominancia y el concepto de grupo, caracterizado por la unidad de decisión, conforme a lo establecido por la legislación mercantil (art. 42. 1 del Código de Comercio, y art. 4 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, de Mercado de Valores, modificada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre y modificaciones posteriores).

⁸ Una relación no exhaustiva de las actividades y servicios prestados por TESAU, desarrollados por sí misma o mediante su participación en otras sociedades de objeto social similar, incluye el servicio de telefonía fija disponible para el público (urbano, interurbano e internacional) y sus servicios suplementarios, los servicios de la red digital de servicios integrados (RDSI), los servicios de acceso a informaciones a través de la red telefónica conmutada (RTC) y de la red digital de servicios integrados (RDSI), los servicios telefónicos soporte de los servicios de valor añadido de tarificación adicional, los servicios de alquiler de circuitos, los servicios de telecomunicaciones de uso público, los servicios de interconexión y servicios mayoristas de voz, los servicios de Internet y banda ancha (ADSL) mayorista y minorista, etc.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

negocio que prestan las actividades y servicios mencionados, y no pueden presuponerse en ningún caso iguales a la rentabilidad y el riesgo de su sociedad matriz, Telefónica, S.A.

Sobre este punto, la Comisión considera, como ya hizo en el seno del expediente AEM 2004/1959, relativo a propuesta de tasa de retorno de Telefónica del ejercicio 2005, que no resulta razonable suponer *a priori* que las características de rentabilidad y riesgo de TESAU y Telefónica, S.A., son iguales.

(b) Negocio de datos e Internet

En respuesta al requerimiento de información hecho por esta Comisión, TESAU aclara cómo ha calculado la beta asignada al negocio de datos e Internet. El cálculo de la beta correspondiente al negocio de datos e Internet (1,36) se deduce de una media de betas de 7 empresas extranjeras dedicadas al negocio de datos y 3 empresas extranjeras de Internet.

A juicio de la Comisión en los escritos de TESAU no hay evidencia alguna de que la muestra propuesta sea válida. En particular, TESAU no ha tenido en cuenta las distintas situaciones operativas de las empresas incluidas y tampoco ha considerado las diferencias entre sus riesgos financieros derivados de posibles diferencias entre sus ratios de apalancamiento financiero. En ninguno de los escritos de TESAU se consideran estos dos aspectos. A título de ejemplo las dos empresas incluidas en la muestra con betas más elevadas (EQUANT 2,38 y COLT, 1,84) son empresas que arrastran un largo historial de pérdidas y que son consideradas por el mercado como una inversión de alto riesgo.

(c) Ponderación de los negocios

En el requerimiento de información enviado por la Comisión a TESAU en el presente expediente se le solicitaba el plan de inversiones por área de negocio para el ejercicio 2006 y tasas de crecimiento previstas para cada área. Esto habría permitido realizar una ponderación más ajustada de las distintas áreas de negocio. En su respuesta al requerimiento de información, TESAU considera que dicha información no es necesaria para el presente expediente y es extremadamente confidencial. A falta de otra información, se realiza la estimación del peso de cada área de negocio en función de los ingresos o cifras de negocio de la actividad tradicional y de la actividad de datos e Internet o teniendo en cuenta el número de accesos destinados a cada actividad. De acuerdo con la información contenida en las cuentas anuales del ejercicio 2004 de TESAU y otra información pública del grupo Telefónica, el negocio de datos e Internet representaría alrededor de un 25%-30% de la actividad de la operadora. Esta cifra está alejada del peso propuesto por TESAU, de un 50%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En conclusión, conforme a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el cálculo de la beta propuesto por TESAU no es adecuado, ni el valor obtenido razonable. Sobre este punto, la Comisión reconoce las dificultades de estimación de la beta de Telefónica, cuya forma jurídica es la Sociedad Anónima Unipersonal y cuyas acciones no cotizan en el mercado de valores, motivos por los que no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación de su parámetro beta. En este sentido, la opinión de la Comisión es que la beta de TESAU 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 del ejercicio 2004, manifestaba lo siguiente:

“(...) conforme a las técnicas habituales en la gestión de carteras de inversión en activos financieros, esta Comisión considera que puede obtenerse un estimador razonable de la beta de las acciones de Telefónica mediante la utilización de una cartera de acciones, valorada a precios de mercado, de empresas del Grupo Telefónica. En efecto, este método de estimación permite ajustar el valor del parámetro beta de Telefónica, S.A., para reflejar las características diferenciales de Telefónica (TESAU), en función de los perfiles de riesgo de las empresas del grupo”.

En efecto esta metodología permite deducir la beta de TESAU a partir de la beta de Telefónica, S.A., de las betas de las restantes sociedades que forman parte del grupo, ponderando cada sociedad en función del peso que tienen dentro del grupo evaluados. Esta metodología estándar permite considerar el riesgo relativo de cada sociedad que forma parte del grupo, sin tener que recurrir a supuestos arbitrarios de igualdad de riesgos operativos y financieros. utilizando la metodología anteriormente descrita, así como los datos de fuentes externas necesarios para su implementación, se ha deducido que la beta de TESAU ascendería a 0,967.

La evolución de dicho parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio anterior (1,11) constata una disminución del riesgo asociado al negocio de datos e Internet y a la vez incorpora el efecto asociado a una estructura financiera menos apalancada. Según los datos proporcionados por TESAU en el seno de estos dos expedientes, el ratio de apalancamiento financiero de la misma ha pasado de ser un 27% en el 2004 a un 21% en el 2005.

Por tanto, y teniendo en cuenta el valor de la beta anteriormente señalado, esta Comisión cuantifica el coste de sus fondos propios en un 7,69% resultado de sumar la prima de riesgo de las acciones (4,35%) y el tipo de interés libre de riesgo (3,34%) .



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Estructura financiera.

Respecto al valor de mercado total de TESAU y conforme a la documentación aportada por la operadora en respuesta al requerimiento de información practicado en el seno del expediente, el valor propuesto de 30.792 millones de euros recoge un consenso de analistas para el período abril-octubre 2005, calculado como la media aritmética de las valoraciones de TESAU realizadas por una muestra de 20 bancos de inversión y entidades de análisis financiero. Las valoraciones fluctúan dentro de un rango de 23.570 a 37.357 millones de euros. La mediana de las mismas, se sitúa en el intervalo de 30.000 a 31.000 millones de euros. Por tanto, a tenor de lo expuesto anteriormente, esta Comisión considera que la valoración propuesta por TESAU (30.792 millones de euros) es razonable y representativa del consenso de analistas financieros y bancos de inversión

En lo referente al valor de mercado de la deuda financiera, conforme a la documentación aportada por TESAU en respuesta al requerimiento de información su valor de 5.387,44 millones de euros correspondería al saldo medio estimado de la deuda financiera para el ejercicio 2006.

Como pone de manifiesto la información facilitada, el grueso de la deuda financiera de TESAU corresponde a la deuda interna contraída con su empresa matriz, Telefónica, S.A., con un peso del 76% sobre la cartera de deuda financiera media presupuestada por el operador. Esta partida corresponde, conforme a la documentación aportada por TESAU a la CMT en expedientes anteriores (copia del Contrato de Asunción de Deuda con Telefónica, S.A.), a un préstamo asumido por TESAU como resultado del proceso de segregación de la operadora de Telefónica, S.A., y que se estableció con un plazo máximo de catorce años contados a partir del día 1 de enero de 1999, con amortización anual de 697,5 millones de euros en cuotas semestrales, al tipo fijo (nominal) del 6,80% anual pagadero mensualmente.

Examinada la evolución de la deuda financiera para el período 2003-2005 y considerando el calendario de amortización de las obligaciones financieras contraídas por la operadora con su sociedad matriz se puede estimar como razonable la cifra de 5.387,44 prevista por la operadora.

Dicho lo anterior, la Comisión valora los fondos propios de TESAU, para la determinación de los costes de capital del ejercicio 2006, en 25.404,56 millones de euros, lo que supone un incremento del 8,12% sobre el valor aprobado para el 2005.

Por último, y 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

contabilidad de costes), la Comisión estima que la composición de la estructura financiera de Telefónica, a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2006, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de la empresa del 82,50%, un peso de la deuda sobre el valor total del 17,50%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 21,21%, un 5,87% inferior al aprobado para el ejercicio 2005.

Prima por riesgo de la deuda.

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, TESAU propone su estimación mediante el coste de financiación de Telefónica, S.A., que estima en un 4,38%, como resultado de la suma del tipo de interés libre de riesgo, 3,7%, y de la prima por riesgo de la deuda de Telefónica, S.A., un 0,676%. En este sentido, el operador cuantifica el valor de la prima por riesgo de la deuda de Telefónica, S.A., del siguiente modo:

“la suma del spread medio del Bono Soberano - IRS (9,7 p.b. de media en 2005) y la cotización media de 2005 de los CDS de Telefónica a 10 años 2005 (57,9 p.b.), lo cual supone un 0,676%”.

En efecto, la revisión de la Memoria de Telefónica correspondiente al ejercicio 2004, y del Balance de Situación al cierre de los ejercicios 2004 y 2005, aportados por TESAU en el seno de este expediente, ponen de manifiesto la importancia de la financiación procedente de Telefónica, S.A., sobre la estructura financiera del operador. El hecho de formar parte del grupo Telefónica y la composición de la deuda de TESAU supone una traslación de los riesgos financieros asociados a la deuda de la matriz a la deuda de la operadora.

La prima de riesgo de Telefonica, S.A se expresa como el diferencial (Bono soberano-IRS+CDS medio de Telefónica) calculado a partir de valores medios del año 2005, lo que totaliza un importe de 0,676%.

En consecuencia, a juicio de la Comisión se considera adecuada la estimación de la prima de riesgo de la deuda de TESAU en base a los valores de Telefónica, S.A. y se considera que el importe de la prima de riesgo propuesta, de un 0,676%, es un valor razonable.

Dicho lo anterior, la Comisión valora el coste de la deuda de TESAU en un 4,02%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,34%, y de una prima por riesgo del 0,676 %. Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades está establecido en la legislación española en un 35%, el coste de la deuda después de impuestos de Telefónica para el ejercicio 2006 resultaría de un 2,61%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, TESAU propone utilizar el tipo impositivo operativo efectivo medio del periodo 2004-2006, que no considera el impacto de operaciones extraordinarias, manifestando que su utilización permitiría corregir:

“(...) la distorsión que aparecerían de incluir el efecto fiscal de los resultados extraordinarios en el cálculo de la tasa de retorno, puesto que estos no se reconocen en el estándar de costes corrientes”

Dentro de las partidas extraordinarias excluidas la más significativa por su cuantía es el importe del Expediente de Regulación de Empleo (ERE).

Dicho lo anterior, la Comisión considera conveniente que exista consistencia entre los criterios adoptados por el Sistema de Contabilidad de Costes de TESAU en la imputación de las partidas extraordinarias para la determinación del estándar de costes corrientes, conforme a lo establecido en los principios de contabilidad de costes, y la determinación del WACC. En este mismo sentido se ha manifestado la Comisión Europea en la Recomendación de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), que considera necesaria la consistencia en el tratamiento de los activos y los costes y los ingresos asociados, en la contabilidad de costes, y en la determinación del WACC. Por lo tanto, esta Comisión considera adecuada la no inclusión de operaciones extraordinarias, como el ERE en el cálculo del tipo efectivo medio.

Respecto a los tipos operativos efectivos de gravamen correspondientes al ejercicio 2005, la documentación presentada por TESAU muestra evidencia de que los cálculos realizados se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General de Contabilidad y Resoluciones del ICAC concordantes.

TESAU propone en su escrito de fecha 19 de diciembre de 2005 un valor del 32,41%, estimado a partir del tipo efectivo medio del 2004. Sin embargo, en la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información, TESAU corrige este valor, al actualizar la información correspondiente al tipo efectivo de gravamen del 2005. En su segundo documento, TESAU estima el tipo impositivo operativo efectivo en un 32,38%.

De acuerdo con la documentación de este segundo documento, la liquidación del Impuesto de Sociedades prevista para el ejercicio 2005 supondría un tipo operativo efectivo de gravamen del 32,91%. Además TESAU imputa este valor

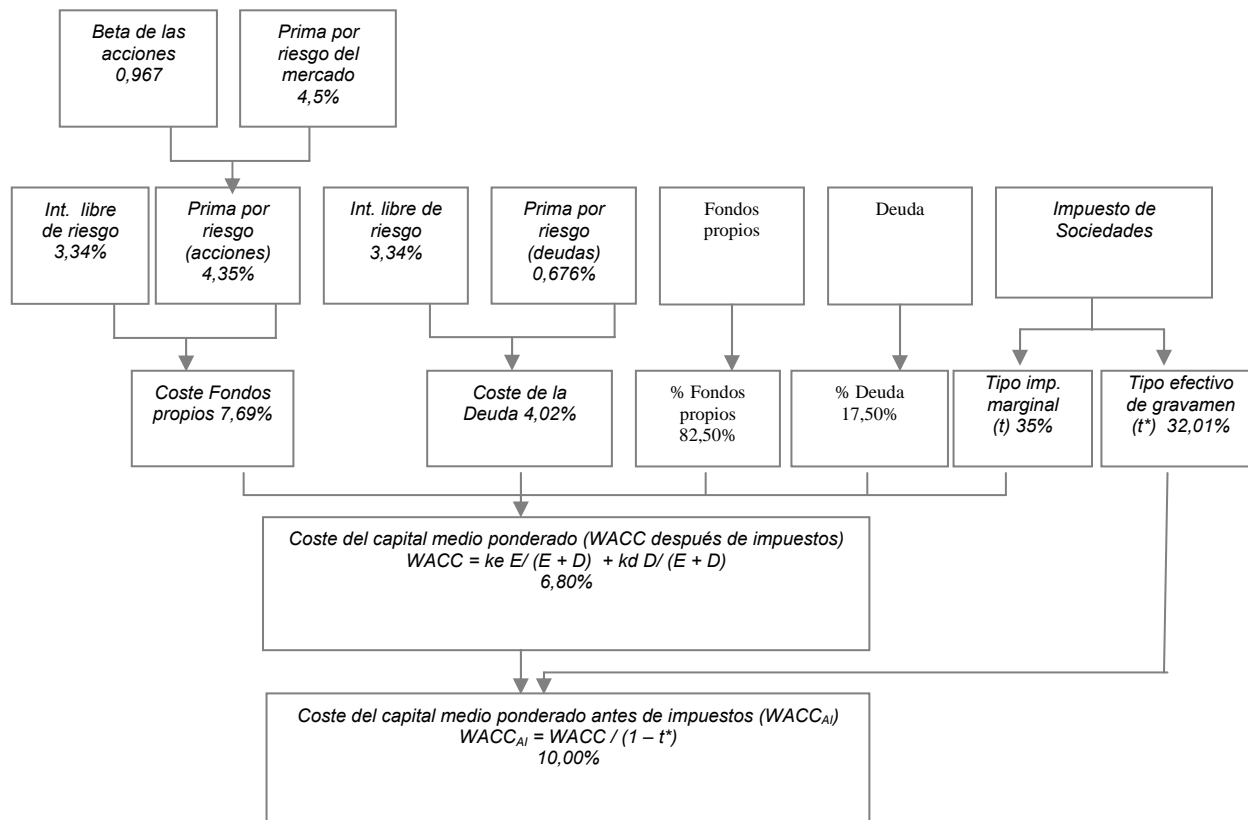


COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

como previsión de tipo efectivo de gravamen para el ejercicio 2006. Esta última previsión carece de garantías de fiabilidad puesto que se limita a repetir las cifras del resultado antes de impuestos y del gasto por impuesto del ejercicio 2005. A la vista de dichos importes la Comisión considera como referencia válida para el tipo impositivo efectivo el importe de la media de los ejercicios 2004 y 2005, resultando un importe de 32,01%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



El gráfico anterior presenta el resultado de la valoración de la propuesta de TESAU 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 antes de impuestos) de TESAU para el ejercicio 2006 en un 10,00%.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que TESAU deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2006, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. 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 TESAU, 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 modificaciones posteriores, y se repartirán a los



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

servicios del operador 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 TESAU, y de su valoración por esta Comisión.

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

PARAMETROS	TESAU	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,70%	3,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%	4,50%
Beta de las acciones	1,25	0,97
Coste de los fondos propios	9,33%	7,69%
Prima por riesgo de la deuda	0,68%	0,68%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,38%	4,02%
Coste de las deudas (después de impuestos)	2,84%	2,61%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,50%	82,50%
Ratio de deuda sobre valor total	17,50%	17,50%
WACC después de impuestos	8,19%	6,80%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,41%	32,01%
WACC antes de impuestos	12,12%	10,00%

La Comisión considera adecuado aceptar los valores propuestos por TESAU para la prima por riesgo del mercado, la prima por riesgo de la deuda, el ratio de fondos propios sobre valor total y el ratio de deuda sobre valor total. La Comisión considera conveniente modificar los restantes valores por las razones expuestas anteriormente. Por último, el siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de TESAU, aprobada por la Comisión en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2006, aprobada por esta Resolución.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

EJERCICIOS	1999 ¹	2000 ²	2001 ³	2002 ⁴	2003 ⁵	2004 ⁶	2005 ⁷	2006
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,00%	9,50%	9,58%	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%
TASA DE RETORNO	12,00%	12,60%	12,77%	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%

^{1, 2} Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000. ³ Resolución de la Comisión de 19 de abril de 2001. ⁴ Resolución de la Comisión de 14 de febrero de 2002. ⁵ Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003. ⁶ Resolución de la Comisión de 27 de mayo de 2004. ⁷ Resolución de la Comisión de 31 de marzo de 2005.

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 de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2005, del 10,00%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora. La tasa de retorno aprobada se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes que la Comisión aprobó mediante Resolución de 15 de junio de 2000.

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

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, 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



COMISIÓN 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