



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 41/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 30 de noviembre de 2006, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE FRANCE TELECOM ESPAÑA, S.A., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2006 (AEM 2006/1193).

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 3 de octubre de 2006 tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante la CMT) un escrito presentado por Don José Joaquín Mollinedo Chocano, en nombre y representación de France Telecom España, S.A., (en adelante, FTES) 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 CMT mediante Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de FTES por el que solicita a la CMT que tenga por cumplimentada la obligación de FTES consistente en presentar, antes del comienzo del ejercicio, la tasa de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital del ejercicio 2006, y en el que se solicita la confidencialidad de la documentación que adjunta a este escrito. FTES



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

solicita en este escrito que la CMT dicte Resolución sobre la aplicación o modificación de la tasa propuesta.

- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por FTES.
- Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio anual terminado al 31 de diciembre de 2005 junto al informe de auditoría independiente.
- Listado de vidas útiles de los activos para el ejercicio 2006.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de FTES, la CMT procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM – 2006/1193.

Segundo.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 5 de octubre de 2006, esta Comisión solicitó a FTES que presentara la siguiente información:

- Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2004 y 2003.
- Justificación de la valoración de Retevisión Móvil, cifrada en 10.600 millones de euros resultantes de sumar 8.063 millones de euros correspondientes al valor de mercado de sus recursos propios y 1.997 millones de euros que según FTES resultan del “coste histórico de los activos netos de acreedores y la deuda a largo plazo de esa fecha”. En particular, se requiere una explicación de esta última cifra y del origen de su divergencia con los 938 millones de euros obtenidos de la deuda financiera a largo plazo según las cuentas anuales auditadas de Retevisión Móvil del ejercicio 2005.
- Un desglose completo de la partida de servicios exteriores con una clasificación de cada concepto en coste fijo y variable.
- Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que el coste de la deuda de FTES es de 5,5%. En particular, un desglose de las distintas fuentes de



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

financiación ajena o préstamos, con la cantidad que se debe, su tipo de interés y la fecha en la que se contrajo esa deuda.

- Información sobre el tipo de interés medio del préstamo negociado el 21 de junio de 2004 con France Telecom S.A., y si lo hubiese de cualquier préstamo contraído con el mismo Grupo en una fecha posterior.
- La cotización media del último trimestre de los CDS del Grupo France Telecom S.A.
- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2005.”

Tercero.- Con fecha 6 de noviembre de 2006 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de FTES dando cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los siguientes documentos:

- Documento 1: Información de gestión y cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2004 y 2003.
- Documento 2: Justificación de la valoración de Retevisión Móvil
- Documento 3: Desglose de la partida de servicios exteriores con una clasificación de cada concepto en coste fijo y variable
- Documento 4. Detalle de la composición de cartera de la deuda y su estimación de coste
- Documento 5: Contrato de crédito que certifica el tipo de interés medio negociado con empresas del grupo y asociadas.
- Documento 6: Cotización media del último trimestre de los CDS de Grupo France Telecom S.A
- Documento 7: Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

II. HABILITACION COMPETENCIAL.

Conforme a lo establecido en el artículo 48 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en adelante, LGTel), la CMT 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 CMT 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 la CMT, 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 CMT 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.”

Con fecha 23 de febrero de 2006, la CMT 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 España 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 CMT aprueba la tasa anual de retorno a aplicar a FTES para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2006.

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), y adoptada por la mayoría de los 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. Dicho esto, 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

¹ 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

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:

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

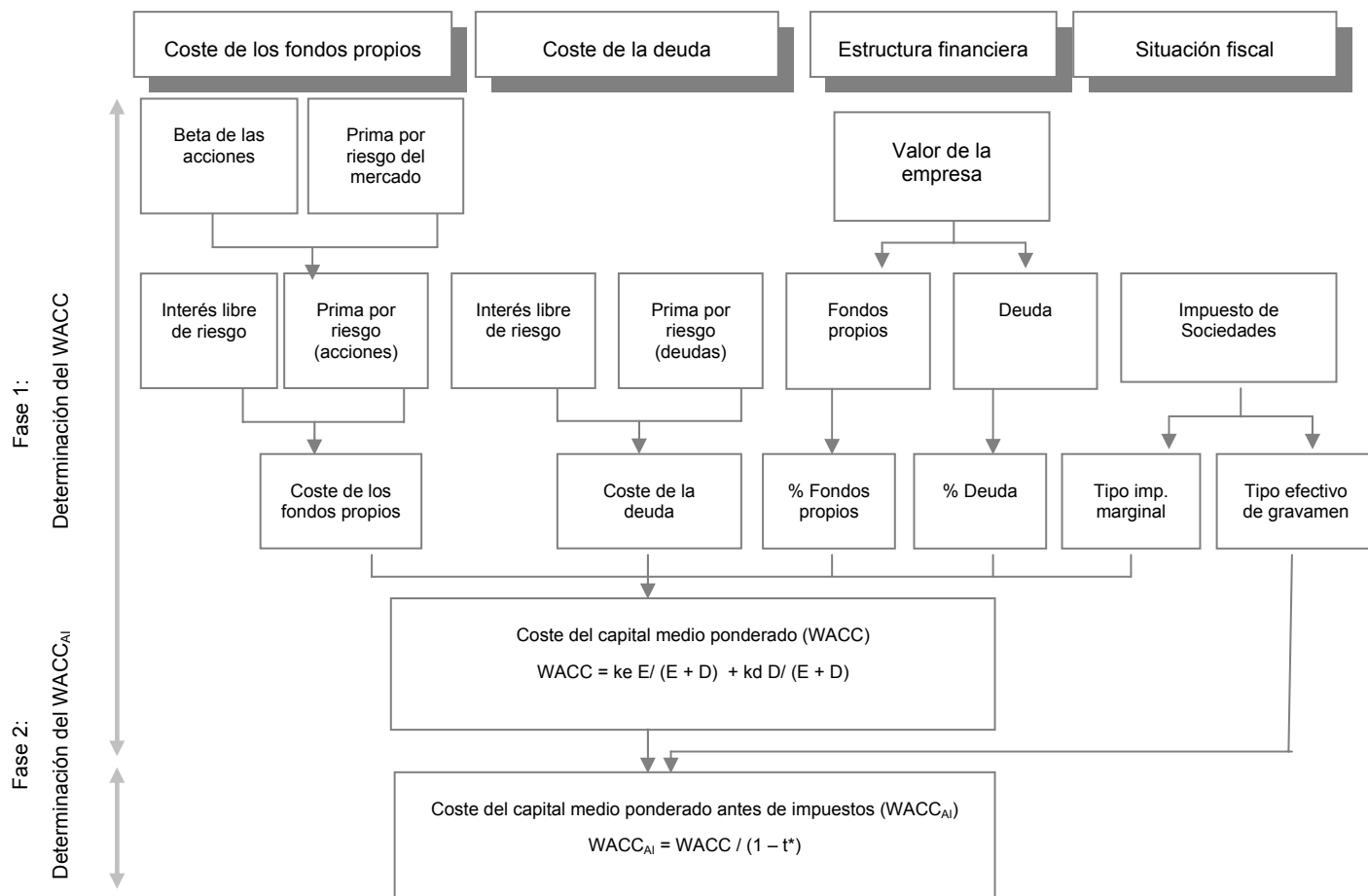
donde t^* es el tipo efectivo de gravamen esperado para el periodo de regulación del WACC al que resultará gravado el beneficio de la empresa en el Impuesto de Sociedades. El WACC resultante antes de impuestos de esta corrección es la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes calculados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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 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:

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

donde

k_e = coste de los fondos propios,

R_f = tipo de interés libre de riesgo,

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE FTES EN EL EJERCICIO 2006.

FTES 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, en el rango de 13,53%-13,74%. Según FTES estos umbrales resultan respectivamente de considerar el WACC antes de impuestos en el caso que se considere la estructura financiera óptima de FTES o la estructura financiera real de FTES.

IV.1 WACC DESPUÉS DE IMPUESTOS.

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

Tasa de retorno propuesta por FTES.

	Estructura financiera real	Estructura financiera óptima
Tipo de interés libre de riesgo	3,99%	3,99%
Prima por riesgo del mercado de acciones	5,00%	5,00%
Beta de las acciones	1,06	1,01
Coste de los fondos propios	9,28%	9,05%
Prima por riesgo de la deuda	1,51%	1,51%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,50%	5,50%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,58%	3,58%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,15%	97,44%
Ratio de deuda sobre valor total	8,85%	2,56%
Ratio de deuda sobre fondos propios	9,71%	2,63%
WACC después de impuestos	8,82%	8,92%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	35,15%	35,15%
WACC antes de impuestos	13,53%	13,74%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo de interés libre de riesgo.

FTES 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 calculando la media ponderada de los tipos de interés medios resultantes en las subastas de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años celebradas en marzo, mayo y julio de 2006.

En consecuencia, FTES estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2006 en un 3,99%. FTES considera que este valor refleja mejor la evolución de los tipos a lo largo del 2006 y que está mas en línea con valores usados en otros países, por ejemplo el Reino Unido.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, FTES propone utilizar un valor del 5,00%, manifestando que debe considerarse la media aritmética en el cálculo de la prima y que la prima de 4,5% aprobada por la CMT en la Resolución sobre la tasa de retorno a aplicar a Telefónica Móviles en la contabilidad del 2006³ se aleja de las primas de riesgo aprobadas por ARCEP (5%). Según FTES esto contradice el supuesto de convergencia de las primas de riesgo de los distintos países europeos.

Beta de las acciones y coste de los fondos propios de FTES.

Respecto a la beta de las acciones, FTES manifiesta su acuerdo con el método empleado por la CMT en las últimas Resoluciones sobre la tasa de retorno a aplicar en la contabilidad de costes de Telefónica Móviles España y de Vodafone España⁴. En estas resoluciones se ajustaba el valor aprobado de la beta desapalancada sectorial (un 0,56) para obtener la beta de cada operador utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta = \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right] \cdot \left[1 + \frac{CF}{CV} \right] \beta_D^S \quad \text{Ecuación 1.}$$

Donde β se refiere a la beta del operador, β_D^S se refiere a la beta desapalancada sectorial, CF/CV se refiere al ratio de costes fijos sobre costes

³ Resoluciones de los días 8 de junio de 2006 y 22 de junio de 2006 respectivamente.

⁴ Resoluciones de los días 8 de junio de 2006 y 22 de junio de 2006 respectivamente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

variables del operador, D/E se refiere al ratio de apalancamiento financiero del operador y t se refiere al tipo impositivo efectivo del operador.

Según FTES, su tipo impositivo efectivo es un: 35,15%, su apalancamiento financiero es un 9,71% (si se considera la estructura financiera real) y su apalancamiento operativo es un 0,78. Tomando en consideración estas cifras y la fórmula referenciada, FTES estima que el valor de su beta es de 1,06⁵. Como consecuencia de todo esto, FTES valora el coste de sus fondos propios en un 9,28%⁶.

Estructura financiera.

FTES considera que a efectos del cálculo del WACC la CMT debería considerar la estructura óptima del capital de los operadores. Según FTES esto evitaría distorsiones asociadas a la pertenencia de los operadores a grandes grupos, dado que en estos la distribución de la deuda responde a criterios que optimizan la estructura financiera del grupo pero no necesariamente de cada una de sus partes. FTES considera que su estructura óptima es la reflejada por los valores de estructura financiera aprobados por la CMT en el día 22 de junio de 2006 en ocasión de la estimación del WACC de Vodafone España S.A. Según FTES esto es así por que este operador “centra su negocio exclusivamente en la telefonía móvil a diferencia del Grupo Telefónica o del Grupo France Telecom”.

Los valores propuestos por FTES en el caso que se considere su estructura financiera óptima son: un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 97,44%, un ratio de deuda sobre valor total de 2,56% y un ratio de apalancamiento financiero de 2,63%.

No obstante, FTES también estima en su informe inicial su estructura de capital real. FTES deriva el valor de mercado de sus fondos propios a partir del desembolso de FTES por la adquisición de una participación del 79,4% de las acciones del Grupo Auna Operadores de Telecomunicaciones (en adelante, Auna), que a su vez poseía una participación del 97,9% en Retevisión Móvil. Así del desembolso de 6687 millones de euros FTES deriva un valor de los fondos propios de FTES de 8603 millones de euros ($8603 = 6687 / (79,4\% \times$

⁵ Según FTES si en vez de la estructura financiera real se considerará la óptima la beta sería un 1,01.

⁶ Si se considerará la estructura financiera óptima según FTES el coste de sus fondos propios sería un 9,05%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

97,9%)). De ahí, “tomando en cuenta el coste histórico de los activos netos de acreedores y la deuda a largo plazo” FTES deduce un valor total de su negocio de 10.600 millones de euros.

Después FTES valora el valor de mercado de su deuda financiera a largo plazo a partir de su valor en libros: 938.494 miles de euros, el total de deuda a largo plazo con coste financiero.

De esta forma según FTES si se considera su estructura financiera real su ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa es 91,15%, su ratio de deuda sobre valor total es 8,85% y su ratio de apalancamiento financiero es 9,71%.

Prima por riesgo de la deuda.

Según FTES, en ausencia de bonos corporativos, la tasa media de la deuda del ejercicio anterior o el tipo de interés del préstamo suscrito por el operador refleja la rentabilidad exigida por las entidades financieras a la empresa y es la mejor estimación del coste de la deuda de un operador.

Según FTES el coste de su deuda es un 5,50%, resultante de los datos contables a cierre de ejercicio 2005 de Retevisión Móvil S.A. Así FTES solicita que se apruebe un valor de prima de riesgo de la deuda de un 1,51% y un valor del coste de la deuda después de impuestos de un 3,58%.

IV.2 WACC antes de impuestos.

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

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

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

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

FTES propone utilizar un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2006 del 35,15%. Este valor resulta de dividir el gasto por el Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2005:

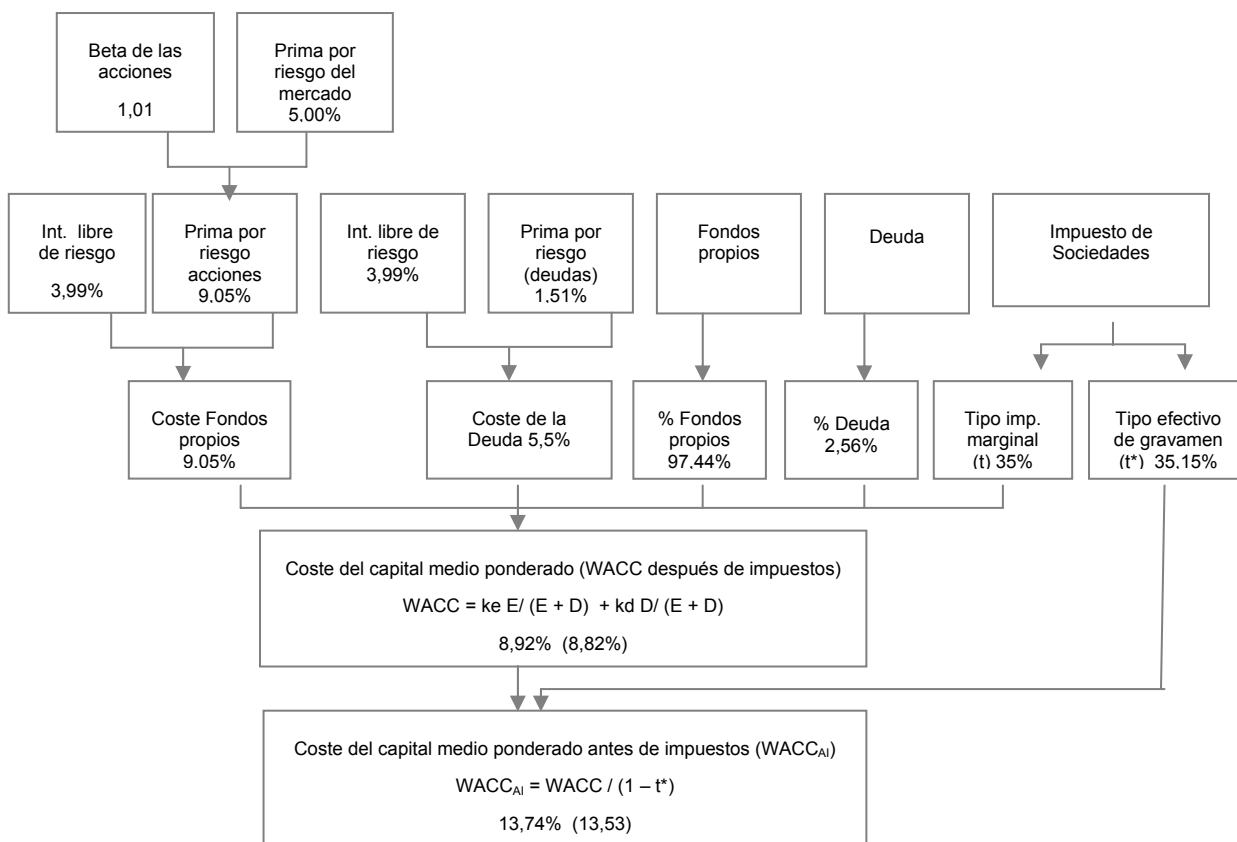


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

136.458 miles de euros entre el beneficio antes de impuesto del operador
388.248 miles de euros.

Según FTES el tipo impositivo calculado es un buen estimador del tipo aplicable a FTES en el 2006, y no procede promediar los tipos de los tres últimos ejercicios dado que, a partir de la operación de adquisición de Auna, el negocio móvil sujeto a regulación pertenece a FTES.

El siguiente gráfico presenta la propuesta de FTES, incluyendo la metodología utilizada y el valor estimado de cada uno de los parámetros, en el caso que se considere la estructura financiera óptima del operador. Se incluyen en paréntesis los valores estimados del WAAC antes y después de impuestos en el caso que se considerara la estructura financiera real de FTES.





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS PRESENTADOS POR FTES.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de FTES 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.

El valor del tipo de interés libre de riesgo aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC debe ser común. De lo contrario se generarían asimetrías en el trato de los operadores por parte de la CMT de difícil justificación. En consecuencia, para el cálculo del WACC de FTES de 2006, se propone utilizar como valor de tipo de interés libre de riesgo el aprobado por la CMT para TESAU, Telefónica Móviles España y Vodafone España para este mismo periodo.

En la Resolución del día 23 de febrero de 2006 relativa al cálculo de la tasa de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 de Telefónica de España, S.A.U. la CMT valoró el tipo de interés libre de riesgo para este ejercicio en un 3,34%. Este valor corresponde a la media ponderada⁷ 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. En consecuencia, esta Comisión considera que el tipo de interés libre de riesgo a considerar a efectos de la presente Resolución es del 3,34%.

Prima por riesgo del mercado.

Al igual que ocurre con el tipo de interés libre de riesgo, el valor de la prima por riesgo del mercado aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC debe ser común. En consecuencia, para el cálculo de la prima por riesgo del mercado de FTES para el 2006 esta Comisión propone utilizar como valor el aprobado para TESAU, Telefónica Móviles España y Vodafone España para este mismo periodo, del 4,5%.

⁷ 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 más cercano (19 de enero de 2006) con 3/6, al valor intermedio (17 de noviembre de 2005) con 2/6 y al más lejano en el tiempo con 1/6.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En respuesta a las alegaciones de FTES, debe mencionarse que las cuestiones metodológicas no son objeto de este procedimiento, y que este operador ha podido expresar libremente su opinión sobre el horizonte temporal a usar en este cálculo de la tasa libre de riesgo, o sobre el tipo de media a considerar en el cálculo de la prima de riesgo de mercado, en su respuesta a la Consulta Pública sobre la Revisión de la Metodología del WACC de fecha 6 de junio de 2006. Adicionalmente, debe mencionarse que la comparación de valores con los aprobados en otros países europeos a pesar de tener cierto valor como referente, no puede justificar cambios en los valores propuestos por un regulador concreto, dado que en cada país la estimación del WACC por el regulador responde a objetivos regulatorios y realidades distintas, lo que explica, en parte, el nivel de variación de los valores estimados por los distintos organismos.

Beta de las acciones de FTES.

FTES estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2006 en un 1,01 o un 1,06 según se considere el apalancamiento financiero óptimo o el apalancamiento financiero real de FTES.

Para llegar a estos valores FTES parte del valor 0,56, tomado de los propios cálculos de la CMT, razonados en las Resoluciones de fechas de 8 de junio de 2006 y de 22 de junio de 2006, en ocasión de la estimación del WACC de Telefónica Móviles España para el ejercicio 2006 y de Vodafone España para el ejercicio 2007.

Este valor de 0,56 representa una beta sectorial relacionada únicamente con los riesgos de la actividad y no incorpora los riesgos financieros y operativos específicos al operador⁸. Para obtener la beta de éste, debe ajustarse el valor de la beta sectorial mediante la ecuación 1, utilizando los valores estimados del ratio de apalancamiento operativo del operador (CF/CV), del ratio de apalancamiento financiero del operador (D/E) y del tipo impositivo efectivo del operador (t).

En este momento debe anticiparse que en las secciones que siguen se argumentará que hay razones para realizar correcciones de las estimaciones del tipo impositivo efectivo y el ratio de apalancamiento financiero propuesto por FTES. Tras estas correcciones, los valores propuestos por la CMT para el ejercicio 2006 son los siguientes: un 35,05% como tipo impositivo efectivo y un

⁸ Ver una explicación del cálculo en el apéndice.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

11,6% como ratio de apalancamiento financiero. Esta Comisión considerará estos valores de los ratios a efectos de su inclusión en la ecuación 1.

FTES propone un ratio de apalancamiento operativo del 0,78. Esta Comisión acepta todos los argumentos esgrimidos por el operador que justifican este cálculo, con la excepción de la inclusión de 91.581 euros de gastos de personal como costes fijos dado que en las Resoluciones de fecha 8 y 22 de junio de 2006, referidas a la estimación del WACC de Telefónica Móviles España para el ejercicio 2006 y de Vodafone España para el ejercicio 2007, la CMT no clasificó estos costes como fijos. Se consideró como costes fijos la suma de amortizaciones (incluyendo el fondo de comercio), provisiones por depreciación, algunos gastos administrativos y los gastos financieros. Así el valor corregido del apalancamiento operativo de FTES es un 0,69.

En consecuencia esta Comisión considera que el valor de la beta de FTES es un 1,02, valor que resulta ser ligeramente superior al aprobado para el ejercicio 2005, un 1,01.

En conclusión, la Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de FTES en un 4,58% y el coste de sus fondos propios en un 7,92%.

Estructura financiera.

En el párrafo inicial de su escrito FTES opina que para la estimación del coste del capital la CMT debería considerar la estructura óptima del capital⁹. FTES considera que los valores de los ratios de apalancamiento financiero, de fondos propios sobre el valor total de la empresa y de deuda sobre el valor total de la empresa, aprobados por la CMT en la Resolución del día 22 de junio de 2006 y relativos a la estructura del capital real de Vodafone España representan su estructura óptima del capital. Así, FTES propone que se le considere como propio el ratio de apalancamiento financiero del 2,63% aprobado para Vodafone España.

Existe un motivo fundamental por el que la CMT no puede aceptar este argumento: Esto supondría un cambio de criterio metodológico con respecto a las estimaciones de las estructuras financieras del resto de operadores en el contexto de la determinación del coste del capital del mismo periodo. Adicionalmente, la CMT considera que FTES no ha argumentado

⁹ Se define la estructura financiera óptima de capital de una empresa como aquella que minimiza sus costes de capital.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

suficientemente porque la estructura real de Vodafone España es una buena aproximación a su estructura financiera óptima. La estructura financiera óptima de capital es específica para cada operador, dependiendo de su tipo impositivo efectivo, su perfil operativo, el comportamiento cíclico de su negocio y sobretodo, su propia estrategia financiera que se ve afectada crucialmente por la política del grupo empresarial al que pertenezca. No existe en el argumento de FTES ninguna razón más allá de que el Grupo Vodafone concentra su actividad en el sector de telefonía móvil, que permita evaluar que los valores de Vodafone España sean los adecuados para representar la estructura óptima de FTES. Así, existen otras empresas que concentran su actividad en el sector móvil, cuyos ratios difieren de los de Vodafone España. Por ejemplo, el ratio de apalancamiento financiero aprobado para Telefónica Móviles España el día 8 de junio de 2006 era un 10,07%.

FTES también estima los valores de los ratios derivados de su estructura financiera real. En su informe inicial FTES dice:

“Del Informe de Estados Financieros Consolidados del Grupo France Telecom para el año 2005 se obtiene que la adquisición a fines de año pasado por France Telecom de una participación del 79,4% de las acciones Auna Operadores de Telecomunicaciones y que a su vez posee una participación del 97,9% en FTES representó un desembolso de 6.687 millones de euros de lo que se desprende que el valor de la empresa excluyendo la deuda es de 8.603 millones de euros”

Adicionalmente en este informe FTES consideró que el valor total de su negocio era de 10.600 millones de euros, resultantes de tomar en cuenta el “coste histórico de los activos netos de acreedores y la deuda a largo plazo” y valoró su deuda financiera a largo plazo a 31 de diciembre de 2005 en 938,5 millones de euros. Así, FTES consideró que el valor de mercado de sus fondos propios era la diferencia entre los 10.600 millones y el valor de mercado de su deuda financiera. Así, el valor de mercado de los fondos propios se cifró en 9.661,5 millones de euros. De aquí resultaron los valores del ratio de apalancamiento financiero del ratio de fondos propios sobre el valor total y del ratio de los fondos ajenos sobre el valor total de la empresa propuestos por el operador.

Debe mencionarse que la CMT solicitó a FTES una mayor información sobre estos cálculos y estimaciones, y que el operador envió tal información en fecha 31 de octubre de 2006. En esta segunda aportación FTES fija el valor de su



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

negocio en fecha 31 de octubre de 2005 en 11.197 millones de euros. Para obtener este valor, FTES considera tres datos de origen: su estimación del valor de los fondos propios de la empresa en fecha 8 de noviembre de 2005 8.615 millones de euros, el valor contable de la deuda de Auna (Cuentas Consolidadas) en fecha 31 de octubre de 2005: 4.603 millones de euros y el importe percibido por FTES resultante de la venta de Auna TLC en fecha 4 de noviembre de 2005: 2.022 millones de euros. Así, en este segundo informe FTES estima el valor de su empresa en: 11.197 millones de euros ($11.197=8.615+4.603-2.022$). Esta estimación difiere de la inicial en 597 millones de euros. FTES también informa de una estimación del valor de su negocio a finales de octubre de 2005 de 10.772 millones de euros resultando este valor de una estimación que usa el mismo método que la anterior pero que parte del ingreso que percibió Auna por la operación de venta en vez del pago que efectuó FTES.

Ante esta argumentación esta Comisión manifiesta lo siguiente¹⁰:

(i). De hecho lo que FTES propone es estimar el valor total de la empresa en fecha 31 de octubre de 2005 y suponer que este valor se mantiene hasta el 31 de diciembre de 2005. Esta Comisión encuentra el principio que rige este cálculo adecuado, dado que es razonable suponer que en este periodo de dos meses el valor de la empresa no cambie sustancialmente.

(ii). La CMT considera que el método de estimación del valor de la empresa a 31 de octubre de 2006 que emplea FTES es inadecuado y como consecuencia de esto los valores del negocio estimados por el operador incorrectos. Las razones que justifican dicha posición son las siguientes:

- a. Sobre la estimación del valor de mercado de los fondos propios asociados al negocio de telefonía móvil en fecha 31 de octubre de 2005, propuesta en el primer informe de FTES.

¹⁰ Un primer comentario de orden menor es que hay una pequeña divergencia en el cálculo del valor de los fondos propios de FTES en este segundo informe: 8.615 millones de euros y el proporcionado en el primer informe: 8.603 millones de euros. El origen de esta divergencia es que en su cálculo posterior FTES considera que el porcentaje de acciones que Auna vendió a France Telecom es de 79,29% cuando en el primer informe esta información, que era la correcta, era un 79,4%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Este comentario se refiere a la forma en que FTES ha estimado el valor de los fondos propios¹¹ asociados al negocio de telefonía móvil en fecha 31 de octubre de 2005: 8.603 millones de euros.

Estos son los tres pasos que se siguen en la estimación:

- FTES adquirió a Auna por un importe de 6.687 millones de euros.
- Con este importe se financió la adquisición del 79,4% de las acciones de Auna, cuando Auna mantenía una participación del 97,9% en Retevisión Móvil¹². Es decir, FTES indirectamente adquirió una participación del 77,73% sobre el negocio móvil de Auna.
- Así FTES, usando una simple regla de tres, estima que 6.687 millones de euros son a una participación del 77,73%, lo que 8.603 millones de euros serían a una participación del 100%, considerando que este último valor es el valor de mercado de los fondos propios de Retevisión Móvil en fecha 31 de octubre de 2005.

En relación con lo anterior, esta Comisión considera adecuado, siempre que una operación de compra venta sea reciente, el utilizar el precio de adquisición de una empresa como estimación del valor de mercado de sus fondos propios. No obstante, la adquisición de una participación de Auna por parte de FTES supuso la adquisición de una participación en varios negocios, entre ellos el negocio de operaciones móviles: Retevisión Móvil (Amena) y el negocio de telefonía fija y de cable: Auna TLC.

Así, en su respuesta al requerimiento de información FTES pone de manifiesto que si bien FTES pagó 6.687 millones de euros por el negocio de Auna, en esas mismas fechas el operador ingresó 2.022 millones de euros por la venta del negocio de Auna TLC a Ono. Es decir, entonces, la valoración de mercado de los fondos propios de Auna TLC era de 2.022 millones de euros. Por lo tanto, se desprende que una mejor aproximación

¹¹ FTES denomina a esto: "valor de la empresa excluyendo la deuda".

¹² Según el acuerdo que se firmó el día 29 de julio de 2005, France Telecom adquirió 28.971.688 acciones de la Sociedad Auna Operadores de Telecomunicaciones y 260.554 acciones de Multimedia Cable por un precio total de 6,4 billones de euros. Mediante esta operación France Telecom obtuvo el 79,4% de las acciones de Auna, que ostentaba a su vez una participación del 97,9% sobre Retevisión Móvil S.A.. Fuente: FT Consolidated Financial Statements, 31-12-2005, página 37 y 38.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

del valor de mercado de los fondos propios del resto de las partes que conformaban Auna y que no constituían el negocio de cable y telefonía fija (mayoritariamente el negocio de redes móviles) era de 4.665 millones de euros ($6.687 - 2.002 = 4.665$). Así mediante 4.665 millones de euros, FTES adquirió una participación indirecta del 77,73% de Retevisión Móvil. Por tanto, a 31 de octubre de 2005, el valor de mercado de la totalidad de los fondos propios de Retevisión Móvil era 6.010 millones de euros y no los 8.603 millones de euros propuestos por FTES en su primer informe.

- b. Sobre la estimación del valor de mercado de la deuda asociada al negocio de telefonía móvil en fecha 31 de octubre de 2005, propuesta en el segundo informe de FTES.

FTES estima el valor de mercado de la deuda del negocio de telefonía móvil en fecha 31 de octubre de 2005 en 4.604 millones de euros. Sin embargo, la estimación del valor de mercado de la deuda en fecha 31 de diciembre, que FTES propone a efectos de la estimación de la tasa de retorno es de 998 millones de euros. La diferencia entre estos dos valores es de 3.606 millones de euros. El origen de esta diferencia es que FTES considera a efectos del cálculo del valor de la empresa en fecha 31 de octubre de 2005 el montante de deuda de las cuentas consolidadas del Grupo Auna, y a efectos del cálculo de valor de la empresa en fecha 31 de Diciembre de 2005 (estimación del WACC) el montante de la deuda a largo plazo de las cuentas de Retevisión Móvil S.A. Por lo tanto, existe una incoherencia manifiesta en la metodología de FTES.

Sea cual sea la fecha en que se ejecute el cálculo, el montante de deuda a considerar es el montante de deuda referenciado en aquellas cuentas que mejor reflejen la actividad sujeta a regulación. En este caso, estas cuentas son las de Retevisión Móvil. Por esta razón la Comisión no puede aceptar que en octubre la deuda asociada al negocio móvil fuera de 4.604 millones de euros y tampoco puede aceptar la estimación del valor de la empresa proporcionada por FTES que se deriva de ese argumento: 11.197 millones de euros.

Considerados estos dos puntos, esta Comisión se ve obligada a proponer una estimación del valor de mercado del negocio móvil de FTES más razonable a partir de la información proporcionada por el operador y la información derivada de esta. Estas informaciones son:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- una estimación del valor de mercado de los fondos propios en fecha 31 de octubre de 2005 de 6.010 millones de euros,
- el valor total de la deuda de Retevisión Móvil en fecha 31 de diciembre de 2005 de: 3.012 millones de euros.
- una estimación del valor del negocio efectuada por analistas independientes¹³ y referenciada en la Resolución del día 20 de octubre de 2005 sobre la tasa anual de retorno a aplicar para el computo de los costes de capital en la contabilidad de Retevisión Móvil de los ejercicios 2003,2004 y 2005: 9.392 millones de euros.

Así, se desprende que un posible valor de la empresa resulta de la suma de la estimación de los fondos propios en fecha 31 de octubre de 2005 y el valor contable de la deuda en fecha 31 de diciembre de 2005. Este valor es de 9.022 millones de euros. Este valor no discrepa sustancialmente de la valoración de los analistas efectuada en un momento anterior. Siendo esta una valoración más actual, esta Comisión entiende que esta es una valoración razonable del negocio móvil de FTES en fecha 31 de diciembre de 2005.

Por último la CMT considera adecuado la valoración de mercado de la deuda financiera a largo plazo que aporta FTES, que resulta de la consideración de la partida contable que en el balance de situación a 31 de diciembre de 2005 refleja la deuda a largo plazo con remuneración: 938,5 millones de euros^{14, 15}. La CMT considera que es necesario añadir a este importe el valor de la deuda financiera a corto plazo con remuneración: 1,95 millones de euros, resultando una estimación de la deuda financiera del operador de 940,4 millones de euros.

¹³ Grupo Santander, Ibersecurities y Fortis Bank.

¹⁴ Así, FTES no incluye todas aquellas deudas a largo plazo que no tienen remuneración, bien deudas con la administración pública que no devengan interés (3.520 miles de euros) o bien el importe de un préstamo participativo es decir el importe entregado por los accionistas de la Sociedad y que en el 2005 no devengó intereses.

¹⁵ De estos, 930,7 millones eran prestados por su sociedad matriz France Telecom Operadores de Telecomunicaciones Móviles S.A.. Sobre este respecto es necesario recordar que en fecha 29 de junio de 2006, FTES absorbió a France Telecom Operadores de Telecomunicaciones Móviles S.A, Retevisión Móvil S.A, El Rincón del Vago S.L.U, Grupo Amena Móvil Telecomunicaciones S.L.U y Multimedia Cable S.A.U. Sin embargo, esta Comisión desconoce que ha sucedido tras la absorción con las deudas existentes entre estas empresas participadas y por lo tanto centra su análisis en la información disponible previa a la fusión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En consecuencia, el valor de mercado de la deuda de FTES es de 940,4 millones de euros, que deducidos del valor de la empresa 9.022 millones de euros, resultan en una estimación del valor de los fondos propios de 8.081,6 millones de euros.

Por tanto, de conformidad con los párrafos anteriores y con el procedimiento de valoración de la estructura financiera definido en la Recomendación de la Comisión Europea de 8 de abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), la Comisión considera adecuada para la determinación del WACC de 2006, la siguiente composición de la estructura financiera de FTES: un peso de los fondos propios sobre el valor total del mercado de 89,56%, un peso de la deuda sobre el valor total de mercado del 10,42%, y un ratio de apalancamiento financiero del 11,6%.

Prima por riesgo de la deuda.

Según FTES, la tasa media de la deuda del ejercicio anterior constituye la mejor estimación del coste de la deuda de un operador. Según FTES, sus datos contables implican un coste de la deuda del 5,50%. Así, la prima por riesgo de la deuda implícitamente considerada por el operador es de un 1,51% (5,50%-3,99%). De esta forma FTES considera que en la actualidad la prima de riesgo de su deuda excede en 51 puntos básicos a la que la CMT aprobó para este operador en el ejercicio 2005 (1%) en la Resolución del día 20 de octubre de 2005.

Dicho esto, cabe hacer una primera puntualización importante: el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC es un coste de oportunidad estimado con criterios de mercado, que debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de FTES y a la situación actual de los mercados financieros. Por tanto, no puede tratarse de un coste histórico o contable, como FTES propone. De hecho, esto ya se indicó en la Resolución de la CMT de 20 de octubre de 2005, en la que se aprobaron las tasas anuales de retorno del capital para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Retevisión Móvil S.A para los ejercicios 2003, 2004 y 2005.

Adicionalmente FTES justifica el valor que propone argumentando lo siguiente:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- a. El tipo propuesto es adecuado porque no dista del coste de la deuda que se negoció el 21 de junio de 2004 entre Retevisión Móvil S.A y la Sociedad Auna Operadores de Telecomunicaciones.
- b. El tipo propuesto es adecuado porque no dista del de su matriz, France Telecom S.A, de 3,12% o de 4,80% (en términos nominales).
- c. No tiene sentido aportar una prima de riesgo superior a la que la CMT atribuyó a Vodafone España y a Telefónica Móviles España, porque los ratings del Grupo France Telecom se han situado por debajo de los ratings de los otros dos operadores; el ratio de cobertura de la deuda de FTES es inferior al de estos grupos y el ratio de deuda neta sobre el Ebitda es mayor que la de estos grupos.

En referencia al punto a. En efecto, según la información aportada como respuesta al requerimiento de información efectuado por los Servicios de esta Comisión en el marco de este expediente, el día 24 de junio de 2004, el principal accionista de la Sociedad (en ese momento, la Sociedad Auna Operadores de Telecomunicaciones y tras la adquisición y un cambio de nombre France Telecom Operadores de Telecomunicaciones S.A) concedió un préstamo al operador, con un límite de crédito de 2.100 millones de euros a un tipo de interés variable, referenciado al Euribor a un año más un diferencial del 1%. El saldo dispuesto de este préstamo a 31 de diciembre de 2005 ascendía a 930.777 miles de euros, es decir el 99,17% del montante de deuda a largo plazo del operador y (según la respuesta del operador) el 98,97% del total de la deuda bruta financiera del operador (corto y largo plazo).

Pues bien, según el boletín estadístico del Banco de España, el tipo medio del Euribor a 1 año del ejercicio 2005 fue de un 2,33%, por lo que el tipo de interés medio de ese préstamo en el ejercicio 2005 fue de un 3,33%. No obstante, el tipo de interés propuesto por el operador, que coincide con el tipo medio calculado a partir de las cifras de deuda neta y de gastos financieros del balance de situación a 31 de diciembre de 2005, es del 5,5%. De aquí la CMT deduce que en el periodo ha habido cambios importantes y que la estimación del tipo de interés que resulta de tomar el cociente entre gastos financieros acumulados para el ejercicio 2005 y el valor de cierre de la deuda neta no es un buen estimador del coste de la deuda a cierre del ejercicio y que sería erróneo basarse en estas cifras para proyectarlas al ejercicio 2006.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En segundo lugar, con respecto al punto b, la CMT celebra que FTES considere adecuado usar como referente para su posición crediticia la de su sociedad matriz. La CMT se ha manifestado de forma similar en Resoluciones anteriores en las que ha argumentado que la pertenencia a un grupo empresarial puede facilitar el acceso a los recursos financieros de un operador y a la probabilidad de impago de su deuda. Por esta razón, debe considerarse esta vinculación en la estimación del coste de la deuda de los operadores sujetos a este tipo de obligación. Por ejemplo, cuando se estimó el WACC de Vodafone para el ejercicio 2007¹⁶, la CMT consideró lo siguiente:

“Por otra parte, la pertenencia de Vodafone España al Grupo Vodafone, grupo internacional de empresas de servicios de telefonía móvil, proporciona a la operadora la capacidad de beneficiarse de políticas financieras centralizadas y del acceso a fuentes de financiación con origen interno al grupo, así como del acceso del grupo a fuentes de financiación en condiciones favorables. En este sentido, conforme al criterio de pertenencia a grandes grupos empresariales, establecido en las Resoluciones de la Comisión para evaluar la facilidad de acceso a los recursos financieros de los operadores, resulta razonable suponer que el coste de la deuda de Vodafone está influido por la capacidad del Grupo Vodafone de acceder a fuentes de financiación, y por tanto, por el coste de la deuda de Vodafone Group PLC.”

En tercer lugar y con respecto al punto c, aunque la CMT reconoce que podría existir cierto valor informativo en la comparación de los ratios financieros de los tres operadores nacionales, esta información es parcial cuando estos pertenecen a grupos empresariales diferentes. Además, la CMT ha comprobado que en la actualidad los ratings crediticios de la deuda a largo plazo del Grupo France Telecom y del Grupo Vodafone son muy similares (A- para ambos según Standard & Poors y Fitch, y Baa1 para France Telecom y A3 para Vodafone según Moodys). Los ratios del Grupo Telefónica son algo peores, indicando un mayor riesgo de impago asociado a su deuda (BBB+ según Standard & Poor's y Fitch y Baa1 según Moody's). Todo esto relativiza las afirmaciones de FTES sobre el mayor riesgo de impago de su deuda.

Adicionalmente debe mencionarse que la evolución del ratio de cobertura de la deuda del negocio de operaciones móviles del operador ha sido favorable, en

¹⁶ Resolución del día 22 de junio de 2006.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

los últimos años, siendo el ratio de cobertura de Retevisión Móvil¹⁷ un 6,36 en el 2004 y un 10,9 en el 2005¹⁸. Si a esto se añade la nueva vinculación del negocio a FTES y al Grupo France Telecom, cuyos rankings crediticios también han mejorado en los últimos tiempos, siendo actualmente buenos, se concluye que la capacidad actual del operador para atender los servicios de su deuda es muy sólida, y resulta inconcebible que la prima de riesgo de la deuda actual sea mayor que la aprobada el 20 de octubre de 2005 cuando la CMT consideró que la prima de riesgo de la deuda de Retevisión Móvil para el ejercicio 2005 era de un 1%.

Por último, en la Resolución del día que se refería al cómputo del WACC del ejercicio 2006 de Telefónica Móviles España, la CMT consideró lo siguiente:

“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 análisis¹⁹, 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 adecuado como estimación de la prima de riesgo de la deuda de Telefónica Móviles.”

Pues bien en su respuesta al requerimiento de información FTES comunica a esta Comisión que en el periodo entre julio de 2006 y septiembre de 2006 las cotizaciones de los CDS de France Telecom SA han oscilado entre los 30 puntos básicos y los 37 puntos básicos.

¹⁷ En las Resoluciones de esta Comisión se ha utilizado como indicador de capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras de los operadores el ratio de cobertura de deuda resultado de la división del beneficio de explotación entre los gastos financieros. Este ratio es un indicador tanto de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, como de su capacidad de lograr acceso a fuentes de financiación en condiciones favorables.

¹⁸ Según la Resolución del día 8 de junio de 2006 que se refería al cómputo del WACC del ejercicio 2006 de Telefónica Móviles España, el ratio de cobertura de la deuda de este operador en el 2005 era 10,07, ligeramente inferior al ratio de Retevisión Móvil S.A.

¹⁹ 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

Así, la CMT considera adecuado utilizar el mismo argumento que usó cuando estimó la prima de riesgo de la deuda de Telefónica de España y Telefónica Móviles España y valorar la prima de riesgo de la deuda del ejercicio 2006 de FTES en un 0,46%. Esta cifra resulta de la suma del spread medio del Bono Soberano- IRS (9,7 p.b. de media en 2005) y la cotización máxima en el último trimestre de los CDS del France Telecom S.A. (37 p.b). Se reduce así el valor de la prima por riesgo de la deuda con respecto del valor aprobado para el ejercicio 2005, un 1%.

En conclusión, la CMT valora el coste de la deuda de FTES en un 3,80%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,34%, y de la prima por riesgo del 0,46%. Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35,05%, la Comisión valora el coste de la deuda después de impuestos de FTES para el ejercicio 2006 en un 2,47%.

VI. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

FTES propone utilizar un valor del 35,15% como tipo impositivo efectivo del ejercicio 2006. Este tipo resulta de dividir el gasto por Impuesto de Sociedades del ejercicio 2005: 136,45 millones de euros entre el beneficio antes de impuestos del mismo ejercicio: 388,24 millones de euros. FTES considera que no procede hacer una media de los tipos impositivos efectivos de los últimos tres periodos dado que tras la adquisición por FTES este tipo resultará en un mejor estimador del tipo futuro que la media de ejercicios pasados.

La revisión de la documentación aportada por FTES muestra evidencia de que el método presentado para la determinación del impuesto devengado en el ejercicio 2006 se ajusta al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 9 de octubre de 1997. Esta revisión muestra que las cuantías referenciadas por el operador son acordes con las del balance de situación auditado a 31 de diciembre de 2005²⁰.

No obstante, esta Comisión propone una nueva estimación del tipo efectivo en el ejercicio 2006 del 35,05%. Esta estimación se deriva de excluir en el cálculo del tipo impositivo medio los gastos extraordinarios del ejercicio 2006 cifrados en 121,88 millones de euros. Por un lado la no inclusión de estos gastos resulta

²⁰ Existe una discrepancia de 11.542 miles de euros entre el gasto impositivo considerado por el operador y la cuantía referenciada en el balance. Estos 11.542 miles de euros son deducciones que se acreditaron a FTES en el 2004, pero que se hicieron efectivas en el 2005. Según el operador no incluir estas deducciones es razonable dado que se trata una estimación prospectiva. La CMT considera adecuada esta justificación.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

en un mayor beneficio antes de impuestos (507,91 millones de euros) pero también en un menor gasto impositivo (178,06 millones de euros).

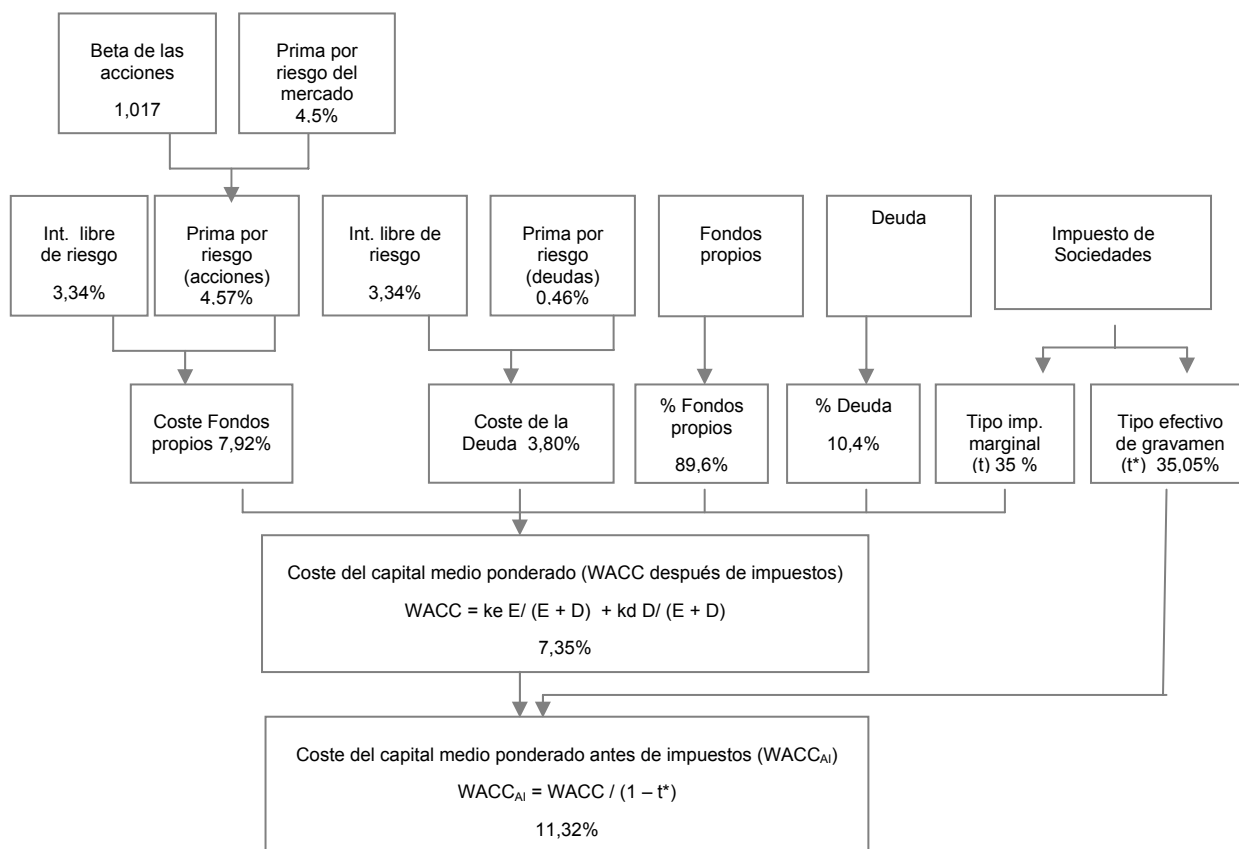
Esta Comisión considera adecuado no incluir las partidas ocasionadas por actividades extraordinarias en el cálculo del tipo impositivo medio. La razón es que es conveniente que exista consistencia entre los criterios adoptados por el Sistema de Contabilidad de Costes de FTES en la imputación de las partidas 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 último, la Comisión considera adecuada la justificación de FTES para basar su estimación del tipo efectivo de gravamen para el cómputo del WACC a aplicar en la contabilidad de costes de ejercicio 2006 tomando solamente el valor del tipo impositivo del último ejercicio. Por tanto, la Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen para la determinación del WACC de FTES del ejercicio 2006, en un 35,05%.

Por último, el siguiente gráfico presenta el resultado de la valoración de la propuesta de FTES realizada por la Comisión, incluyendo el valor de cada parámetro implicado en la determinación del WACC.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



En resumen, y como resultado de la valoración de los parámetros anteriores, la Comisión estima que FTES presentará durante el ejercicio 2007 un coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) del 7,35% y un tipo efectivo de gravamen del 35,05%.

Por tanto, se estima la tasa anual de retorno, a aplicar por FTES para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (WACC antes de impuestos), en un 11,32%.

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento DE la regulación sectorial vigente, la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos) que FTES deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 FTES, 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 servicios de la operadora en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes, y de los costes medios de los servicios.

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

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

PARAMETROS	FTES 1	FTES 2	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,99%	3,99%	3,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	5,00%	5,00%	4,50%
Beta de las acciones	1,06	1,01	1,017
Coste de los fondos propios	9,28%	9,05%	7,92%
Prima por riesgo de la deuda	1,5%	1,5%	0,46%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,5%	5,5%	3,80%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,58%	3,58%	2,47%
Ratio de fondos propios sobre valor total	91,15%	97,44%	89,6%
Ratio de deuda sobre valor total	8,85%	2,56%	10,4%
WACC después de impuestos	8,82%	8,92%	7,35%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	35,15%	35,15%	35,05%
WACC antes de impuestos	13,35%	13,74%	11,32%

Por tanto, la Comisión no ha considerado adecuado aceptar los valores propuestos por FTES, modificándolos conforme a las razones expuestas en los apartados anteriores.

Por último, el siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos) de FTES aprobada por la Comisión en sus



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa anual de retorno para el ejercicio 2006 aprobada mediante esta Resolución.

EJERCICIOS¹	2003	2004	2005	2006
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	9,31%	8,88%	8,30%	7,35%
TASA DE RETORNO	14,42%	13,01%	12,77%	11,32%

En atención a lo expuesto, esta Comisión

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por France Telecom España, S.A., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2006, del 11,32%, 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 16 de mayo de 2002.

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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