



## **COMISION 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 22/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 08 de junio de 2006, se ha adoptado el siguiente

### **ACUERDO**

Por el que se aprueba la:

**RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA MÓVILES ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2006 (AEM 2006/264).**

#### **I. ANTECEDENTES DE HECHO.**

**Primero.-** Con fecha 28 de febrero de 2006, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante la Comisión) un escrito de Telefónica Móviles España, S.A.U. (en adelante Telefónica Móviles), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 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 Telefónica Móviles solicitando a la Comisión que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2006.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles para el año 2006.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Informe anexo sobre la declaración del Impuesto sobre Sociedades de Telefónica Móviles del ejercicio 2005.
- Informe del banco HSBC *"Make or break"* con fecha Mayo 2005.

De acuerdo a la solicitud presentada por Telefónica Móviles, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la Comisión procedió el día 28 de febrero de 2006 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2006/264.

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

- “1. Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, memoria e informe de auditoría) correspondientes al ejercicio económico 2004, y balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias correspondientes al ejercicio 2005 de Telefónica Móviles, S.A.U.
2. Balance y cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio 2005 de Telefónica Móviles, S.A. (matriz).
3. Balance y cuenta de pérdidas y ganancias consolidados correspondiente al ejercicio 2005 del Grupo Telefónica Móviles.
4. Identificación de las sociedades que a cierre del ejercicio 2005 forman parte del grupo de Telefónica Móviles S.A., con expresión del porcentaje de participación directa e indirecta, señalando a través de que sociedad se ejerce la participación.
5. Identificación de las sociedades integrantes del grupo Telefónica Móviles S.A. que cotizan en mercados organizados, con especificación del mercado.
6. Identificación de las quince mayores sociedades integrantes del grupo Telefónica Móviles S.A. según la cifra de su valor bruto en libros. Para estas quince sociedades aportar la cifra de activos, deuda financiera y si existe la estimación de su valor de mercado.
7. Una explicación adicional sobre el origen de la beta del sector proporcionada por el Informe del banco HSBC, que se ha incluido como anexo a la propuesta de cálculo de tasa de retorno presentada por Telefónica Móviles S.A.U. En particular, aportar una explicación sobre la muestra de empresas y el periodo de referencia en que se basa el cálculo de esa beta sectorial.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

8. Importe de la deuda financiera de Telefónica Móviles, S.A.U con la matriz, a cierre del ejercicio 2005, señalando el tipo de interés medio y el vencimiento medio.
9. Aportación de una copia de los informes de valoración de los bancos de inversión relacionados en la página 5 (apartado 2.4) del informe presentado por TME para justificar el valor de mercado de los fondos propios.“

**Tercero.-** Con fecha 3 de Abril de 2006 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Telefónica Móviles que respondía al requerimiento de información mencionado en el punto segundo.

## 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.

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos “fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular, en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”.

Por su parte, el artículo 48.3 de la LGTel establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ejercerá, entre otras, la siguiente función:

*“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”*



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Con fecha 23 de febrero de 2006, la Comisión aprobó la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado en esos mercados y la imposición de obligaciones específicas.

Tras el análisis efectuado, se ha concluido que estos mercados no eran realmente competitivos y se ha identificado a Telefónica Móviles, a Vodafone y a Amena, como operadores con poder significativo en los mismos, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Según lo dispuesto en la citada Resolución, en tanto la CMT no defina un nuevo sistema de contabilidad de costes, los operadores citados deberán utilizar el establecido en la Resolución sobre principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes a desarrollar por Telefónica (Expediente SC-16/99), aprobada por el Consejo de esta CMT con fecha 15 de julio de 1999 y para TME, en la Resolución sobre sistema de contabilidad de costes de Telefónica Móviles, S.A. (Expediente MTZ-2001/3989 ), de 20 de diciembre de 2001.

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

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

Además,

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

Dicho lo anterior, esta Resolución de la Comisión aprueba la tasa anual de retorno a aplicar Telefónica Móviles para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2006.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

Los principios de contabilidad de costes establecieron la necesidad de determinar la tasa anual de retorno para aquellos operadores declarados dominantes en alguno de los mercados de referencia, estimada conforme al coste del dinero en el mercado y a la tasa de riesgo empresarial según el coste del capital medio ponderado, (en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, en adelante WACC). Esta metodología ha sido 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 las Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANR's) de los países de nuestro entorno<sup>1</sup>.)

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

---

<sup>1</sup> En este sentido se ha pronunciado el Grupo de Reguladores Independientes (IRG) en fecha 24 de Noviembre de 2001, que considera que la aplicación de la fórmula del WACC en el cálculo de la tasa de retorno razonable de los operadores con poder significativo de mercado, es un “*principio de implementación y mejor práctica*” (Principios de Implementación y mejores prácticas sobre el estándar de costes FL – LRIC, PIB XVI), y el Grupo de Reguladores Europeos (ERG), que en los Resultados de la consulta pública sobre la revisión de la Recomendación 98/322/CE, para su actualización conforme al nuevo marco regulatorio de las comunicaciones electrónicas (documento ERG (04) 34), ha considerado que el WACC es una metodología bien establecida, que dispone de amplio consenso entre las Autoridades Nacionales de Reglamentación.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 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:



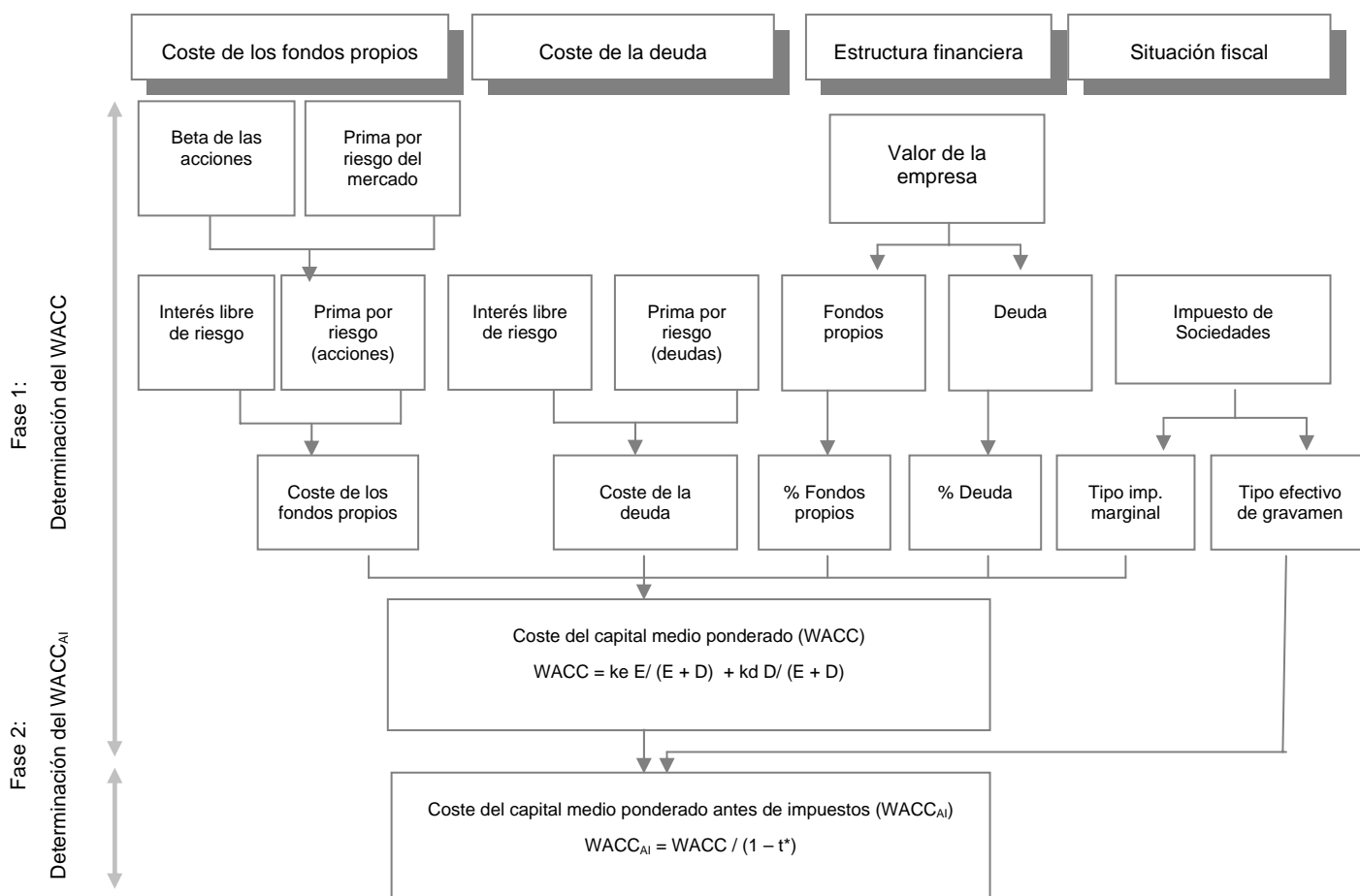
## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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 siguiente figura ilustra un procedimiento típico de cálculo del WACC, que utiliza el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para la determinación del coste de los fondos propios.





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Este procedimiento típico de cálculo 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



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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:

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

donde

$k_e$  = coste de los fondos propios,

$R_f$  = tipo de interés libre de riesgo,

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

$\beta$  = parámetro beta del operador<sup>2</sup>.

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 ( $\rho$ ). 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

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

---

<sup>2</sup> 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

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 TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2006 REALIZADA POR TELEFONICA MÓVILES.

Telefónica Móviles solicita a la Comisión que apruebe una tasa de retorno (WACC antes de impuestos) del 12,79% para la determinación de los costes de capital de la operadora del año 2006. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Telefónica Móviles para el WACC después de impuestos, un 8,35%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 34,7%. Además, Telefónica Móviles manifiesta que la propuesta de WACC antes de impuestos se ha realizado conforme a la metodología aprobada por la Comisión en Resoluciones anteriores, y justifica su valor a partir de la determinación individualizada de todos los parámetros que intervienen en su cálculo.

#### IV.1 WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por Telefónica Móviles es el resultado de sus estimaciones para el ejercicio 2006 del coste del capital propio, del coste de la deuda, y de la composición de su estructura financiera. Los valores de los parámetros propuestos por Telefónica Móviles se detallan en el siguiente cuadro.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla I. Tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles

Tipo de interés libre de riesgo	3,51%
Prima por riesgo del mercado	4,50%
Beta de las acciones	1,17
Coste de los fondos propios	8,76%
Prima por riesgo de la deuda	3,14%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,65%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,35%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,85%
Ratio de deuda sobre valor total	9.15%
WACC después de impuestos	8,35%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,7 %
WACC antes de impuestos	12,79%

### Tipo de interés libre de riesgo.

Telefónica Móviles 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 según el último indicador publicado por el Banco de España en su boletín de deuda, de fecha 2 de febrero de 2006. Este indicador resulta de una media de los rendimientos internos medios en el mercado de compraventa simple al contado de las obligaciones del estado con vencimiento 31.01.15 y 31.01.16.

En consecuencia, Telefónica Móviles estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2006 en un 3.51%.

### Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles considera adecuado mantener el valor aprobado por la Comisión en Resoluciones previas<sup>3</sup> de un 4,5%.

---

<sup>3</sup> Resoluciones de la Comisión de 23 de febrero de 2006, 19 de mayo de 2005, 23 de Julio de 2005 y 20 de octubre de 2005, correspondientes a las tasas de retorno de Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles, Vodafone España, S.A. y Retevisión Móvil, S.A.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### Beta de las acciones de Telefónica Móviles.

Telefónica Móviles manifiesta que su condición de empresa que no cotiza en el mercado bursátil impide la estimación directa de su parámetro beta por lo que considera necesario encontrar un método alternativo para su cálculo.

Telefónica Móviles propone un valor de 1,1 como indicador de un promedio de la beta desapalancada del sector móvil. Este valor de la beta desapalancada se obtiene del informe del banco HSBC con título "Make or break" fechado en Mayo de 2005 y aportado por Telefónica Móviles como anexo al escrito donde justifica su cómputo del WACC.

Una beta desapalancada refleja solamente los riesgos de tipo operativo de un negocio y no considera los riesgos del negocio derivados de la estructura financiera de una empresa. Por esta razón, Telefónica Móviles incorpora sobre el valor de 1,1, los efectos resultantes de los riesgos financieros que se derivan de su ratio de deuda sobre el valor total de mercado: 9,15% y de su tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: 34,7%, empleando la siguiente fórmula:

$$\beta_A = \beta_D^1 \left[ 1 + \frac{D(1-t)}{D+E} \right]$$

Donde  $\beta_A$  es la beta apalancada,  $\beta_D^1$  es la beta desapalancada que no incorpora riesgos financieros,  $t$  es el tipo impositivo efectivo medio de la empresa y  $D/(D+E)$  es el ratio de deuda sobre el valor de mercado del operador que resulta de la suma del valor de mercado de su deuda,  $D$  y del valor de mercado de sus fondos propios,  $E^4$ .

Todo esto resulta en una beta apalancada para el negocio de Telefónica Móviles de un 1,17.

Por último, como resultado de los valores estimados por Telefónica Móviles para el parámetro beta y para la prima por riesgo del mercado, Telefónica Móviles valora el coste de sus fondos propios en un 8,76%.

---

<sup>4</sup> Debe señalarse, que la fórmula estándar para ajustar una beta apalancada por el riesgo

financiero es la siguiente:  $\beta_A = \beta_D^1 \left[ 1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$ . Es decir, en su escrito, Telefónica Móviles sustituye en la fórmula correcta el valor de mercado de su negocio cuando realmente debería sustituir el valor de sus fondos propios.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### Estructura financiera.

Telefónica Móviles propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 90,85%% y un ratio de deuda sobre valor de la empresa de 9,15%. Estas cifras resultan de dos cálculos independientes. El primer cálculo estima el valor total de Telefónica Móviles en 37.055 millones de euros que resultan de la media de siete valoraciones del negocio hechas por distintos bancos de inversión fechadas entre el 12/08/05 y el 25/01/06<sup>5</sup>. El segundo cálculo deduce el valor de la deuda del operador: 3.389 millones de euros según su valor en libras a 1 de enero de 2006. Según Telefónica Móviles la diferencia entre el valor total y la deuda de la empresa, resulta en un valor de los recursos propios de 33.666 millones de euros. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Telefónica Móviles para el año 2006 es un 10,07%.

### Prima por riesgo de la deuda.

Telefónica Móviles no aporta de forma explícita un valor de la prima por riesgo de la deuda. En cambio, cuantifica el coste de su deuda financiera antes de impuestos como el tipo de interés efectivo medio anual de su cartera de deudas financieras a 1 de enero de 2006. Según Telefónica Móviles este tipo de interés efectivo medio anual es un 6,65%. Esta estimación, excede el tipo de interés sin riesgo propuesto por Telefónica Móviles en 314 puntos, por lo que implícitamente el valor propuesto de la prima por riesgo de la deuda es de un 3,14%.

En consecuencia, Telefónica Móviles solicita a la Comisión que apruebe un coste de la deuda después de impuestos del 4,35%, resultado de considerar el efecto de la deducción fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades sobre un coste nominal del 6,65%. En este cómputo Telefónica Móviles considera el tipo efectivo nominal del ejercicio 2005, del 34,7%.

### IV.2 WACC antes de impuestos.

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

---

<sup>5</sup> Estos bancos eran JP Morgan, Bear Stearns, Cazenove, Espirito Santo, Banesto, Venture Finanzas, Merrill Lynch y Cheuvreux.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

Donde  $t^*$  es el tipo efectivo medio del operador (ver sección III.2).

### **Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.**

En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, Telefónica Móviles propone utilizar un 34,7%, manifestando que esta cifra es una estimación para el negocio de telefonía móvil de la operadora en España durante el ejercicio 2006.

Este tipo efectivo resulta de relacionar el gasto por impuesto de sociedades devengado en el ejercicio 2005 (1.183 millones de euros) y el beneficio antes de impuestos del negocio de telefonía móvil en el territorio nacional (3.415 millones de euros).<sup>6</sup>

Telefónica Móviles manifiesta que no incorpora en su cálculo el efecto fiscal de las partidas de naturaleza extraordinaria ocasionadas por las inversiones internacionales de la operadora en Europa (UMTS) y en la cuenca del mediterráneo. En concreto, Telefónica Móviles manifiesta no haber incluido en el cómputo del beneficio antes de impuestos las pérdidas asociadas a la tenencia de participaciones en operadoras de la cuenca mediterránea. Telefónica Móviles alega que excluir los efectos fiscales de estas partidas asociadas a su negocio internacional en la determinación del WACC es consistente con el tratamiento que reciben los costes extraordinarios en el Sistema de Contabilidad de Costes bajo el estándar de costes corrientes, aprobado mediante Resolución de la Comisión de 20 de diciembre de 2001, en el que dichos costes no tienen repercusión sobre los servicios incluidos en la actividad principal de la operadora.

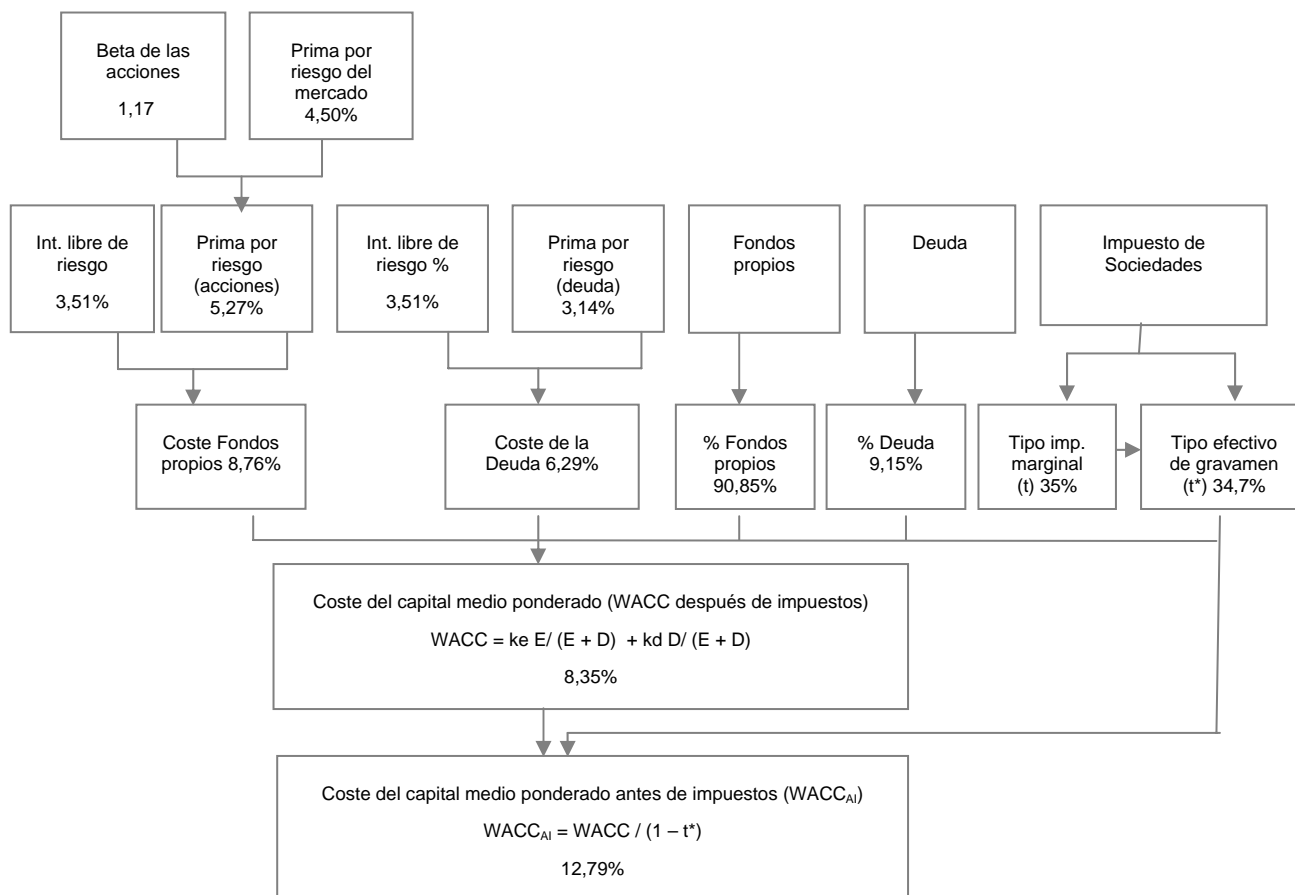
El gráfico siguiente presenta la propuesta de Telefónica Móviles, incluyendo la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.

---

<sup>6</sup> Estas cifras se relacionan en el escrito recibido en esta Comisión en fecha 28 de febrero de 2006 y según Telefónica Móviles corresponden a las Cuentas Anuales del ejercicio 2005 pendientes de aprobación en el momento en que Telefónica Móviles remitió su escrito. Estas cuentas no han sido entregadas a la Comisión a pesar de que se solicitaron a Telefónica Móviles el día 7 de marzo de 2006.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



## V. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TELEFÓNICA MÓVILES.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Telefónica Móviles realizada por los Servicios de la Comisión, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC).

### V.1 WACC después de impuestos.

#### Tipo de interés libre de riesgo.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El valor del tipo de interés libre de riesgo aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC debe ser común para todos ellos. En consecuencia, para el cálculo del WACC de Telefónica Móviles de 2006, esta Comisión propone utilizar como valor de tipo de interés libre de riesgo el aprobado por la CMT para TESAU para este mismo periodo (como se dijo en la resolución de fecha 23 de febrero de 2006).

En este sentido, 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 Telefónica Móviles.

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 Financiera<sup>7</sup>. 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, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Telefónica Móviles en el ejercicio 2006, en un 3,34%. Este valor corresponde a la media ponderada<sup>8</sup> de los tipo medios a

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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.**

Como se ha mencionado, Telefónica Móviles propone la aprobación de una prima por riesgo del mercado del 4,5%, manifestando su conformidad con la prima por riesgo aprobada por esta Comisión en resoluciones previas.

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 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 un valor de una prima de riesgo esperada a largo plazo del 4,5%<sup>9</sup>. Lógicamente, este valor resulta de

---

<sup>9</sup> 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



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

un proceso de análisis estadístico en el que el estimador obtenido responde a cierta distribución de probabilidad. Por este motivo, se debe recordar que el valor de 4,5% constituye una estimación estadística de la prima, y que el entorno de este valor constituye un intervalo de confianza, definido alrededor de esta estimación central.

Dicho lo anterior, la Comisión considera adecuado mantener el valor de la prima por riesgo de mercado aprobado en su Resolución de 19 de mayo de 2005, que aprobó la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica Móviles durante el ejercicio 2006, un 4,50%. En efecto, la Comisión considera que esta es una estimación razonable del valor esperado de la prima por riesgo, que resulta consistente con el comportamiento observado en los mercados bursátiles de renta variable, y con la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas de la economía española.

### Beta de las acciones de Telefónica Móviles

Telefónica Móviles no cotiza en bolsa, sino que forma parte de un grupo, cuya cabecera, Telefónica Móviles S.A., sí cotiza en bolsa y cuyas principales actividades son los negocios de telefonía móvil automática en Brasil y otros países de Latinoamérica y un negocio de telefonía móvil automática en España. Es precisamente la beta de este último negocio la que se debe calcular a efectos de su imputación en la Contabilidad de Costes de Telefónica Móviles para el ejercicio 2006.

Dada la inexistencia de una serie de valores que permitan el cálculo directo de su beta, Telefónica Móviles propone estimar la misma mediante la identificación de las betas de una muestra de empresas cotizantes comparables. El operador incluye cómo anexo a sus argumentaciones (recibidas en el registro de esta Comisión el día 28 de febrero de 2006) un informe del banco de inversión HSBC donde éste propone un valor sectorial de la beta de 1,1. Telefónica Móviles se atribuye este valor sectorial de 1,1 cómo beta desapalancada propia, resultando una beta de 1,17 al añadir los efectos del apalancamiento financiero del operador<sup>10</sup>.

---

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.

<sup>10</sup> Ver nota al pie de página, número 4.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El informe del banco HSBC adolece de varias limitaciones que se enumeraran a continuación:

1. El informe no indica cómo se calculó esta beta sectorial. En particular no explica a qué periodo corresponde la beta, ni señala explícitamente qué empresas se consideraron en la muestra que dio lugar a este valor. Por lo tanto, tampoco indica dónde operan estas empresas, ni incluye estimaciones individuales de sus betas, ni información sobre si se ajustaron o no estas betas individuales para considerar los efectos de los apalancamientos financieros y operativos. Tampoco se describe la técnica estadística que se empleó para la estimación de tales valores.
2. El informe cita una serie de empresas y incluye una ficha individual para cada una de ellas. En cada ficha se atribuye a cada empresa el valor de 1,1 como beta de la misma. Los servicios de esta Comisión suponen que este valor es una beta sectorial y no un valor específico de cada empresa como sugiere el sistema de fichas individuales.
3. Es de suponer que las empresas mencionadas constituyen la muestra de empresas de la cual se derivó el valor de 1,1. Siendo esto así, esta muestra incluiría tanto empresas europeas como empresas americanas (Bell South y SBC), o empresas con actividades en Asia (China Mobile, NTT y NTT DoCoMo). Las diferencias entre estos distintos mercados geográficos son claras, siendo las más manifiestas los tamaños y la madurez de los mismos. Además en la muestra se incluirían empresas como BT Group o NTT que en la actualidad no prestan servicios de telefonía móvil.
4. Por último, ni en el escrito de Telefónica Móviles, ni en el informe del banco HSBC se explica porque las empresas mencionadas son comparables a Telefónica Móviles. La variedad en las empresas incluidas en la muestra dificulta, a juicio de estos Servicios, considerar que todas ellas sean comparables a Telefónica Móviles. Sería por lo tanto necesario establecer si existen argumentos para excluir a algunas de estas de la muestra o incluir otras, basándose en criterios como el tamaño del mercado, su madurez, el entorno macroeconómico de cada país o región, y las características individuales de los riesgos financieros y del negocio de cada empresa.
5. Por último el informe del banco de inversión HSBC no indica si el valor de 1,1 se trata de un valor desapalancado o apalancado. Por lo tanto, esta Comisión no puede evaluar si el ajuste posterior de Telefónica Móviles es correcto.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Debe mencionarse que los servicios de esta Comisión requirieron a Telefónica Móviles una aclaración sobre el origen del valor de 1,1 y Telefónica Móviles afirmó no poder ofrecer ninguna información adicional a la contenida en el informe del Banco HSBC.

Esta Comisión reconoce la dificultad de la estimación de una beta de una empresa que no cotiza en bolsa, sin embargo, dados los motivos expuestos, no puede darse por satisfecha con el valor de 1,1 propuesto por Telefónica Móviles por la falta de justificación de dicho valor.

Adicionalmente y de forma complementaria se debe indicar que según las estimaciones de esta Comisión la beta de Telefónica Móviles S.A. Corporativo es 0,933<sup>11,12</sup>. Este valor es menor que el 1,17 propuesto por Telefónica Móviles, lo que a juicio de los Servicios de esta Comisión indica la poca razonabilidad de este valor. Esto es así porque para conciliar el valor propuesto por Telefónica Móviles de 1,17 con el valor de 0,933 obtenido para el Grupo se necesitaría que la beta del negocio del Grupo Telefónica Móviles en Latinoamérica fuera mucho menor que la beta del negocio en España. Esto sólo podría suceder si los riesgos del negocio latinoamericano fueran menores que los riesgos del negocio nacional, cosa que en estos momentos desborda toda lógica económica.

Dadas las limitaciones del método propuesto por Telefónica Móviles, esta Comisión estima el parámetro beta de Telefónica Móviles, empleando un método que consta de 4 etapas que se resumen a continuación<sup>13</sup>. Usando este método el valor resultante de la beta de Telefónica Móviles es un 0,89.

### *Etapas de la estimación de la beta de Telefónica Móviles*

---

<sup>11</sup> Este valor se ha obtenido a partir de una regresión basada en una serie de datos de cotizaciones diarias de Telefónica Móviles S.A entre el 17-03-2004 y el 17-03-2005 y tomando como índice de mercado el valor del índice Euronext 100. Este índice está compuesto de las cotizaciones de las 100 mayores empresas europeas que cotizan Euronext.

<sup>12</sup> El valor de la beta de Telefónica Móviles S.A. Corporativo referenciado en DATASTREAM es de un 0,90612 y el valor referenciado en Bloomberg es de 0,956. Tanto Datastream como Bloomberg toman como índice el IBEX 35.

<sup>13</sup> En el anexo de esta Resolución se incorpora una descripción mas detallada de cada una de estas etapas de estudio.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

1. Identificación de una muestra de empresas cotizantes comparables a Telefónica Móviles y estimación de sus betas.

Se identificó una muestra de empresas cotizantes que cumplieran los siguientes requisitos:

- (i) su ámbito operativo fuera mayoritariamente el europeo,
- (ii) tuvieran una actividad móvil importante o mayoritaria y
- (iii) tuvieran infraestructura propia.

La circunscripción al ámbito europeo se justifica porque todas estas empresas se ven sujetas a una regulación común y a unos impactos macroeconómicos parecidos a los de Telefónica Móviles.<sup>14</sup> La decisión de incluir solamente empresas con infraestructura propia se debe a que se identificaron varias empresas europeas cotizantes de actividad móvil virtual con actividad en Europa, sin apenas inversiones y cuyos riesgos serían por lo tanto menores a los de Telefónica Móviles. Finalmente, las empresas seleccionadas son: Mobistar, Telia Sonera y Telenor.<sup>15</sup>

Una vez identificadas estas empresas se obtuvieron las betas de todas ellas a partir de varias estimaciones econométricas<sup>16</sup>. Los valores obtenidos fueron los siguientes: 0,69 para Mobistar, 0,87 para Telenor y 0,87 para Telia Sonera.

2. Corrección de estas betas iniciales tomando en consideración los ratios de apalancamiento operativo y financiero de las empresas de la muestra de forma que una vez corregidos los indicadores resultantes estuvieran vinculados solamente a las características del sector y no respondieran a las características específicas de cada empresa.

---

<sup>14</sup> Es necesario señalar que esta regla excluye a la propia Telefónica Móviles S.A. de la muestra, dado que según cifras del Informe de Resultados Financieros del Grupo Telefónica Móviles, octubre-diciembre 2005 el 46,7% de los ingresos de la misma se centra en Brasil y en América Latina, en países como México, la región norte constituida de Guatemala, Panamá y Nicaragua, países de la región andina como Venezuela, Colombia, Perú y Ecuador y países de Cono Sur como Argentina y Chile. En la decisión de excluir a Telefónica Móviles S.A. se tuvo en consideración que el negocio latinoamericano es muy distinto al negocio europeo o español. Estas diferencias deben a la disparidad entre las variables macroeconómicas de ambos continentes, al factor que el negocio de telefonía móvil se encuentra en un estado mucho mas maduro en Europa- y finalmente, a las ventajas que tienen los operadores en sus países de origen que se traducen en que la posición del Grupo Telefónica Móviles en algunos de estos países no sea comparable a la posición de un operador europeo en su propio país.

<sup>15</sup> En el anexo se encuentra una comparación entre estas y Telefónica Móviles.

<sup>16</sup> Ver anexo.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Es necesario indicar que una beta obtenida directamente de una regresión econométrica (beta apalancada) es un indicador que incorpora riesgos del sector y riesgos específicos a la empresa. Estos riesgos específicos son de dos tipos. Primero existe un riesgo financiero, de tal forma que al aumentar la deuda de una empresa, aumenta el riesgo soportado por sus accionistas, al ser mayor la probabilidad de perder el importe de la inversión en el caso de quiebra. Segundo existe un riesgo operativo: al aumentar la proporción de costes fijos sobre los costes variables de una empresa aumenta este riesgo por su menor flexibilidad para enfrentarse a cambios en el mercado. Por esta razón dos empresas del mismo sector presentarán distintas betas apalancadas si sus ratios de deuda sobre fondos propios y/o costes fijos sobre costes ajenos difieren.

La literatura financiera proporciona fórmulas estándar<sup>17</sup> mediante las cuales se pueden relacionar las betas apalancadas con las betas desapalancadas (o netas de los efectos específicos de la empresa). Tras identificarse los ratios de apalancamiento financiero y operativo de las tres empresas seleccionadas, se ajustaron sus betas apalancadas para obtener tres indicadores (o betas desapalancadas) que aproximarán el valor de la beta del sector.

3. Obtención de la beta sectorial cómo una media ponderada de las betas desapalancadas de las empresas de la muestra.

Por último se calculó la beta sectorial desapalancada tomando la media ponderada de estas tres betas desapalancadas<sup>18</sup>. Este cálculo proporcionó una beta sectorial del 0,56. Este valor refleja los riesgos del negocio de telefonía móvil en Europa, neto de los efectos derivados de los riesgos financieros y operativos.

4. Cálculo de la beta apalancada de Telefónica Móviles, incorporando a la beta sectorial obtenida los riesgos operativos y financieros específicos de Telefónica Móviles.

---

<sup>17</sup> Ver anexo.

<sup>18</sup> Se ponderó los indicadores de Telenor, Telia Sonera y Mobistar según la proporción de la cifra de negocios de cada una de ellas sobre el total, atribuyéndose un peso de 0,47 a Telia Sonera, de 0,40 a Telenor y de 0,12 a Mobistar.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por último, para identificar la beta apalancada de Telefónica Móviles, se ajustó este valor de la beta sectorial desapalancada para incorporar los riesgos específicos previstos para Telefónica Móviles en el ejercicio 2006, en particular los riesgos derivados de su ratio de apalancamiento financiero (10,07%), su tipo impositivo efectivo medio (34,6%)<sup>19</sup> y su ratio de apalancamiento operativo (49%)<sup>20</sup>. Las dos primeras cifras se obtuvieron de los importes aportados por Telefónica en su respuesta al Requerimiento de Información ocasionado en el seno del expediente. El valor del apalancamiento operativo se obtuvo de las Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Telefónica Móviles para el ejercicio 2004<sup>21</sup>. Con estas cifras, el valor resultante de la beta apalancada de Telefónica Móviles es un 0,89.

En consecuencia esta Comisión considera que el valor de la beta de Telefónica Móviles es de un 0,89, revisando a la baja el valor del parámetro aprobado para el ejercicio 2005: 1,1. El nuevo valor estimado por la CMT para el ejercicio 2006 refleja los principales riesgos del sector móvil en Europa, los riesgos operativos y financieros soportados por Telefónica Móviles.

En conclusión, la Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Telefónica Móviles en un 4% y el coste de sus fondos propios en un 7,35%.

### Estructura financiera.

Telefónica Móviles propone un valor de mercado total de su negocio de 37.055 millones de euros. Esta cifra refleja el consenso de varios analistas para el período de agosto de 2005 a enero de 2006. Se calcula como la media aritmética de las valoraciones de esta empresa realizadas por 8 bancos de inversión y entidades de análisis financiero. Las valoraciones fluctúan dentro de un rango de 32.141 a 40.996 millones de euros. La mediana de las mismas es de 38.641 millones de euros. Por tanto, esta Comisión considera que la valoración propuesta por Telefónica Móviles (37.055 millones de euros) es razonable y representativa del consenso de analistas financieros y bancos de inversión.

---

<sup>19</sup> Este es el valor que la Comisión propone como tipo impositivo efectivo del ejercicio 2006 en la sección VI de este documento.

<sup>20</sup> Ver anexo.

<sup>21</sup> Debe señalarse que en el Requerimiento de Información efectuado por esta Comisión en fecha 7 de marzo de 2006 se solicitó a Telefónica Móviles el Informe de Gestión y las cuentas anuales auditadas correspondientes al ejercicio 2005. Telefónica Móviles no entregó estas cuentas porque no habían sido aprobadas por la Junta General.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Según el escrito de Telefónica Móviles, el valor de la deuda financiera de 3.389,7 millones de euros se desprende de su cartera de deudas a 1 de enero de 2006. Esta cartera incluye dos tipos de deuda. Primero, deudas denominadas en euros por un importe de 3.204,52 millones. Segundo, deudas denominadas en dólares estadounidenses por un importe de 185,23 millones de euros. Es importante reseñar que la principal deuda de Telefónica Móviles se debe a un préstamo participativo suscrito con Telefónica Móviles, S.A., por un importe de 3.101,65 millones de euros que representa un 91,5% de la cartera de deuda.

Pues bien, a pesar de que Telefónica Móviles no ha entregado en su respuesta al Requerimiento de Información de esta Comisión las Cuentas Anuales del ejercicio 2005, se comprueba que el saldo de la deuda a largo plazo en el ejercicio 2004, según la nota 12 de las Cuentas Anuales de ese ejercicio es de 3.351 millones de euros. Este valor está en línea con lo propuesto por Telefónica Móviles. Por lo tanto, se desprende que la cifra propuesta por Telefónica Móviles, 3.389,7 millones de euros, es una cifra razonable conforme a la información incluida en las Cuentas Anuales de la operadora, en el ejercicio 2004 y en especial, conforme a las obligaciones financieras contraídas por la operadora con su sociedad matriz.

La Comisión también considera adecuado derivar el valor de los fondos propios de una empresa tomando la diferencia entre el valor de la misma y el valor de su deuda. Así, al reconocer previamente como adecuados los valores aportados por Telefónica Móviles de su negocio y de su deuda, la Comisión también considera razonable el valor de mercado de los fondos propios que resulta de la diferencia entre los mismos y que ha sido propuesto por Telefónica Móviles. Este valor de 36.666,5 millones de euros, supone una disminución del 5,46% respecto al valor de la empresa aprobado para el 2005.

Por tanto, de conformidad con los párrafos anteriores y con el procedimiento de valoración de la estructura financiera definido en la Recomendación de la Comisión Europea de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), la Comisión considera adecuada, para la determinación del WACC de 2006, la composición de la estructura financiera de Telefónica Móviles propuesta por la operadora, que presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total del 90,85%, un peso de la deuda sobre el valor total del 9,15%, y un ratio de apalancamiento financiero a



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

precios de mercado del 10,07%, un 3,93% superior al aprobado para el ejercicio 2005.

### **Prima por riesgo de la deuda.**

Telefónica Móviles estima el coste de su deuda en un 6,65%. Conforme a la documentación aportada por Telefónica Móviles en el seno de este expediente, este valor corresponde al tipo de interés efectivo medio, calculado como una media ponderada de los tipos de interés efectivos de los tres principales préstamos de su cartera de deudas a 1 de enero de 2006.

Sin embargo, tal y cómo se indicó en la Resolución correspondiente al cálculo de la tasa de retorno para el ejercicio 2005<sup>22</sup>:

*“(...) el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC es un coste de oportunidad estimado con criterios de mercado, y no un coste histórico, y por lo tanto debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de Telefónica Móviles y a la situación actual de los mercados financieros”.*

Esa misma resolución citaba a la Resolución correspondiente a la tasa de retorno de Telefónica Móviles para el ejercicio 2004 en la que se indicó<sup>23</sup>:

*“(...) como quedó expresado en la Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica de España, S.A.U., durante los ejercicios 1999 y 2000, los recursos con los que se financiarán los nuevos proyectos se conseguirán a sus valores de mercado, los cuales pueden no coincidir con los valores contables”.*

Por lo tanto esta Comisión ha indicado de forma recurrente que el coste de oportunidad de la financiación de nuevos proyectos mediante la captación de fondos ajenos no tiene porque coincidir con el tipo de interés efectivo devengado por las deudas de un operador, sino que se relaciona con la capacidad actual de endeudamiento del mismo. Esta capacidad depende principalmente de la situación presente de los mercados de capital y de las circunstancias actuales de la empresa. Un indicador de esta capacidad de endeudamiento es el ratio de cobertura de la deuda<sup>24</sup>. Este índice proporciona un ratio sintético para evaluar la capacidad del operador de

---

<sup>22</sup> Resolución de 19 de mayo de 2005, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2005.

<sup>23</sup> Resolución de 10 de junio de 2004, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2004.

<sup>24</sup> Este ratio se obtiene del cociente entre el beneficio antes de intereses y impuestos y los intereses de la deuda según sus valores en la Cuenta de Resultados.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

obtener resultados antes de impuestos positivos, y es un indicador de la capacidad del operador de acceder a fuentes de financiación en condiciones favorables ampliamente utilizado en la regulación sectorial<sup>25</sup>. En el caso de Telefónica Móviles este indicador alcanza los valores de 14,37 veces en el 2004, 11,08 veces en el 2003, y un valor medio para el periodo 2002-2004 de 10,07 veces. Estas cifras indican una fuerte capacidad de endeudamiento de la operadora. Su evolución favorable se asocia a mejoras en la capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras por parte de la operadora y implica que la remuneración histórica de la deuda de Telefónica Móviles no se corresponde con el coste actual de su financiación externa.

Por otra parte, el análisis de la cartera de deudas de Telefónica Móviles pone de manifiesto como su financiación se ve influida por su capacidad de suscribir préstamos con su sociedad matriz, Telefónica Móviles, S.A.. A su vez, la pertenencia de Telefónica Móviles, S.A., al Grupo Telefónica, permite que dicha sociedad participe de la política financiera del grupo, que conforme a la información financiera presentada en el Folleto Informativo Continuoado de Telefónica, S.A., inscrito en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), está centralizada en Telefónica, S.A. Esto supone que dicha sociedad sea el principal vehículo de acceso a los mercados financieros del grupo y realice operaciones financieras con las distintas líneas de negocio para cubrir sus necesidades de financiación. El hecho de formar parte del grupo Telefónica y la composición de la deuda de Telefónica Móviles, cuyo mayor préstamo corresponde con Telefónica Móviles S.A., supone una traslación de los riesgos financieros del grupo al operador. Por esta última razón es razonable suponer que el coste de la deuda de Telefónica, S.A., es un estimador razonable del coste de acceder a fuentes de financiación de Telefónica Móviles.

La prima por riesgo de Telefónica de España S.A.U., fue valorada por esta Comisión en el análisis de la propuesta de tasa anual de retorno para el ejercicio 2006. En la resolución correspondiente a ese análisis<sup>26</sup>, de fecha 23 de febrero de 2006, se dictaminó que la prima de riesgo de la deuda de Telefónica S.A. para el ejercicio 2006, es un 0,68%. Esta cifra resultaba de la suma del spread medio del Bono Soberano - IRS (9,7 p.b. de media en 2005) y la cotización media en el 2005 de los CDS de Telefónica a 10 años (57,9 p.b.). Pues bien, este valor de 0,68% es el que la Comisión considera

---

<sup>25</sup> Véase Resoluciones de 4 de octubre de 2001, 5 de septiembre de 2002, y de 11 de septiembre de 2003.

<sup>26</sup> Resolución de 23 de febrero de 2006, correspondiente a la tasa anual de retorno a aplicar por Telefónica de España, S.A.U. en el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

adecuado como estimación de la prima de riesgo de la deuda de Telefónica Móviles.

En conclusión, la Comisión valora el coste de la deuda de Telefónica Móviles en un 4,02%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,34%, y de una prima por riesgo del 0,68 % (52,5 p.b.). Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%, el coste de la deuda después de impuestos de Telefónica Móviles para el ejercicio 2006 resulta un 2,61%.

### V.2 WACC antes de impuestos.

#### Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, Telefónica Móviles propone utilizar el tipo impositivo efectivo medio del ejercicio 2005. En este cálculo Telefónica Móviles no considera el impacto de las operaciones extraordinarias ocasionadas por las inversiones en negocios internacionales (UMTS Europa y Cuenca del Mediterráneo), manifestando que su inclusión conllevaría:

*“(...) una distorsión sobre el coste de capital a aplicar a los activos presentes y futuros del negocio principal de la Compañía en España, objeto del presente análisis”.*

Dicho lo anterior, la Comisión considera conveniente que exista consistencia entre los criterios adoptados por el Sistema de Contabilidad de Costes de Telefónica Móviles en la imputación de las partidas extraordinarias para la determinación del estándar de costes corrientes, conforme a lo establecido 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.

Así, el criterio utilizado por Telefónica Móviles es el mismo que el que ya utilizara la Comisión en su Resolución correspondiente a la tasa de retorno de Telefónica Móviles del año 2004, en la que manifestaba lo siguiente:



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

*“(…) la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles, para la determinación del WACC del ejercicio 2004, utilizando la media de los tipos efectivos de gravamen aprobados por la Comisión para los ejercicios 2001 y 2002, (…), y el tipo efectivo de gravamen estimado por Telefónica Móviles **para sus operaciones de telefonía móvil en España** durante el ejercicio 2003 (…).”*<sup>27</sup>

Adicionalmente, es preciso señalar que estos datos impositivos no han podido ser contrastados con las Cuentas Anuales del ejercicio 2005, dado que estas no se encuentran en disposición de esta Comisión. En su escrito inicial, Telefónica Móviles aportó un anexo titulado “Declaración del impuesto sobre sociedades de Telefónica Móviles España, 2005” en el que se explican los criterios para el cálculo del impuesto devengado en ese ejercicio. Ese anexo incluye un cuadro en el que se desglosa el cálculo del impuesto devengado a partir del resultado contable antes de impuestos. Este cálculo está en consonancia con la norma de valoración número 16 del Plan General de Contabilidad. Telefónica Móviles propone un valor del 34,7%. Al comparar este valor con los valores de los ejercicios 2003 y 2004, (34,50% y 34,60% respectivamente) se manifiesta la continuidad del valor propuesto para el ejercicio 2005.

Dicho lo anterior, la Comisión considera que puede obtenerse una estimación más fiable del tipo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles para la determinación del WACC del ejercicio 2006, tomando una media ponderada del tipo impositivo efectivo medio del periodo 2003-2005, que resulta de los tipos impositivos efectivos correspondientes a los ejercicios 2003 y 2004, un 34,50% y un 34,60% respectivamente<sup>28</sup>, y del tipo efectivo de gravamen propuesto por Telefónica Móviles para el ejercicio 2005, un 34,7%. A la vista de dichos importes la Comisión considera como referencia válida para el tipo impositivo efectivo un importe de 34,6%.

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

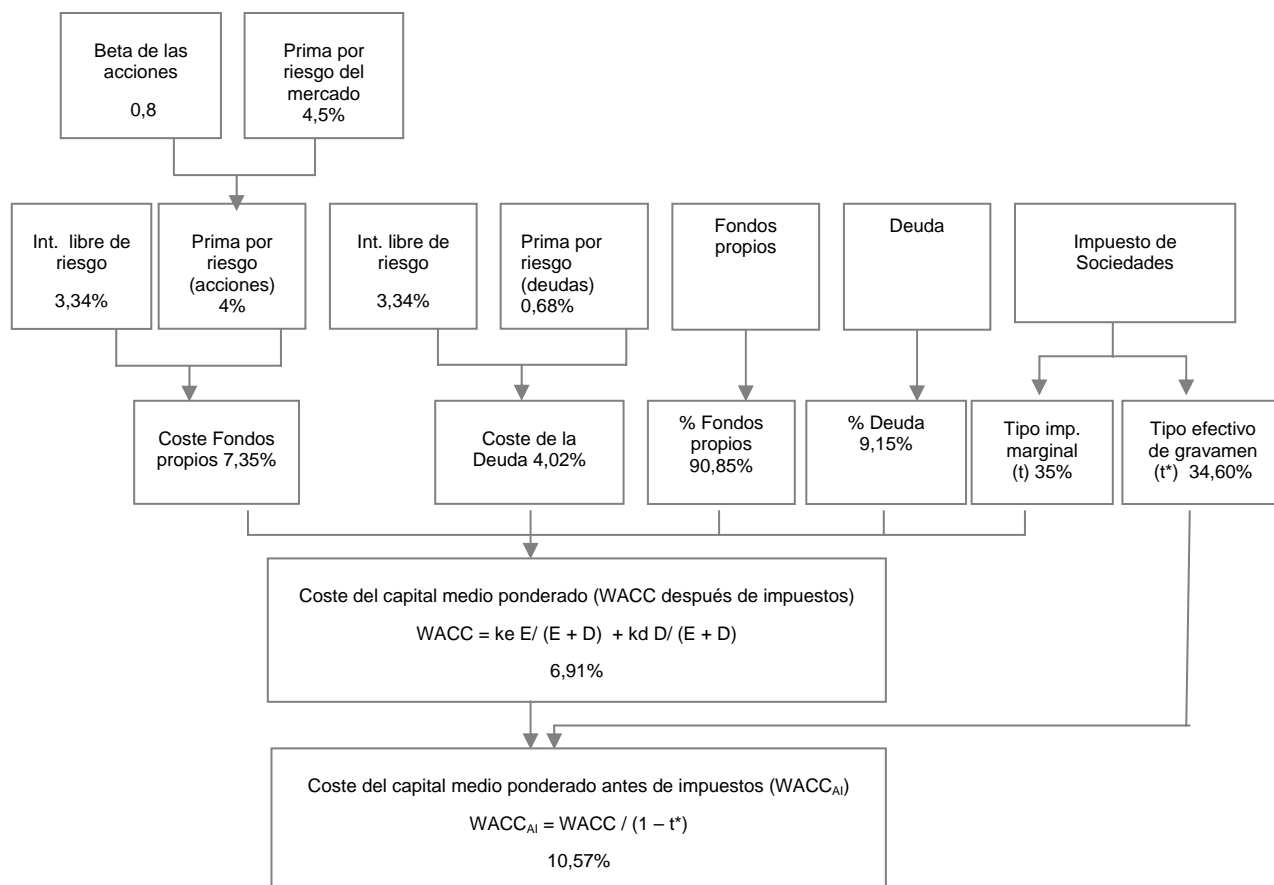
---

<sup>27</sup> Subrayado propio.

<sup>28</sup> Resolución de 19 de mayo de 2005, correspondiente a la tasa de retorno a aplicar por Telefónica Móviles en el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2005.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



En resumen, y como resultado de los argumentos presentados en los apartados anteriores, la Comisión valora el coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) de Telefónica Móviles para el ejercicio 2006 en un 6,91%. Además, la Comisión valora el tipo impositivo efectivo de gravamen de Telefónica Móviles para dicho periodo en un 34,6%, y estima la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos), a aplicar por Telefónica Móviles para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006, en un 10,57%.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### VI CONSIDERACIONES FINALES.

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento con la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que Telefónica Móviles deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2006, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. Por tanto, los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución a la valoración de los capitales invertidos por Telefónica Móviles, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y sus modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios de la operadora en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

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

Tabla II. Tasa de retorno propuesta por Telefónica Móviles y valoración de la CMT.

<b>PARAMETROS</b>	<b>TELEFONICA MÓVILES</b>	<b>CMT</b>
Tipo de interés libre de riesgo	3,51%	3,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%	4,50%
Beta de las acciones	1,17	0,89
Coste de los fondos propios	8,76%	7,35%
Prima por riesgo de la deuda	3,14%	0,68%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,65%	4,02%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,35%	2,61%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,85%	90,85%
Ratio de deuda sobre valor total	9,15%	9,15%
WACC después de impuestos	8,35%	6,91%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,7%	34,6%
WACC antes de impuestos	12,79%	10,57%



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

Por último, la siguiente tabla muestra la evolución de la tasa de retorno de Telefónica Móviles aprobada por la Comisión en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2006 aprobada mediante esta Resolución.

Tabla III. Comparativa de tasas de retorno

<b>EJERCICIOS</b>	2001 <sup>1</sup>	2002 <sup>1</sup>	2003 <sup>2</sup>	2004 <sup>3</sup>	2005 <sup>5</sup>	2006
<b>WACC DESPUES DE IMPUESTOS</b>	11,77%	11,77%	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%
<b>TASA DE RETORNO</b>	18,00%	18,00%	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%

<sup>1</sup> Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002. <sup>2</sup> Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003. <sup>3</sup> Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004, <sup>5</sup> Resolución de la Comisión de 19 de mayo 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 Móviles de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2006, del 10,57%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora y aprobada por la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones. La tasa de retorno aprobada se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes que la Comisión aprobó mediante Resolución de 20 de diciembre de 2001 y sus modificaciones posteriores.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y el artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior



## **COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES**

de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 48.17 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

EL SECRETARIO

Vº Bº

EL PRESIDENTE

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera