



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

D. JAIME VELÁZQUEZ VIOQUE, 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 28/03 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 15 de julio de 2003, se ha adoptado el siguiente

### **ACUERDO**

Por el que se aprueba la:

### **RESOLUCIÓN DEL RECURSO DE REPOSICIÓN INTERPUESTO POR VODAFONE ESPAÑA, S.A. CONTRA LA RESOLUCIÓN DE 8 DE MAYO DE 2003, SOBRE LA PROPUESTA DE ESTE OPERADOR DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE LOS EJERCICIOS DE 2003 Y 2004.**

En relación con el recurso potestativo de reposición interpuesto por Vodafone España, S.A. contra la Resolución de esta Comisión de 8 de mayo de 2003, recaída en el expediente AE 2003/293, relativa a la tasa anual de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes de este operador de los ejercicios 2003 y 2004, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha adoptado, en su sesión núm. 27/03 del día de la fecha, la siguiente Resolución:

Resolución de 15 de julio de 2003, recaída en el expediente AJ 2003/1005.

### **HECHOS**



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

**PRIMERO.-** Por Resolución de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) de 27 de julio de 2000 se declararon aplicables a los operadores dominantes, o que en el futuro pudieran serlo, y que estén obligados a llevar un sistema de contabilidad de costes, los “Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del Sistema de Contabilidad de costes”, aprobados por Resolución de la CMT de 15 de julio de 1999.

En el apartado 3 de los “Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del Sistema de Contabilidad de costes”, se establece:

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

**SEGUNDO.-** Por Resolución de 4 de octubre de 2001, la CMT declaró dominante a Vodafone España, S.A. (antes, Airtel Móvil, S.A.; en adelante, Vodafone) en el mercado de interconexión, señalando, en consecuencia, que este operador debería cumplir las obligaciones establecidas en los apartados 1, 6 y 7 del artículo 9 del Reglamento de Interconexión, aprobado por el Real Decreto 1651/1998, de 24 de julio. Entre esas obligaciones figura la de llevar un sistema de contabilidad de costes.

**TERCERO.-** Con fecha 17 de febrero de 2003 tuvo entrada en el Registro de la CMT escrito de Vodafone en el que solicitaba a la CMT lo siguiente:

*“Primero.- Dicte resolución sobre la aplicación de la tasa anual de retorno propuesta por Vodafone (20,58%) –en su escrito del pasado 4 de junio de 2002- en la determinación del estándar de “costes corrientes” para el ejercicio 2003 (1 de abril de 2002 – 31 de marzo de 2003).*

*Segundo.- Tenga por cumplimentada la obligación consistente en la presentación –antes del comienzo del ejercicio- de la tasa anual propuesta por mi representada (19,75%) para la determinación del estándar de “costes corrientes” para el ejercicio 2004 (1 de abril de 2003 – 31 de marzo de 2004) cuyo cálculo se presenta como anexo al presente escrito, y dicte resolución sobre su aplicación.”*

**CUARTO.-** Por Resolución de 8 de mayo de 2003, la CMT aprobó la Resolución sobre la propuesta de Vodafone relativa a la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

los ejercicios de 2003 y 2004. La Resolución de 8 de mayo de 2003 fue notificada a Vodafone el 20 de mayo de 2003.

Con fecha 30 de mayo de 2003, se certificó la existencia de un error aritmético en la Resolución aprobada, procediéndose a su rectificación. El certificado de rectificación del error aritmético fue notificado a Vodafone el 3 de junio de 2003.

Rectificado el error aritmético, la Resolución de 8 de mayo de 2003 dispone lo siguiente:

*“Primero.- Declarar utilizable para el ejercicio 2003, comprendido entre el 1 de abril de 2002 y el 31 de marzo de 2003, la Tasa de Retorno sobre los activos netos involucrados por AIRTEL MOVIL, S.A. (Vodafone), del 18%, ya aprobada en Resolución de esta Comisión de 18 de julio de 2002.*

*Segundo.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por AIRTEL MOVIL, S.A. (Vodafone), en el cálculo de los costes de producción de los servicios, durante el ejercicio 2004 comprendido entre el 1 de abril de 2003 y el 31 de marzo de 2004, fundamentada en la metodología WACC propuesta por dicha operadora del 14,18%. La tasa de retorno reseñada se aplicará de acuerdo con el Sistema de Contabilidad de Costes que esta Comisión aprobó en su Resolución del 15 de junio de 2000.”*

**QUINTO.-** Con fecha 20 de junio de 2003 ha tenido entrada en el Registro de la CMT escrito presentado por Vodafone por el que interpone recurso de reposición contra la Resolución de 8 de mayo de 2003, con base en los dos motivos siguientes:

*1.- Inadecuada valoración de la prima de riesgo del mercado de capitales:*

Con relación a este motivo de impugnación, Vodafone realiza, básicamente, las siguientes alegaciones:

- Que para llegar al valor de 4,50% que la CMT establece para la prima de riesgo, la CMT se ampara en las variaciones que la prima de riesgo experimenta en el largo plazo, así como en el error metodológico que implica mantener esa variable constante en el tiempo, pero matiza que la valoración que Vodafone hace de la prima de riesgo en un 6% *“no obedece al mantenimiento de dicha variable constante en el tiempo, sino a una serie de factores que justifican absolutamente dicho valor del 6% pese a su coincidencia con la valoración de ejercicios anteriores”*.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Que resulta *“desproporcionada e injustificada”* la valoración del 6% hecha por la CMT.
- Que *“habiendo aprobado la CMT una prima de riesgo de un 6% en los tres ejercicios fiscales precedentes, no parece razonable que para el ejercicio siguiente (2004), reduzca sustancialmente la prima hasta fijarla en el 4,5%”,* ya que en opinión de Vodafone, no ha habido mejoras en el mercado que justifiquen ese recorte de la prima de riesgo.
- Que *“La incertidumbre sigue siendo el factor principal que reina en las plazas bursátiles, y la prima que exigen los inversores para tomar posiciones en la renta variable es muy alta, como demuestra el escaso volumen de negocio habido en los principales mercados de Renta Variable”.*

Por ello, Vodafone considera pertinente *“fijar una prima de riesgo de mercado para el ejercicio 2004 superior a la del 6% presentada inicialmente”;* no obstante, aclara Vodafone que *“al disponer Vodafone de Informes que justifican dicho guarismo del 6%, y queriendo mantener una posición conservadora, decidió presentar en su escrito de 17 de febrero de 2003 una prima de riesgo de mercado del 6%”.* Concluye Vodafone señalando que *“cualquier revisión de este parámetro debería ser realizado al alza, y nunca, para este ejercicio 2004, a la baja”.*

### 2.- Injustificada valoración del parámetro Beta:

Con relación a este motivo de impugnación, Vodafone realiza, básicamente, las siguientes alegaciones:

- Que la valoración en un 1,4 que hace la CMT del parámetro Beta *“no queda en absoluto justificada”,* ya que *“no se expone en su Resolución cuáles son los argumentos que justifican su valoración en 1,4, provocando, en consecuencia, una manifiesta situación de inseguridad jurídica en mi representada”.*
- Que *“carece de fundamento el hecho de fijar el mismo valor del parámetro Beta para todas las empresas de telefonía móvil del mercado español como hacen los informes tenidos en cuenta por esa Comisión en su resolución aquí recurrida..., y como hace la propia Comisión en su resolución de 12 de junio de 2003 sobre la propuesta de Telefónica Móviles España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2003, al establecer una Beta para Telefónica Móviles España S.A. igual a 1,4 coincidiendo con la cifra establecida para mi representada”.* En esta línea, señala también que *“Vodafone España considera incongruente, a efectos de valoración de empresas, poseer una Beta igual a la de un operador, que dispone de la mayor cuota de mercado de toda Europa en su mercado nacional”.*



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Que la valoración en un 1,8 que hizo Vodafone del parámetro Beta “es apoyada por informes de valoración del banco de inversión probablemente más reconocido, como es Morgan Stanley”.
- Que Vodafone cuenta con informes en los que se puede comprobar que el parámetro Beta “oscila entre 1,4, valor asignado a las operadoras de telefonía líderes y saneadas como Telefónica Móviles... a 1,8, valor asignado a operadoras del nivel de mmO2..., pasando por otros valores como 1,55 beta asignada a todo un primer operador en un mercado tan significativo como Francia”.

Ahora bien, Vodafone matiza que “en puridad, podría decirse que durante los primeros meses del año 2003 (coincidiendo con los meses transcurridos entre el escrito de 17 de febrero, donde mi representada establecía su propuesta de tasa anual de retorno, y la resolución de esa Comisión de 8 de mayo), el Sector de las Telecomunicaciones ha experimentado una pérdida de volatilidad que podría justificar una reducción de la previsión inicial del parámetro Beta efectuada por Vodafone (1,8) que situaría dicho parámetro como mínimo en 1,6 pero en ningún caso por debajo de ese valor, tal y como dispone la CMT al establecer un valor de 1,4”. No obstante, Vodafone indica que “en aplicación del principio rebus sic standibus, mi representada se reafirma en la propuesta del parámetro Beta efectuada en su escrito de 17 de febrero de 2003 dadas las circunstancias que en ese momento presidían el Sector de las Telecomunicaciones”.

Expuestos estos dos motivos de impugnación, Vodafone solicita:

*“Primero.- Proceda a la revisión de la valoración de los parámetros Beta y Prima de riesgo del mercado de capitales realizada en su resolución de 8 de mayo de 2003 para la obtención de la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Vodafone para el ejercicio 2004 (el comprendido entre el 1 de abril de 2003 y el 31 de marzo de 2004), y resuelva conforme a la propuesta efectuada por mi representada en su escrito de 17 de febrero de 2003.*

*Segundo.- Subsidiariamente, y dada la volatilidad experimentada en los últimos meses por el Sector de las Telecomunicaciones, apruebe una tasa anual de retorno para el ejercicio 2004 aplicando una Beta de 1,6 manteniendo para el resto de los parámetros de cálculo los valores propuestos por mi representada en su escrito de 17 de febrero de 2003.”*

**SEXTO.-** Por escrito de fecha 25 de junio de 2003 fue comunicado al recurrente el inicio del correspondiente procedimiento, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 42.4 de la LRJPAC.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

A los anteriores antecedentes de hecho les son de aplicación los siguientes

### FUNDAMENTOS DE DERECHO

#### **A. Fundamentos jurídicos procedimentales.**

##### **Primero.- Competencia y plazo para resolver.**

De conformidad con lo establecido en el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LRJPAC), modificada por la Ley 4/1999, de 13 de enero, la competencia para resolver el presente recurso corresponde al Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, por ser el órgano administrativo que dictó el acto impugnado.

El presente recurso deberá ser resuelto y su resolución notificada en el plazo de un mes contado desde el día siguiente a su interposición, según lo establecido en el artículo 117.2 de la misma Ley.

##### **Segundo.- Admisión a trámite.**

El artículo 117.1 de la LRJPAC prevé que el plazo para la interposición del recurso de reposición será de un mes si el acto fuera expreso. La Resolución recurrida fue aprobada el 8 de mayo de 2003. Esta Resolución fue notificada a Vodafone el 20 de mayo de 2003.

El recurso interpuesto ha tenido entrada en el Registro de esta Comisión el 20 de junio de 2003, por lo que se estima que el recurso ha sido interpuesto dentro del plazo de un mes previsto en el artículo 117 de la LRJPAC.

De conformidad con el artículo 107.1 de la LRJPAC, los recursos de reposición que interpongan los interesados habrán de fundarse en cualquiera de los motivos de nulidad o anulabilidad previstos en los artículos 62 y 63 de esta Ley.

Del examen efectuado del contenido del recurso presentado, se puede apreciar que a lo largo del escrito no se indica la infracción o la vulneración concreta de las normas del ordenamiento jurídico en las que supuestamente hubiera incurrido la Resolución impugnada. Sin embargo, del contenido del recurso de reposición interpuesto podría apreciarse que la entidad recurrente alega de forma





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

indeterminada una supuesta infracción del ordenamiento jurídico, lo que podría entenderse como un supuesto de anulabilidad de la Resolución impugnada de conformidad con el artículo 63 de la LRJPAC.

Por ello, y con carácter general, puede concluirse que el recurso interpuesto cumple los requisitos subjetivos, objetivos y de fundamentación que se desprenden de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 107 de la LRJPAC, en la medida en que ha sido interpuesto por una entidad en la que concurre la condición de interesado, siendo su objeto una resolución administrativa y teniendo por fundamento motivos de nulidad o anulabilidad de los previstos en los artículos 62 y 63 de la misma Ley.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, procede admitir a trámite el recurso interpuesto.

### **B. Fundamentos jurídicos materiales.**

#### **Único.- Sobre los motivos de impugnación aducidos por el recurrente.**

La Resolución de 8 de mayo de 2003 recurrida declara utilizable por Vodafone una tasa de retorno del 18% para el ejercicio 2003 (que va del 1 de abril de 2002 al 31 de marzo de 2003), tasa ya aprobada en la Resolución de la CMT de 18 de julio de 2002, y, asimismo, aprueba una tasa de retorno del 14,18% para el ejercicio 2004 (que va del 1 de abril de 2003 al 31 de marzo de 2004).

El recurso de reposición interpuesto por Vodafone se refiere a la tasa anual de retorno aprobada para el ejercicio 2004.

De acuerdo con la metodología WACC, Vodafone proponía en su escrito de 17 de febrero de 2003 para el ejercicio 2004 una tasa de retorno del 19,75%, resultado de los valores que asignaba a los distintos parámetros que se utilizan para la cuantificación de la mencionada tasa de retorno.

La Resolución de 8 de mayo de 2003 acepta la valoración hecha por Vodafone de estos parámetros, a excepción de la valoración hecha para la prima de riesgo, el parámetro Beta y el coste de la deuda financiera con terceros.

Por medio del recurso interpuesto, Vodafone solicita que se proceda *“a la revisión de la valoración de los parámetros Beta y Prima de riesgo...para el ejercicio 2004, y resuelva conforme a la propuesta efectuada por mi representada en su escrito de 17 de febrero de 2003”*. Con carácter subsidiario, *“dada la volatilidad experimentada en los últimos meses por el Sector de las Telecomunicaciones”*, Vodafone solicita que



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

se apruebe *“una tasa anual de retorno para el ejercicio 2004 aplicando una Beta de 1,6, manteniendo para el resto de los parámetros de cálculo los valores propuestos por mi representada en su escrito de 17 de febrero de 2003”*.

En su recurso, Vodafone solicita, por tanto, con relación a la tasa anual de retorno para el ejercicio de 2004, que se resuelva por la CMT conforme a la propuesta hecha por este operador en su solicitud de 17 de febrero de 2003. Sin embargo, los motivos aducidos por Vodafone se refieren sólo a la valoración de la prima de riesgo y la valoración del parámetro Beta.

Nada se dice en el recurso sobre el coste de la deuda financiera con terceros (coste de los recursos ajenos), que Vodafone valoraba en un 6% y que en la Resolución recurrida se fija en un 5,5%.

Este valor del 5,5% resulta justificado, considerando el contexto actual de descenso continuado de los tipos de interés y tomando como elemento de comparación una referencia de mercado a largo plazo, como es el IRS (*Interest Rate of Swaps*) (4,5%), más el diferencial más comúnmente utilizado de un punto (1%), tal y como se señaló en la Resolución de 18 de mayo de 2003 recurrida en reposición. Por tal motivo, no resulta procedente realizar la revisión de la valoración dada a este parámetro.

En lo que se refiere a los otros dos parámetros (prima de riesgo y parámetro Beta), que se corresponden con los motivos de impugnación alegados por el recurrente, procede señalar lo siguiente:

1- Sobre la alegación relativa a la inadecuada valoración de la prima de riesgo del mercado de capitales:

En su escrito de 17 de febrero de 2003, Vodafone proponía una valoración de la prima de riesgo en un 6%. La Resolución recurrida fijó el valor de este parámetro en un 4,5%.

Vodafone considera que esa valoración es *“desproporcionada”* e *“injustificada”*.

En lo relativo al **carácter injustificado** de la valoración hecha por la CMT, ha de ponerse de manifiesto que la Resolución recurrida justifica la valoración hecha (4,5%) en diversos estudios. En este sentido, la Resolución recurrida señala expresamente: *“Artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid, en marzo del 2002, sitúan la misma en una horquilla del 2-4%. Informes publicados por Analistas Financieros Internacionales, por el contrario la estimarían en el 5,5%. Distintos Bancos*





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

*de Inversión, notoriamente Goldman Sachs y Deutsche Bank, se inclinarían por el 4%.”*

A la vista de esos estudios, la CMT consideró adecuado fijar una valoración del 4,5%. Así lo expresa la Resolución recurrida: *“Esta Comisión, después de analizar los estudios antes mencionados, que incluyen análisis de los mercados europeo y americano, considera adecuado valorar dicho parámetro en el 4,50%.”*

No puede sostener, por tanto, el recurrente que la Resolución recurrida no aporte una justificación de la valoración que realiza, ya que se citan expresamente los estudios en los que se ha basado la valoración de la prima de riesgo.

Aparte de la falta de justificación, Vodafone alega también **falta de proporcionalidad** en la valoración de la prima de riesgo. Manifiesta, en este sentido, que dispone de informes que justifican *“absolutamente”* el valor del 6%.

Sin embargo, Vodafone no identifica esos informes en su recurso (se limita a señalar que dispone de ellos), al igual que tampoco los identificó en su solicitud de 17 de febrero de 2003.

En su solicitud de 17 de febrero de 2003, Vodafone señalaba lo siguiente con relación a la prima de riesgo:

*“Para la determinación de la prima de riesgo del mercado de capitales, Airtel Móvil S.A. se ha basado en el acuerdo adoptado en la Sesión nº 22/00 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en el que se establece una prima de riesgo del mercado de capitales próxima al 6%. Para alcanzar dicho guarismo la CMT se ha basado en el informe elaborado por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid en el que se calcula la prima de riesgo del conjunto de la bolsa española durante el periodo comprendido entre 1980 y 1997. Cabe destacar que la cifra propuesta por la CMT y adoptada por Airtel Móvil S.A., se sitúa dentro del rango establecido por el Centro Internacional de Investigación Financiera (centro perteneciente al IESE) para la prima de riesgo del mercado español durante el período 1992-99.”*

Vodafone se remitía, por tanto, a la Resolución de la CMT de 15 de junio de 2000, por la que se fijaba la tasa de retorno de Telefónica de España, S.A.U. para los ejercicios de 1999 y 2000, para la cual, en relación con la determinación de la prima de riesgo, se había tomado en cuenta la opinión recabada de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, según la cual la prima de riesgo de la bolsa española había sido del 6% entre 1980 y 1997. Por lo demás, en su escrito de 17 de febrero de 2003, Vodafone señalaba que la cifra del 6% se situaba



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“dentro del rango” establecido por el Centro Internacional de Investigación Financiera.

No se ha aportado, por tanto, informe alguno por parte de Vodafone que justifique, en concreto, la cifra del 6% que recoge este operador para la prima de riesgo.

Sólo consta la remisión que realiza al estudio que refleja la Resolución de 15 de junio de 2000. Se trata de una valoración que se refiere al período 1980 a 1997. Por eso, la Resolución recurrida señala, al respecto, que *“mantener esta variable constante en el tiempo constituye un error metodológico, ya que implica que no se tienen en cuenta los cambios que suceden en los últimos años en los mercados de capitales”*, por lo que la remisión al estudio mencionado (1980 a 1997) no ampara suficientemente a Vodafone para proponer la prima de riesgo para el ejercicio de 2004.

Al margen de esta alusión a los informes que justifican una prima del riesgo del 6% -informes que, ya se ha señalado, no se identifican-, Vodafone señala también las condiciones del mercado no han sufrido mejoras que, con relación a los tres ejercicios anteriores, justifiquen el recorte de la prima de riesgo efectuado por la CMT (del 6%, para los tres ejercicios anteriores, al 4,5%), y que la incertidumbre sigue siendo el factor principal que reina en las plazas bursátiles.

Frente a estas alegaciones del recurrente, ha de señalarse que la cifra del 4,5% está justificada con relación al rendimiento medio del mercado y a la rentabilidad que tiene el activo libre de riesgo.

Ha de recordarse que la prima de riesgo se define como la diferencia esperada a largo plazo entre la rentabilidad de la inversión en bolsa y el tipo de interés del activo libre de riesgo.

Pues bien, de la diferencia entre esos dos valores resulta una cifra del 4,5%, la cual, además, como ya señaló la Resolución recurrida, resulta amparada por una serie de estudios.

En efecto, la prima de riesgo es igual al rendimiento medio del mercado menos la tasa libre de riesgo.

Para calcular la tasa libre de riesgo se utiliza la rentabilidad en el mercado primario de las Obligaciones del Estado español a 10 años. Considerando el período de abril de 2002 a abril de 2003, utilizando datos del Banco de España, se obtienen los siguientes resultados:



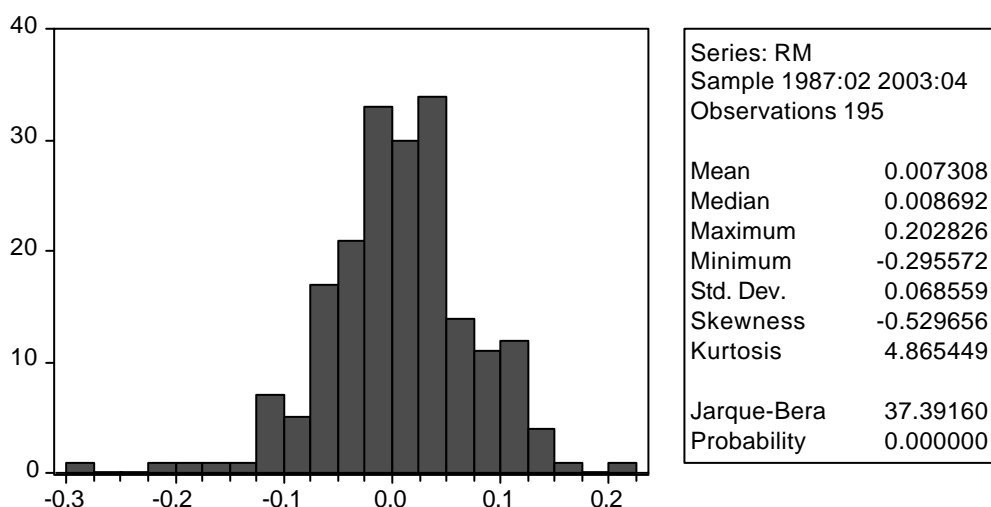
## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

	Media aritmética (%)	Media geométrica (%)
Tipo medio ponderado mensual anualizado de las Obligaciones a 10 años (abril02 –abril03)	4,7	4,6

Cabe señalar que la media geométrica es la medida de tendencia central ideal para distribuciones de valores asimétricos o no normales (como es el caso de la economía financiera), ya que origina estimaciones más conservadoras de las desviaciones que puedan originarse respecto a la distribución Normal de los rendimientos. Por este motivo, se elige este estadístico (4,6%) para realizar una estimación de la tasa libre de riesgo.

Para calcular la *tasa de rendimiento medio del mercado*, se ha considerado un promedio anualizado de una serie histórica mensual (enero de 1987 a abril de 2003) del rendimiento medio del IBEX 35 (Fuente: Banco de España). En este caso, el horizonte temporal es más amplio que el de la tasa libre de riesgo, a fin de eliminar de este modo las tendencias alcistas o bajistas del índice IBEX 35, que son mucho más acusadas que en los rendimientos de las Obligaciones a 10 años. Considerando lo anterior se obtiene un rendimiento medio del mercado de un 9,1%.

En efecto, resulta una rentabilidad media mensual del 0,7308 %:



Dado que la rentabilidad media mensual es igual a 0,7308%, la rentabilidad media anual se obtiene a partir de la siguiente ecuación:



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

$$1 + TAE = \left(1 + \frac{r_{(12)}}{12}\right)^{12} \Rightarrow 1 + TAE = (1 + 0,007308)^{12} \Rightarrow TAE = 9,1\% = \bar{r}_m$$

Resulta, por tanto, una tasa de rendimiento medio del mercado del 9,1%.

Como se ha indicado, **la prima de riesgo**, es igual al rendimiento medio del mercado menos la tasa libre de riesgo. Tomando la media geométrica para valorar la tasa libre de riesgo, se obtiene el siguiente resultado:  $(9,1\% - 4,6\%) = 4,5\%$ .

Esta cifra del 4,5% resulta amparada por diversos estudios: Artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid<sup>1</sup> sitúan la Prima de Riesgo en una horquilla del 2%-4%. Informes de Goldman Sachs y McKinsey<sup>2</sup> recogen un 4%. Analistas Financieros Internacionales se inclinaría por un 5,5%, mientras que analistas de telecomunicaciones del Deutsche Bank se inclinarían por 4,5%.

Como ya ponía de relieve la Resolución recurrida, existe una disparidad de criterios y valoraciones entre los Analistas Financieros y Economistas Académicos a la hora de valorar la prima de riesgo. En este sentido, se pueden encontrar estudios cuyas cifras concretas de valoración del parámetro oscilan entre 7/9% (Ibbotson; Brealey- Myers...) y el 1% (Jagannathan, Mehra y Prescott...).

Ahora bien, la mayoría de los analistas y expertos se sitúan en una horquilla del 3-5%, como reflejan los estudios antes mencionados. Así lo reflejan también las encuestas que MERRILL LYNCH realiza entre los Gestores Institucionales de Carteras (todos ellos grandes clientes de MERRILL LYNCH en Europa).

Una primera encuesta, realizada en febrero de 2000, en los máximos del *bull market* precedente, arrojaba una abrumadora mayoría a favor del rango 2%-4% para la Prima de Riesgo ex -ante frente a la renta fija. Con posterioridad se han realizado otras encuestas; los datos de las encuestas realizadas en los meses de Noviembre de 2001 y Febrero de 2002, son los siguientes:

---

<sup>1</sup> GÓMEZ MONTEJO, Ignacio, “La Prima de Riesgo: ni tanta ni tan baja”, Revista Bolsa de Madrid, marzo 2002.

<sup>2</sup> Goldman Sachs / McKinsey, “U.S. Communications Infrastructure: Beyond the Crossroads”, December 2002.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

PREGUNTA.- ¿ Cual cree que es la prima de riesgo adecuada para modelos de valoración de activos?

VALOR (%)	PORCENTAJE GESTORES CONSULTADOS FEBRERO 2002	PORCENTAJE GESTORES CONSULTADOS NOVIEMBRE2001
1% o menos	0	1
2%	3	2
3%	33	28
4%	27	25
5%	15	20
6%	6	5
7%	1	3
8% o más	2	2
No sabe/ No contesta	14	14
<b>Prima de riesgo global estimada</b>	<b>4%</b>	<b>4,1%</b>

(La desviación típica de este estudio es del 1,2.)

En conclusión, se observa un consenso progresivo de los analistas y expertos en el sentido de abandonar los valores extremos, que se utilizaron con anterioridad, tanto por arriba como por abajo, para situarse en una horquilla del 3-5%, en la que está comprendido el valor del 4,5% otorgado por la CMT a la prima de riesgo.

Resta por señalar que si se admitiese la prima de riesgo que propone Vodafone de un 6%, sumando a esta cantidad el 4,5% del coste del activo libre de riesgo, se estaría exigiendo una rentabilidad a las inversiones en bolsa a largo plazo de al menos el 10,5%. Pues bien, dado que la rentabilidad por dividendo se encuentra en el entorno del 2,5%, ello supondría una tasa de incremento de los dividendos del 8%, cifra que parece casi imposible, ya que sólo podría alcanzarse sobre la base de un incremento medio del PIB nominal en una cifra cercana al 8%, cuando ésta está actualmente en un 6% aproximadamente.

Se rechaza, por tanto, el primer motivo de impugnación aducido por el recurrente, puesto que la prima de riesgo valorada por la CMT en la Resolución recurrida resulta justificada y proporcionada.

### 2- Sobre la alegación relativa a la injustificada valoración del parámetro Beta:

Según Vodafone, la valoración que realiza la CMT del parámetro Beta (1,4) no está justificada en la Resolución. Vodafone también expone que el hecho de fijar



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

el mismo valor del parámetro para todas las empresas de telefonía móvil del mercado español carece de fundamento.

Señala también que la valoración recogida en su escrito de 17 de febrero de 2003 (1,8) está apoyada por informes de valoración del banco *Morgan Stanley*, aunque reconoce que durante los primeros meses del 2003 el sector de las telecomunicaciones ha experimentado una pérdida de volatilidad que podría justificar una reducción de la previsión inicial del parámetro Beta a un 1,6.

Ha de señalarse, en primer término, que el informe de valoración de Morgan Stanley a que se refiere el recurrente es el informe elaborado por esta firma sobre el operador de telefonía móvil británico mmO2, donde se recoge una Beta de 1,8. A dicho informe se remitía Vodafone en su escrito de 17 de febrero de 2003 para fundamentar su propuesta.

En relación con esta fundamentación, la Resolución de 8 de mayo de 2003 recurrida señala que la valoración de 1,8 no resultaba extrapolable al operador español, ya que los ratios de endeudamiento de la operadora británica, así como los del Grupo VODAFONE en general, son notablemente superiores a los de Vodafone España. Por tanto, el parámetro Beta de Vodafone ha de ser inferior a dicha cifra (1,8).

Señalado esto, la Resolución de 8 de mayo de 2003, se hace eco de informes como los del *Credit Suisse First Boston* del 10 de enero de 2003<sup>3</sup>, que otorga al Grupo VODAFONE una Beta del 1,1, al mismo tiempo que reduce las Betas de otras operadoras de Telefonía Móvil. Lo fundamenta señalando que las perspectivas del subsector de Telefonía Móvil son las mejores dentro del Sector de las Telecomunicaciones (se afirma que la recuperación del Sector de las Telecomunicaciones vendrá encabezada por el subsector de la Telefonía Móvil, al que se considera el más rentable y mejor posicionado de todo el sector de las Telecomunicaciones).

En esta línea, los mercados de capitales están revisando progresivamente a la baja su percepción de las inversiones en Telefonía Móvil como inversiones de alto riesgo. Se considera de forma generalizada que los mayores incrementos en el ROCE (*Return on Capital Employed*) tendrán lugar en el sector de Telefonía Móvil en los próximos años.

Por ello, el parámetro Beta otorgado a Vodafone para la contabilidad de costes del ejercicio de 2004 está justificado, en cuanto que, por una parte, las

---

<sup>3</sup> “*A year of transition. European mobile- 2003 outlook*”, Credit Suisse First Boston, 10 de enero de 2003.





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

diferencias en los ratios de endeudamiento entre mmO<sub>2</sub> y Vodafone justifican una Beta inferior para este operador, y que, por otra parte, hay estudios que sitúan la Beta del Grupo por debajo incluso de la cantidad valorada por la CMT para el operador español.

A mayor abundamiento, con relación a la alegación de Vodafone sobre la misma valoración otorgada al parámetro Beta de Vodafone España, S.A. y al parámetro Beta de Telefónica Móviles España, S.A. (*“operador, que dispone de la mayor cuota de mercado de toda Europa en su mercado nacional”*, manifiesta Vodafone) ha de señalarse que, efectivamente, la valoración de Beta correspondiente a estos dos operadores no tiene por qué coincidir necesariamente, lo cual no implica que nunca deban o puedan coincidir.

El hecho de que haya resultado para Vodafone (la Resolución recurrida) y para Telefónica Móviles España (Resolución de 12 de junio de 2003) un mismo valor del parámetro Beta, obedece a las siguientes circunstancias:

- 1- La posición de liderazgo de Telefónica Móviles España (en adelante, TME) en el mercado español, frente a la posición de segundo operador de Vodafone, sería un argumento a favor de valorar en mayor medida la Beta de Vodafone que la de TME. En cualquier caso, es errónea la afirmación de Vodafone de que TME *“dispone de la mayor cuota de mercado de toda Europa en su mercado nacional”*. A continuación, se recogen diversos datos sobre diferentes cuotas de mercado de diferentes operadoras de móviles en Europa, todos ellos mayores que la cuota de mercado de TME:

OPERADOR(*)	CUOTA DE MERCADO(%)	PAIS
TELEFÓNICA MOVILES ESPAÑA	56,1	ESPAÑA
SONERA	58,0	FINLANDIA
TELENOR	70,2	NORUEGA
EIRCELL	58,7	IRLANDA
SWISSCOM	62,5	SUIZA
(*) <i>Datos correspondientes al tercer trimestre de 2002. CSFB (10 Enero de 2003)</i>		

Ahora bien, aunque TME dispone de una mayor cuota de mercado, no existen diferencias significativas en lo que se refiere a la **imagen de marca**. El Grupo VODAFONE es la empresa líder en un mundo cada vez más globalizado en la prestación de Servicios de Telefonía Móvil. Está presente en 16 países europeos y en 28 países en todo el mundo. Esto le permite poner en práctica estrategias internacionales que pueden aportar valor a las distintas



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

subsidiarias de la compañía. Toda esta presencia internacional va acompañada de una poderosa imagen de marca.

- 2- Ha de tenerse en cuenta, además, TME ha experimentado un gran incremento en los **ratios de endeudamiento** en los últimos años.

Así se refleja para los ejercicios 2000 y 2001, según un estudio sectorial realizado para la CMT por la consultora DBK, utilizando, al respecto, datos oficiales de los estados financieros depositados en el Registro Mercantil:

OPERADORA	VALOR RATIO DE ENDEUDAMIENTO	
	2000	2001
VODAFONE ESPAÑA, S.A.	1,7	0,8
TELEFÓNICA MOVILES ESPAÑA, S.A.	2,7	4,9

En dicho estudio, como puede observarse, se cifra la ratio de endeudamiento de TME en casi cinco veces el valor de la ratio de Vodafone España.

Respecto a 2002, los datos obtenidos de la información depositada por los operadores a los efectos de la elaboración del Informe Anual correspondiente a 2002, ratifican la tendencia anterior:

	Año 2000	Año 2001	% Variación	Año 2002	% Variación
	Mill. euros	Mill. euros	2001/2000	Mill. euros	2002/2001
<b>Telefónica Móviles España, S.A.U.</b>	3.488,77	11.277,73	223,3%	11.260,89	-0,1
<b>Retevisión Móvil</b>	2.884,08	3.670,98	27,3%	3.576,25	-2,6
<b>Airtel Móvil</b>	1.669,58	1.574,00	-5,7%	904,36	-42,5
<b>TOTAL</b>	<b>8.042,43</b>	<b>16.522,71</b>	<b>105,4%</b>	<b>15.741,50</b>	<b>-4,7</b>

Se rechazan, por tanto, los dos motivos de impugnación aducidos por el recurrente en el recurso de reposición interpuesto.

Vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, esta Comisión



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### RESUELVE

**Único.-** Desestimar el recurso de reposición interpuesto por Vodafone España, S.A. contra la Resolución de esta Comisión de 8 de mayo de 2003, sobre la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003 y 2004.

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 resuelve un recurso potestativo de reposición, no puede interponerse dicho recurso de reposición. No obstante, contra la misma puede interponerse 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 1.ocho de la Ley 12/1997, de 24 de abril, de Liberalización de las 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 Velázquez Vioque

Carlos Bustelo García del Real