



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 10/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 16 de marzo de 2006, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN POR LA QUE SE RESUELVE EL RECURSO POTESTATIVO DE REPOSICIÓN INTERPUESTO POR LA ENTIDAD RETEVISION MOVIL, S.A. CONTRA LA RESOLUCION DE ESTA COMISION DE FECHA 20 DE OCTUBRE DE 2005 SOBRE LA PROPUESTA DE RETEVISION MOVIL, S.A. DE TASAS ANUALES DE RETORNO A APLICAR PARA EL COMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE LOS EJERCICIOS 2003, 2004 Y 2005. (AEM 2005/985).

En relación con el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad Retevisión Móvil, S.A. contra la Resolución de fecha 20 de octubre de 2005, sobre la propuesta de Retevisión Móvil, S.A. de tasas anuales de retorno a aplicar para el compute de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, 2004 y 2005 (AEM 2005/985), el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha adoptado, en su sesión núm. del día de la fecha, la siguiente Resolución:

Resolución de 16 de marzo de 2006, recaída en el expediente AJ 2005/1639.

HECHOS

PRIMERO.- Con fecha 20 de octubre de 2005 el Consejo de esta Comisión ha aprobado una Resolución sobre la propuesta de Retevisión Móvil, S.A. de tasas anuales de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, 2004 y 2005. En dicha Resolución se resolvió lo siguiente:

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

SEGUNDO.- Con fecha 18 de noviembre de 2005 la entidad Retevisión Móvil, S.A. (en adelante, Amena) ha interpuesto recurso potestativo de reposición contra la Resolución a la que se refiere el antecedente de hecho anterior.

En el citado recurso expone, en primer lugar, que en el procedimiento que ha dado lugar a la Resolución recurrida se ha omitido el trámite de audiencia causándole con ello una clara indefensión al no haber podido realizar las alegaciones oportunas, debiéndose consecuentemente retrotraer el expediente al momento en el que se omitió el citado trámite al haber supuesto la omisión realizada un vicio de anulabilidad previsto en el artículo 63 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LRJPAC).

Sobre la base de lo dispuesto anteriormente realiza las siguientes alegaciones:

1) Que el valor de la beta desapalancada aprobado en la Resolución impugnada corresponde a su propuesta realizada en el procedimiento que ha dado lugar a la Resolución recurrida pero sin que en ésta se hayan hecho los ajustes necesarios en relación a su menor tamaño y mayor riesgo operativo.

En este sentido considera que se debería buscar una referencia de beta desapalancada acorde a su condición que en ningún caso debería ser inferior a la que se ha adoptado para Vodafone España, S.A. (en adelante, Vodafone), “su inmediato rival”.

2) Que esta Comisión ha rechazado sin motivación alguna su argumento expuesto en torno al ajuste de la beta atendiendo al menor tamaño de Amena en comparación con Telefónica Móviles España, S.A.U. (en adelante, TME) y Vodafone, negando la evidencia recogida en multitud de referencias bibliográficas¹.

¹ Brealey y Myers, “Principles of Corporate Finance”, 4ª edición, McGraw-Hill, 1991, pág.296-297. ; Keim, “The CAPM and Equity Return Regularities”, Financial Analysts Journal, 42 19-34 (mayo-junio 1986); Informe sobre los precios de terminación en el Reino Unido, Competition Commission, diciembre de 2002.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Señala que el menor tamaño de Amena, al menos hasta la reciente adquisición de esta por France Telecom, no puede dejar de ponerse de manifiesto. A estos efectos aporta una serie de cifras relativas al sector móvil de la telefonía en España publicadas para el año 2004.

<i>Ratios económico – financieros en el mercado de telefonía móvil (2004)</i>			
	AMENA	VODAFONE	TME
Ingresos (M€)	3.130	4.565	8.232
EBITDA (M€)	1.002	1.566	4.156
ARPU/ año(€)	305	395	389
EBITDA/ cliente (€)	108	151	219
<i>Ratios económico – financieros a nivel de Grupo Económico (2004)</i>			
	AUNA	VODAFONE	TELEFÓNICA
Ingresos (M€)	4.290	34.133	30.322
EBITDA (M€)	1.140	15.846	13.215

Manifiesta que las empresas con pequeño valor de capitalización tienen un riesgo superior a las de mayor tamaño pues experimentan con mayor intensidad los ciclos económicos y presentan una mayor volatilidad en sus ingresos y que los ratios presentados en la tabla anterior atestiguan diferencias por encima del 1'3 en el ámbito móvil nacional y de un orden de magnitud en el contexto del Grupo Económico al que pertenecen, *“lo que corrobora la razonabilidad y carácter conservador de la petición realizada en el primer escrito de una prima por tamaño de al menos 1'3”*.

3) Que esta Comisión ha ignorado cualquier ajuste por riesgo operativo al considerar que existe un grado de respuesta similar de los costes variables de todos los operadores ante las variaciones de la demanda y que no existe divergencia sensible en la distribución de costes fijos y variables entre operadores.

Pone de manifiesto que tal y como se ha reflejado en la literatura², las empresas cuyos costes son en su mayoría fijos se dice que tienen un alto apalancamiento operativo, con lo que tienen mayor volatilidad en sus beneficios y betas mas elevadas.

A estos efectos y con la información disponible en el Informe Anual de esta Comisión correspondiente al año 2004 y el reparto de costes fijos y variables

² En concreto, Amena cita en sus alegaciones las referencias bibliográficas siguientes: B. Lee, “On the Association between Operating Leverage and Risk”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9: 627-642, septiembre 1974; G.N. Mandelker y S.G.Ree, “The impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19: 45-57, marzo 1984.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

reflejados en la Resolución impugnada para TME y Vodafone, se obtienen los valores del apalancamiento operativo³ que se recogen en la tabla siguiente:

	TME (1)	VODAFONE (2)	(1) + (2)	AMENA
Ventas	8.232	4.565	12.797	3.130
M. Contr.	5.524	2.892	8.415	2.275
C. Fijos	1.367	1.326	2.693	1.274
EBITDA	4.156	1.566	5.722	1.002
GAO ^a	1,33	1,85	1,47	2,27

^a Grado de Apalancamiento Operativo (GAO).

Conforme a los cálculos presentados en la tabla anterior, la recurrente manifiesta que se desprenden diferencias respecto a su riesgo operativo respecto a TME (el GAO de Amena sería un 71% superior), Vodafone (GAO de Amena un 36% superior), y TME y Vodafone (GAO de Amena un 54% superior), *“considerando el GAO como medida objetiva”*.

De acuerdo con los datos expuestos manifiesta que, si bien no existen diferencias apreciables en lo que respecta a los costes variables, en línea con su hipótesis de considerar asimilables los ratios Margen de contribución/Ingresos de los tres operadores móviles, no es cierto que la distribución entre costes fijos y variables no presente diferencias significativas. En concreto, manifiesta que *“..las diferencias advertidas en la medida del GAO tienen fiel reflejo en estructuras de costes asimismo diferenciadas y que más que justifican una prima de riesgo de 1’3..”*. En concreto, las diferencias de costes estarían dadas por un 60% de costes fijos en el caso de Amena, un 44% en el caso de Vodafone y un 34% en el caso de TME.

Por último manifiesta que no procede la referencia a la *“similitud de los despliegues”*, pues, entre otras cosas, en absoluto puede considerarse que los costes medios y marginales son similares entre los tres operadores puesto que existen marcadas diferencias entre los despliegues basados en tecnología GSM y en DCS 1800. De esta forma concluye que no puede negarse que existe una ventaja para operadores con más años en el mercado frente a los de más reciente introducción, ventaja que se traduce en las limitaciones para estos últimos de explotar las innegables economías de escala, por su menor capacidad para absorber los costes fijos, y para reducir el riesgo operativo del negocio.

4) Que manifiesta su desacuerdo sobre el grado de apalancamiento financiero que le ha sido tenido en cuenta en la Resolución recurrida y en la medida resultante del riesgo financiero.

³ La recurrente cuantifica el Grado de Apalancamiento Operativo (GAO) como el volumen de costes fijos soportados en relación con el margen de contribución obtenido.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Señala que las estructuras financieras consideradas para la determinación del WACC obedecen a realidades muy distintas, y considera que la estructura financiera de TME y Vodafone está condicionada por la pertenencia a grandes grupos empresariales y obedece más a criterios establecidos por la matriz que a criterios de riesgo financiero de las entidades consideradas individualmente.

Manifiesta que la valoración de una empresa no cotizada en bolsa debe considerar su estructura financiera óptima y no su estructura financiera actual y añade que la estructura financiera de una empresa en un momento determinado *“refleja un estado necesariamente inestable que progresivamente se irá adecuando para acercarse a la estructura óptima”*. Asimismo, señala que *“el lugar más seguro de una empresa es estar cerca de las medias del sector”*. En este sentido manifiesta que se ha reducido progresivamente el nivel de su deuda, y con ello el apalancamiento financiero, al igual que las empresas del sector, aunque su ratio de endeudamiento no se sitúa en un nivel óptimo pues presenta diferencias de tres y siete veces respecto a la media del mercado en los años 2004 y 2005 respectivamente.

5) Que esta Comisión, de acuerdo con la información que ellos mismos aportaron, ha considerado a Amena por un valor de 9.392 millones de euros (resultante de las valoraciones realizadas por entidades financieras independientes del Grupo Auna utilizando la técnica de la suma de las partes) sin tener en cuenta el cambio sustancial que ha producido la adquisición por el grupo France Telecom de la recurrente por un valor de 10.600 millones de euros *“hecho reconocido en la Resolución que se recurre pero que no ha sido tenido en cuenta, aún cuando la referencia es una referencia real e incuestionable del valor de mercado de Amena”*.

6) Que estima procedente que se reconsideren los valores de prima por riesgo de la deuda de 1'55% para el ejercicio 2003, 1'88% para el ejercicio 2004 y de 1'54% para el ejercicio 2005 en sustitución del 1% que presenta esta Comisión en la Resolución impugnada al reflejar de un modo más exacto la percepción del riesgo para Amena.

Señala que el coste de la deuda es el tipo de interés de mercado que la empresa tiene que pagar por su deuda, corregida por el ahorro fiscal que producen los intereses. Manifiesta que si bien es cierto que el coste de la deuda no tiene por qué ser el tipo de interés al que la empresa obtuvo la deuda que aparece en su balance, no puede cuestionarse que los gastos financieros contabilizados en los años 2003 y 2004 y presupuestados para el año 2005 no se corresponden con valores de mercado.

Manifiesta que informó a esta Comisión de que el diferencial de deuda a largo plazo era de un 1% pero que dicho diferencial no recogía otra serie de costes



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

como el alta, cancelación, etc., que son considerados por las entidades financieras como retribución al riesgo asumido por ellas.

7) Que el resultado final de los valores de WACC aprobados en la Resolución impugnada es una clara prueba de lo erróneo de las “hipótesis” utilizadas al resultar, fuera de toda lógica económica el WACC para Amena en los años 2004 y 2005 inferior al de Vodafone (sea antes o después de impuestos) e incluso inferior al WACC de TME en el año 2004 (antes de impuestos) y que es la referencia relevante a utilizar en la contabilidad de costes.

	WACC		WACC _{AI} ^a	
	2004	2005	2004	2005
TME	8,78%	8,22%	13,26%	12,49%
VOD	9,31%	8,70%	14,01%	13,29%
AMENA	8,88%	8,30%	13,01%	12,77%

^a WACC antes de impuestos.

En este sentido manifiesta que, dado que el WACC es el parámetro que mide el riesgo de una inversión empresarial parece poco probable que el riesgo asumido al invertir en Amena sea inferior al de invertir en sus competidores.

A los anteriores hechos le son de aplicación los siguientes

FUNDAMENTOS DE DERECHO

I.- Fundamentos jurídicos procedimentales.

Primero.- Calificación del escrito.

El artículo 107 de la LRJPAC establece que contra las resoluciones, entre otros actos, podrán interponerse por los interesados los recursos de alzada y potestativo de reposición, que cabrá fundar en cualesquiera de los motivos de nulidad o anulabilidad previstos en los artículos 62 y 63 de dicha Ley.

La recurrente califica expresamente su escrito con fecha de entrada en esta Comisión de 18 de noviembre de 2005, como recurso de reposición, por lo que teniendo en cuenta lo anterior y que las Resoluciones de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ponen fin a la vía administrativa procede, a tenor de lo establecido en el artículo 116 de la LRJPAC, que prevé que los actos administrativos que pongan fin a la vía administrativa podrán ser recurridos potestativamente en reposición ante el mismo órgano que los hubiera dictado, calificar al escrito presentado como un recurso potestativo de reposición interpuesto contra la Resolución de esta Comisión de fecha de 20 de octubre de 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Segundo.- Admisión a trámite.

El recurso de reposición ha sido interpuesto cumpliendo con los requisitos de forma establecidos en el artículo 110.1 de la LRJPAC.

Asimismo, se ha interpuesto dentro del plazo de un mes previsto en el artículo 117 de la misma Ley, por lo que, teniendo en cuenta lo anterior, procede admitirlo a trámite.

Tercero.- Competencia y plazo para resolver.

La competencia para resolver el presente recurso corresponde, de conformidad con lo establecido en el artículo 116 de la LRJPAC, 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 y, siempre teniendo en cuenta las posibles suspensiones que afecten al transcurso del plazo máximo.

Cuarto.- Legitimación de la entidad recurrente.

El artículo 107 de la LRJPAC requiere la condición de interesado para estar legitimado en la interposición de los recursos de alzada y potestativo de reposición. La entidad recurrente ostenta la condición de interesada por cuanto que ya lo era en el procedimiento que dio como resultado la resolución objeto de impugnación. En atención a lo anterior se reconoce legitimación activa a la recurrente para la interposición del presente recurso potestativo de reposición.

II.- Fundamentos jurídicos materiales.

Primero.- Sobre la omisión del trámite de audiencia.

La recurrente manifiesta que al haberse omitido el trámite de audiencia en el procedimiento que ha dado lugar a la Resolución impugnada se le ha producido indefensión al no haber podido realizar las alegaciones oportunas debiéndose consecuentemente retrotraer el expediente al momento en el que se omitió el citado trámite al haber supuesto la omisión realizada un vicio de anulabilidad previsto en el artículo 63 de la LRJPAC.

A este respecto es preciso señalar que el procedimiento se inicia a partir de la propuesta realizada por la recurrente de las tasas de retorno a aplicar en las contabilidades correspondientes a los ejercicios 2003, 2004 y 2005, lo que Amena hizo con fecha 28 de junio de 2005.

Tal y como resulta de la relación de hechos contenida en la Resolución recurrida Amena aportó, a requerimiento de esta Comisión, la información, documentos y



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

argumentación relativa a la justificación de los parámetros aplicados en su propuesta a partir de los cuales la Comisión ha realizado la valoración de las tasas de retorno a aplicar sin que se hayan tenido en cuenta para ello, hechos o datos distintos de los aportados por la propia Amena que exigieran de un trámite específico de audiencia. Por tanto, se ha cumplido con la previsión del art. 84.4 de la LRJPAC, que permite prescindir del trámite de audiencia cuando no figuren otros hechos, documentos o alegaciones que los manifestados por el interesado, circunstancia que concurre en este caso, con independencia de que la valoración de dichos hechos y las conclusiones que esta Comisión adopta sean distintas de las pretendidas por el recurrente.

Sin perjuicio de lo anterior, y frente a lo alegado por la recurrente procede traer a colación lo manifestado por el Tribunal Supremo en su Sentencia de fecha 11 de julio de 2003, recaída en recurso de casación para la unificación de doctrina (RJ 2003/5433):

“...es claro que a la ausencia del trámite de audiencia le es de aplicación de manera muy directa la previsión del apartado 2 del artículo 63 de la Ley 30/1992, que establece la anulabilidad de un acto administrativo por defecto de forma cuando éste dé lugar a la indefensión del interesado... Ahora bien, esa indefensión no equivale a la propia falta del trámite, sino que ha de ser real y efectiva, esto es, para que exista indefensión determinante de la anulabilidad del acto es preciso que el afectado se haya visto imposibilitado de aducir en apoyo de sus intereses cuantas razones de hecho y de derecho pueda considerar pertinentes para ello.

Así pues,..., no se produce dicha indefensión material y efectiva cuando, pese a la falta del trámite de audiencia previo a la adopción de un acto administrativo, el interesado ha podido alegar y aportar cuanto ha estimado oportuno. Tal oportunidad de defensa se ha podido producir en el propio procedimiento administrativo que condujo al acto, pese a la ausencia formal de un trámite de audiencia convocado como tal por la Administración; asimismo, el afectado puede contar con la ocasión de ejercer la defensa de sus intereses cuando existe un recurso administrativo posterior; y en último término, esta posibilidad de plena alegación de hechos y de razones jurídicas y consiguiente evitación de la indefensión se puede dar ya ante la jurisdicción contencioso-administrativa ...

Lo anterior tampoco supone que la simple existencia de recurso administrativo o jurisdiccional posterior subsane de manera automática la falta de audiencia anterior al acto administrativo, puesto que las circunstancias específicas de cada caso pueden determinar que estos recursos no hayan posibilitado, por la razón que sea, dicha defensa eficaz de los intereses del ciudadano afectado, lo que habría de determinar en última instancia la nulidad de aquel acto por haberse producido una indefensión real y efectiva determinante de nulidad...”

En atención a lo anterior procede desestimar la alegación de la recurrente al no resultar necesario el trámite adicional de audiencia, y por no haberse producido



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

la invocada indefensión material, real y efectiva, ya que el hecho de haberse omitido el trámite de audiencia no ha supuesto que la recurrente no haya podido exponer cuantas razones de hecho y de derecho ha estimado oportunas, tal y como han sido puestas de manifiesto en el recurso interpuesto, que ponen de manifiesto que el recurrente tiene pleno conocimiento del procedimiento y de la resolución adoptada, y ha podido invocar lo que a su derecho le ha interesado.

Segundo.- Sobre su disconformidad con la beta desapalancada aprobada por esta Comisión.

Amena manifiesta que en la beta desapalancada aprobada en la Resolución recurrida no se han hecho los ajustes necesarios derivados de su menor tamaño y mayor riesgo operativo, por lo que considera que se debería buscar una referencia de beta desapalancada afín a su condición y en ningún caso inferior a la adoptada para Vodafone.

En primer lugar, respecto al valor de la beta desapalancada aprobada por esta Comisión procede recordar que, el método utilizado por la recurrente para estimar el valor de su parámetro beta en la propuesta de tasas anuales de retorno realizada en el marco del expediente que ha dado lugar a la Resolución de 20 de octubre de 2005, consistía en determinar la beta desapalancada media aprobada por esta Comisión para TME y Vodafone para ajustarla posteriormente mediante la introducción de ajustes por riesgo operativo y financiero (beta ajustada y apalancada I), y para reflejar el menor tamaño de Amena respecto a TME y Vodafone (beta ajustada y apalancada II).

Pues bien, en lo referente a la utilización de la beta desapalancada media de TME y Vodafone, aceptado por esta Comisión en la Resolución citada, debe señalarse que responde a una técnica para la estimación del parámetro beta de empresas no cotizadas en los mercados de valores ampliamente utilizado en la práctica financiera, cuya racionalidad responde a la imposibilidad de obtener un estimador del parámetro beta mediante la utilización de los datos de precios y rendimientos de las acciones. Sin embargo, los ajustes a los que alude la recurrente, tal y como se argumentará en los fundamentos siguientes, tienen una difícil justificación, motivo por el cual fueron rechazados por esta Comisión en la Resolución impugnada.

En segundo lugar, respecto a lo manifestado por la recurrente en relación a que en ningún caso su valor de beta desapalancada debe ser inferior a la aprobada para Vodafone procede poner de manifiesto que, por una parte, tal y como se señaló anteriormente, los valores para las betas desapalancadas resultaron de la metodología utilizada por el operador, el cual utilizó la beta desapalancada media de TME y Vodafone como estimador de la beta desapalancada de Amena y por otra que, si se analizan las betas apalancadas aprobadas por esta Comisión para TME, Vodafone y Amena, el resultado es que los valores de los



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

parámetros beta aprobados por esta Comisión para la recurrente fueron superiores a los valores aprobados para TME y Vodafone, tal y como se refleja en la siguiente tabla:

	2003	2004	2005
Telefónica Móviles	1,40	1,18	1,16
Vodafone	1,40	1,18	1,16
Amena	1,40	1,24	1,22

A la vista de lo anterior, deben desestimarse las alegaciones vertidas en relación con este motivo de impugnación.

Tercero.- Sobre el ajuste por tamaño de la empresa.

La recurrente manifiesta que esta Comisión ha rechazado sin motivación alguna su argumento expuesto en relación con el ajuste de la beta debido a su menor tamaño respecto a TME y Vodafone, negando las evidencias al respecto recogida en numerosas referencias bibliográficas.

Asimismo manifiesta que conforme a las cifras publicadas para el año 2004, las diferencias en su tamaño respecto a TME y Vodafone son notables tanto si se consideran sus ratios económicos-financieros en el mercado de telefonía móvil como si se consideran los grupos económicos a los que pertenecen los tres operadores.

Por último señala que las empresas con un pequeño valor de capitalización tienen un riesgo superior a las de mayor tamaño pues experimentan con mayor intensidad los ciclos económicos y presentan una mayor volatilidad en sus ingresos y que los ratios presentados en la tabla expuesta en el apartado segundo del antecedente de hecho Segundo de esta Resolución atestiguan diferencias por encima del 1'3, *“lo que corrobora la razonabilidad y carácter conservador de la petición realizada en el primer escrito de una prima por tamaño de al menos 1'3”*.

Frente a las alegaciones de la recurrente, procede poner de manifiesto, en primer lugar, que esta Comisión no niega en ningún momento la evidencia sobre el efecto del tamaño sobre la rentabilidad y el riesgo que proporcionan las referencias bibliográficas al respecto. En concreto, desde los estudios iniciales sobre el efecto del tamaño presentados, por ejemplo, por Rolf W. Banz⁴, la relación entre el tamaño y el riesgo ha sido objeto de un largo debate

⁴ Banz, Rolf W. "The relationship between return and market value of common stocks", *Journal of Financial Economics*, Volume 9, Issue 1, March 1981, pp. 3-18. Los resultados empíricos sobre el efecto del tamaño en la rentabilidad han sido tradicionalmente considerados por la literatura financiera como una "anomalía" en la valoración de activos.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

académico encaminado a identificar⁵ y a explicar⁶ el efecto del tamaño sobre la rentabilidad y el riesgo de los activos financieros. Sin embargo, debe destacarse que la literatura financiera especializada no ha proporcionado una evidencia concluyente sobre la relación entre el tamaño y el riesgo que permita afirmar que el tamaño deba considerarse como un factor adicional de riesgo, no considerado por el CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, para la valoración de activos financieros⁸.

En este sentido debe recordarse la opinión del 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 electrónicas⁹, manifestaba que el CAPM es una metodología bien establecida con amplio consenso entre las Autoridades Nacionales de regulación (ANR's). Además, la Posición Común del ERG que proporciona las Guías para la Implementación de la Recomendación de la Comisión C (2005) 3480 sobre Separación Contable y Sistemas de Contabilidad de Costes bajo el Marco Regulatorio de

⁵ Fama, E. y K. French (1992) constataron el efecto del tamaño sobre el rendimiento y el riesgo en los mercados estadounidenses de capitales en un contraste empírico con gran influencia en la literatura, y encontraron una relación inversa estadísticamente significativa entre el tamaño y los rendimientos medios. Ver Fama, E. y K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Returns", *Journal of Finance*, 47, pp.427-465.

⁶ Fama, E. y K. French (1993, 1996) explicaron que el efecto del tamaño sobre el rendimiento es debido a que el tamaño es una aproximación a otras fuentes de riesgo que influyen sobre la rentabilidad de los activos, pero que no son directamente observables. Ver por ejemplo Fama, E. y K. French (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, pp.3-56. La explicación proporcionada por Fama y French para el efecto del tamaño sobre la rentabilidad supone la utilización de un modelo con tres factores de riesgo, que incluyen además del riesgo de mercado identificado por el CAPM dos factores adicionales, aproximados por carteras de activos que replican el riesgo de las acciones de empresas con baja capitalización bursátil respecto de las acciones de empresas con alta capitalización y el riesgo de las acciones de empresas con mayor cociente Valor Contable/ Valor de Mercado respecto de las de empresas con menor cociente Valor Contable/ Valor de Mercado. No obstante, estas explicaciones de Fama y French han sido criticadas posteriormente, por ejemplo en un trabajo de Jagannathan y Wang (1996) de relevancia en la literatura financiera, que presenta evidencia relevante sobre el origen de la relación entre el tamaño y la rentabilidad. Ver Jagannathan y Wang (1996), "The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns", *Journal of Finance*, 51, pp.3-53.

⁷ Procedimiento de cálculo del WACC para la determinación del coste de los fondos propios.

⁸ A este respecto, las opiniones de algunos expertos, tales como los profesores Jose M. Marín y Gonzalo Rubio, son considerar que los modelos que emplean las variables de los activos relacionadas con el tamaño (capitalización y Valor Contable/ Valor de Mercado) en un contexto multifactorial de valoración de activos no tienen validez explicativa, y que el efecto del tamaño no deba considerarse como una "anomalía" que no pueda explicarse por modelos como el CAPM. Una discusión de la capacidad de los modelos de valoración de activos para explicar el efecto del tamaño y otras "anomalías" se presenta en el trabajo de Wright, S., R. Mason y D. Miles (2003) "A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K.", informe realizado para los entes reguladores del Reino Unido. En este sentido, los autores anteriores afirman que no existe un sucesor claro al CAPM para la estimación del coste de capital en la práctica.

⁹ Documento ERG (04) 34.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

comunicaciones electrónicas¹⁰ estableció que el CAPM, cuando fuese adoptado por las ANR's, proporcionaría el coste de los fondos propios mediante la aplicación del parámetro beta a la prima por riesgo de mercado, es decir, mediante la consideración de un único factor de riesgo.

De manera que, debido a lo dispuesto anteriormente, la Resolución impugnada no consideró adecuado realizar un ajuste por tamaño a la beta apalancada de Amena, respetando los resultados de la evaluación del coste del capital propio proporcionados por la metodología del CAPM utilizada por esta Comisión para la determinación del coste del capital.

En segundo lugar, respecto a la medición del tamaño relativo de la recurrente respecto de TME y Vodafone, debe señalarse que la variable generalmente utilizada en la literatura financiera especializada para la medición del tamaño, y para la determinación de sus efectos sobre la rentabilidad y el riesgo, es la cifra de capitalización bursátil, complementada habitualmente por el cociente del Valor Contable sobre el Valor de Mercado¹¹. En este sentido, aunque debe reconocerse el efecto de las variables presentadas por Amena sobre el valor de mercado de los operadores de telefonía móvil, debe reconocerse también que existen otras variables que influyen sobre dicho valor de mercado, tales como los resultados impositivos, los planes de inversión previstos por los operadores, o las expectativas de crecimiento futuro, de forma que la sustitución del valor de mercado por los valores de los ingresos, del EBITDA, o de los ratios por cliente (ARPU o EBITDA/cliente) pueda proporcionar resultados sesgados.

Por otra parte, es necesario considerar que la evaluación de los estudios empíricos del efecto del tamaño sobre la rentabilidad y el riesgo no resulta de la comparación del valor obtenido para cierta empresa (en términos absolutos) con el valor obtenido para sus competidores (también en términos absolutos), sino que por el contrario resulta de la evaluación del tamaño de todas las empresas existentes en el mercado y de su agrupación posterior en categorías, de forma que aún cuando dos empresas competidoras presenten capitalizaciones distintas es posible que estén incluidas en un mismo grupo conforme a la distribución de la capitalización que exista en el mercado bursátil.

Por último, procede poner de manifiesto que la recurrente no especifica el motivo por el que las diferencias superiores al 1'3 en las variables incluidas en la tabla expuesta suponen que el riesgo sistemático deba incrementarse en una cantidad equivalente conforme a una relación lineal entre la beta y dichas variables. Esto es, como se ha expuesto anteriormente, la inclusión de la variable del tamaño empresarial como factor de riesgo requiere especificar un modelo de valoración de activos que incluya dicho factor, como es el caso de

¹⁰ Documento ERG (05) 29.

¹¹ Por otra parte, debe destacarse que el tamaño relevante es el tamaño de la empresa cuyo riesgo se está evaluando, y no el del grupo empresarial al que pertenezca, debido a las diferencias que puedan existir entre el riesgo de mercado de dicha empresa y el riesgo de mercado del grupo al que pertenece.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

los modelos con tres factores de riesgo de Fama y French, presentes en la literatura y utilizados en la práctica financiera, y que presentan las dificultades que también se han mencionado anteriormente. En este sentido, si se utilizase una especificación multifactorial de este tipo, se requeriría especificar el factor de riesgo asociado al tamaño (considerado habitualmente como el rendimiento diferencial de una cartera de acciones de empresas con pequeño tamaño respecto a una cartera de acciones de empresas con gran tamaño) y estimar la exposición de Amena a dicho factor, cuestiones que no han sido consideradas en las alegaciones de la recurrente.

Se han de rechazar por tanto, las alegaciones vertidas en relación con el presente motivo de impugnación.

Cuarto.- Sobre el apalancamiento operativo.

En primer lugar, la recurrente estima que existen evidencias extensamente reflejadas en la literatura respecto al apalancamiento operativo que se deriva de los costes fijos, y a la mayor volatilidad en los beneficios y al mayor valor de las betas de las empresas con mayor nivel de apalancamiento operativo. Además manifiesta que como resultado de la información disponible en el Informe anual de esta Comisión correspondiente al año 2004, y el reparto de costes fijos y variables reflejados en la Resolución de 20 de octubre de 2005 para TME y Vodafone, se obtienen los valores del apalancamiento operativo que se recogen en la tabla expuesta en el apartado tercero del antecedente de hecho segundo de esta Resolución.

La recurrente señala que de los datos expuestos en la tabla aportada se desprenden diferencias respecto al riesgo operativo de Amena respecto a Telefónica Móviles (el GAO de Amena sería un 71% superior), Vodafone (GAO de Amena un 36% superior), y Telefónica Móviles y Vodafone (GAO de Amena un 54% superior), *“considerando el GAO como medida objetiva”*.

Respecto a lo manifestado por la recurrente procede señalar que las cifras obtenidas para la comparación proceden de la contabilidad financiera y no de la contabilidad de costes de la recurrente, sujeta a verificación, motivo por el cual los datos no pueden considerarse concluyentes.

Además, para el cálculo del GAO de TME y Vodafone son necesarios los datos de margen de contribución de ambas empresas, datos que no se pueden encontrar en fuentes de información pública. Es por ello que en el escrito inicial de la recurrente sobre este asunto remitido a esta Comisión en fecha 28 de junio de 2005, la recurrente estimaba estos márgenes para el 2003 conforme a una hipótesis y tomando datos referentes a su propio negocio.

En particular, para calcular el margen de contribución de TME, Amena suponía que el cociente entre el margen de contribución y las ventas de TME coincidía



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

con el mismo cociente para Amena, conocido por la misma. Una hipótesis similar permitía a Amena calcular el margen de Vodafone. Sin embargo, *a priori* no existe ninguna justificación económica para que estas hipótesis de igualdad de cocientes se den en la realidad y la recurrente tampoco ha aportado evidencia alguna que sugiera que en este caso particular existan circunstancias especiales que confirmen este supuesto. Es por ello que se considera que este cálculo de GAO no es adecuado y que el ajuste por apalancamiento operativo de Amena es injustificado.

En el recurso objeto de la presente Resolución, Amena también aporta datos de márgenes de contribución para TME y Vodafone para el año 2004. Estos datos se utilizan para el cálculo del GAO de los operadores. La recurrente manifiesta que los datos de márgenes resultan de informaciones disponibles en el Informe Anual de esta Comisión para el año 2004, sin embargo el citado informe carece de datos de margen de contribución para TME, Vodafone o la propia Amena. Se constata asimismo que los datos propuestos por la recurrente en el recurso interpuesto no concuerdan con la hipótesis de igualdad de cocientes que se usó para estos cálculos con anterioridad. La recurrente no explica como obtuvo estos márgenes, bien sea explicando su origen bien sea determinando si se obtuvieron mediante algún cálculo con supuestos asociados. Por lo que, sin tener esta información es imposible evaluar la certeza o bondad de los márgenes propuestos, y no se pueden justificar ajustes en la beta.

En segundo lugar, la recurrente manifiesta que pese a la teoría y a las cifras expuestas en la tabla de referencia, esta Comisión ignora en la Resolución recurrida cualquier ajuste por riesgo operativo considerando que existe una respuesta similar de los costes variables de los tres operadores a las variaciones en la demanda y que no existe divergencia sensible en la distribución de costes fijos y variables entre operadores. A este respecto la recurrente manifiesta que si bien no existen diferencias apreciables en los costes variables, no es cierto que la distribución entre costes fijos y variables no presente diferencias significativas. En concreto, Amena manifiesta que “*..las diferencias advertidas en la medida del GAO tienen fiel reflejo en estructuras de costes asimismo diferenciadas y que más que justifican una prima de riesgo de 1’3..*”. En concreto, las diferencias de costes estarían dadas por un 60% de costes fijos en el caso de Amena, un 44% en el caso de Vodafone, y un 34% en el caso de Telefónica Móviles.

Pues bien, respecto a lo señalado en el párrafo anterior, procede poner de manifiesto que los resultados de la verificación de la contabilidad de costes del operador todavía no están disponibles, de forma que cualquier dato respecto a la distribución de los costes de la recurrente entre costes fijos y variables debe considerarse como resultado de estimaciones que deberán verificarse en el futuro. Por lo que, sin conocer con exactitud el reparto de los costes de Amena,



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

no procede establecer ninguna conclusión sobre el apalancamiento operativo de la recurrente.

Por último, la recurrente manifiesta que no procede la referencia a la “*similitud de los despliegues*”, pues, entre otras cosas, en absoluto puede considerarse que los costes medios y marginales son similares entre los tres operadores puesto que existen marcadas diferencias entre los despliegues basados en tecnología GSM y en DCS 1800, diferencias que Amena manifiesta han sido reconocidas por esta Comisión en la Resolución de 29 de septiembre de 2005 correspondiente a los precios de terminación en red de Amena¹². De este modo concluye sus alegaciones respecto al apalancamiento operativo considerando que no puede negarse que existe una ventaja para operadores con más años en el mercado frente a los de más reciente introducción, y que se traduce en las limitaciones de estos últimos para explotar las economías de escala, para absorber los costes fijos, y para reducir el riesgo operativo del negocio.

Respecto a lo alegado por la recurrente debe ponerse de manifiesto la dificultad de establecer *a priori* el efecto sobre el apalancamiento operativo de la escala de las operaciones debido a que dicho aumento en la escala tiende a elevar tanto los costes fijos como los variables, motivo por el cual el resultado final dependerá tanto de la reacción de las funciones al volumen de servicios prestados por el operador, como a dicho volumen de servicios. Por otro lado, debe ponerse de manifiesto que la estimación del apalancamiento operativo de los operadores es un proceso que considera todos sus costes, mientras que el proceso de formación de los costes de terminación en la red de Amena al que el operador hace referencia en sus alegaciones es resultado de la imputación de los costes a los servicios de interconexión, motivo por el que sus resultados no son extrapolables al resto de la estructura de costes del operador.

Se han de rechazar por tanto, las alegaciones vertidas en relación con el presente motivo de impugnación.

Quinto.- Sobre el apalancamiento financiero.

La recurrente manifiesta su desacuerdo sobre el grado de apalancamiento financiero aprobado por esta Comisión en la Resolución impugnada e insiste en los argumentos presentados en su propuesta de tasa de retorno, considerando adecuada y razonable la propuesta de estructura financiera. Manifiesta que las estructuras financieras consideradas para la determinación del WACC obedecen a realidades muy distintas, y considera que la estructura financiera de TME y Vodafone está condicionada por la pertenencia a grandes grupos empresariales y obedece más a criterios establecidos por la matriz que a criterios de riesgo financiero de las entidades consideradas individualmente.

¹² Resolución por la que se fijan transitoriamente los precios de interconexión de terminación en la red de Retevisión Móvil, S.A.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Asimismo manifiesta que la valoración de una empresa no cotizada en bolsa debe considerar su estructura financiera óptima y no su estructura financiera actual, añadiendo que la estructura financiera de una empresa en un momento determinado *“refleja un estado necesariamente inestable que progresivamente se irá adecuando para acercarse a la estructura óptima”*. Manifiesta que *“el lugar más seguro de una empresa es estar cerca de las medias del sector”*. En este sentido, señala que ha reducido progresivamente el nivel de su deuda, y con ello el apalancamiento financiero, al igual que las empresas del sector, aunque su ratio de endeudamiento no se sitúe en un nivel óptimo pues presenta diferencias de tres y siete veces respecto a la media del mercado en los años 2004 y 2005 respectivamente.

Respecto a lo manifestado por la recurrente debe señalarse en primer lugar que, el apalancamiento financiero aprobado en la Resolución de 20 de octubre de 2005 corresponde a la valoración de sus fondos propios y de sus deudas financieras conforme a la información aportada por la misma. En este sentido, la valoración del apalancamiento financiero de la recurrente aprobado por esta Comisión para los ejercicios 2003, 2004 y 2005, consideró la valoración de la empresa realizada por entidades financieras independientes aportadas por la recurrente, así como el valor de la cartera de deudas financieras de Amena aprobada en el seno del expediente que dio lugar a la Resolución recurrida cuyo desglose se presentó en la Resolución de referencia.

Por otro lado, debe recordarse que el objeto del procedimiento administrativo que dio lugar a la Resolución recurrida, fue valorar las tasas de retorno de Retevisión Móvil, S.A., para su aplicación en cómputo de los costes de capital de la Contabilidad de Costes de los ejercicios 2003, 2004 y 2005, y no la valoración de la estructura financiera de Telefónica Móviles o Vodafone. Considerando esta realidad, debe destacarse que el criterio utilizado por esta Comisión para la evaluación de la estructura financiera de los tres operadores de telefonía móvil ha sido el mismo en todos los casos, es decir, ha respondido a la valoración a precios de mercado de la estructura financiera real de cada operador conforme a las recomendaciones establecidas por la Comisión Europea en materia de separación contable y contabilidad de costes y a las prácticas financieras habituales utilizadas en la valoración de empresas. Ha de tenerse en cuenta que dicha estructura financiera está influida por la pertenencia de los operadores a grupos empresariales, así como por la existencia de políticas financieras centralizadas en el seno del grupo de sociedades correspondiente. En este sentido debe ponerse de manifiesto que ya en la Resolución recurrida se puso de manifiesto que *“la pertenencia de Amena al grupo Auna le ha proporcionado la capacidad de recibir garantías por parte del grupo y beneficiarse de políticas financieras centralizadas”*.

En segundo lugar, respecto a lo expuesto por la recurrente en relación a que una empresa no cotizada en bolsa debe considerar su estructura financiera óptima y no su estructura financiera actual procede poner de manifiesto que es



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

posible realizar la valoración de una empresa para la determinación de su coste de capital, sea o no una empresa con acciones cotizadas en los mercados bursátiles, tanto considerando su estructura financiera óptima como su estructura financiera real, siempre que se resuelvan los problemas técnicos correspondientes a la determinación de la composición óptima de los fondos utilizados por la empresa en la financiación de sus actividades, ampliamente reconocidos por la literatura financiera¹³. A este respecto, el criterio utilizado por esta Comisión para la valoración de la estructura financiera de los operadores en la determinación de su coste de capital es la valoración, a precios de mercado, de su estructura financiera real, con el objetivo de determinar el coste de capital en que incurre cada operador, criterio que es coherente con las recomendaciones de la Comisión Europea en materia de separación contable y contabilidad de costes consideradas por esta Comisión en la determinación de las tasas anuales de retorno de los operadores.

Además, respecto al proceso de ajuste de la estructura financiera real a la estructura financiera óptima, debe resaltarse que el procedimiento de adecuación progresiva señalado por la recurrente en sus alegaciones no es el único existente, motivo por el que no es posible descartar en un principio que como resultado de decisiones empresariales, operaciones de reestructuración financiera modifiquen con rapidez la estructura financiera real de una empresa para aproximarla o alejarla tanto a su estructura óptima como a la estructura media del sector que desarrolla su objeto social.

Por último, en cuanto a la reducción en el endeudamiento de la recurrente procede poner de manifiesto que esta Comisión ya recogió dicha reducción en la Resolución recurrida, como pone de manifiesto los ratios de estructura financiera de Amena aprobados en dicha Resolución y que se recogen en la siguiente tabla:

	2003	2004	2005
Ratio de fondos propios sobre valor total	79,39%	86,17%	87,95%
Ratio de deuda sobre valor total	20,61%	13,83%	12,05%
Apalancamiento financiero ^a	25,97%	16,05%	13,70%

^a Ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado.

¹³ La identificación de la estructura financiera óptima requiere un análisis detallado de los costes y beneficios de la composición de los recursos financieros de la empresa. En particular la identificación de la estructura financiera óptima debe considerar los efectos de cada nivel de endeudamiento sobre los beneficios fiscales que proporciona la deducibilidad de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades, sobre la solvencia de la empresa, sobre la flexibilidad financiera asociada a cada nivel de endeudamiento, o sobre las relaciones que existen entre accionistas y proveedores de capital deuda.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

De cuanto antecede, procede desestimar la alegación de la recurrente analizada en el presente motivo de impugnación.

Sexta.- Sobre la valoración de mercado de Amena.

La recurrente manifiesta que la información presentada en el curso del expediente que ha dado lugar a la Resolución impugnada consideraba a Amena por un valor de 9.392 millones de euros, resultante de las valoraciones realizadas por entidades financieras independientes del Grupo Auna conforme a las valoraciones realizadas por entidades financieras independientes de acuerdo a la valoración por partes. Manifiesta que esta Comisión ha dado por buena esta valoración pese al cambio sustancial habido tras la presentación de este dato y que no es otro que la de la adquisición de Amena por France Telecom, con un valor de 10.600 millones de euros, *“hecho reconocido en la Resolución que se recurre pero que no ha sido tenido en cuenta, aún cuando la referencia es una referencia real e incuestionable del valor de mercado de Amena”*. Por este motivo, Amena considera necesario que esta Comisión tenga en cuenta el valor total de Amena en el proceso de adquisición para el cálculo de las tasas de retorno.

Frente a lo manifestado por la recurrente debe señalarse que su valor de mercado aprobado por esta Comisión en la Resolución impugnada, corresponde al valor presentado por la misma en el seno del expediente que dio lugar a la Resolución de 20 de octubre de 2005, conforme a las valoraciones realizadas por entidades financieras independientes. Además, a pesar de que el valor aportado por Amena en sus alegaciones, 10.600 millones de Euros, es un valor conocido por el público, al menos desde el mes de julio del año en curso, en ningún momento del procedimiento administrativo correspondiente al expediente de referencia la recurrente solicitó a la Comisión su consideración para los cálculos de las tasas anuales de retorno.

Además, ha de tenerse en cuenta la dificultad de valorar una empresa a partir de su valoración en operaciones corporativas de fusión o adquisición. La razón es que resulta razonable considerar que el precio finalmente acordado en la transacción incorpora un premio sobre su valor inicial¹⁴. En este sentido, conforme a la información pública sobre la compra-venta de la recurrente¹⁵,

¹⁴ La literatura financiera atribuye este premio a la existencia de sinergias y de un potencial para la reestructuración de la empresa adquirida.

¹⁵ Las características de la operación de compra, conforme a la información depositada en los registros de la CNMV, corresponden a una valoración del negocio de Amena de 10.600 millones de Euros. Además, la operación de compra se estructuró en dos fases, una primera fase en que se acordó la compra del 80% del Capital Social de Amena a un precio de 6.400 millones de Euros, y una segunda fase en que el 20% restante podrá transmitirse conforme a un mecanismo que permite obtener un precio mínimo garantizado del 90% del precio por acción de la compra inicial más una tasa anual del 4,5%. Respecto a la financiación de la operación, el acuerdo estableció la posibilidad de reinversión por parte de los vendedores (a solicitud del comprador) de parte del importe obtenido tras la venta (hasta 3.000 millones de Euros) en acciones de nueva emisión de France Telecom sujetas a restricciones de venta, o la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

dicha operación se acordó después de un procedimiento de subasta en el que las entidades participantes presentaron ofertas económicas tanto por Amena como por Auna, que tuvo por resultado finalmente la oferta económica de compra de Amena presentada por el grupo France Telecom aportada por Amena en sus alegaciones. Debe destacarse que durante el procedimiento de subasta, la valoración de la recurrente pasó de unos 9.000 millones de euros a 10.600 millones de Euros finalmente acordados. Por lo que resulta razonable considerar que este valor incorpora tanto los efectos de la negociación entre las partes durante la subasta como los incrementos en el valor de Amena que se espera se obtengan por su pertenencia al Grupo France Telecom después del cierre definitivo de la operación¹⁶. En efecto, France Telecom se ha manifestado en este sentido, y ha comunicado una valoración de Amena antes de incorporar en el valor del operador el efecto esperado de las sinergias, de 8.900 millones de euros. Puede comprobarse, por tanto, que el grupo comprador ha considerado una valoración de Amena, antes de que se materialicen los efectos de su pertenencia al grupo, similar a las valoraciones iniciales publicadas durante el procedimiento de subasta, e inferior incluso a la cifra aportada por Amena y aprobada por esta Comisión en el seno del procedimiento que ha dado lugar a la Resolución recurrida, cuyas ventajas como estimador del valor de Amena se originan por resultar de valoraciones realizadas por un mayor número de entidades financieras.

En vista de lo anterior, se considera adecuada la valoración de Amena aprobada en la Resolución citada de 20 de octubre de 2005 por un valor de 9.392 millones de euros.

Séptimo.- Sobre la prima por riesgo de la deuda.

La recurrente señala que el coste de la deuda es el tipo de interés de mercado que la empresa tiene que pagar por su deuda, corregida por el ahorro fiscal que producen los intereses. Además manifiesta que si bien es cierto que el coste de la deuda no coincide necesariamente con el tipo de interés correspondiente a las deudas contabilizadas en el balance, no puede cuestionarse que los gastos financieros contabilizados en los años 2003 y 2004 y presupuestados para el año 2005 no se corresponden a los tipos de interés de mercado.

Respecto a lo dispuesto en el párrafo anterior procede poner de manifiesto que esta Comisión ya se manifestó en la Resolución impugnada respecto a estas cuestiones planteadas en las alegaciones de Amena, señalando las diferencias

posibilidad de emisión de nuevas acciones de France Telecom como resultado de un aumento en la cifra de su Capital Social. Esta segunda posibilidad fue utilizada por France Telecom, que recurrió a una ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones en el EURONEXT.

¹⁶ France Telecom ha manifestado en numerosas ocasiones su interés en fusionar Retevisión Móvil, S.A., con France Telecom España, así como sus planes de operar el negocio de telefonía móvil en España mediante la marca Orange.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

entre el criterio utilizado por Amena en su propuesta, que utilizaba los gastos financieros contabilizados durante los años 2003 y 2004 y presupuestados para el año 2005, y el criterio utilizado para el cálculo de las tasas de retorno, que considera el coste de las deudas financieras en condiciones de mercado. En este sentido, la diferencia entre un criterio y otro responde a la tendencia decreciente de los tipos de interés en el mercado, que supone que el coste medio de una cartera de deudas de cierta antigüedad y duración tienda a situarse sobre el coste marginal de captación de nuevos fondos, sin que esta reducción en el coste se origine por una mejoría en la posición crediticia de los prestatarios.

Asimismo, la recurrente señala que informó a esta Comisión de que el diferencial de deuda a largo plazo era de un 1% señalando que este diferencial no recogía otros costes como el alta, cancelación, etc., que incrementan el coste de la financiación ajena y que son considerados por las entidades financieras como retribución al riesgo que asumen. Por este motivo, estima que se reconsideren los valores de la prima por riesgo de la deuda de 1'55% para el 2003, 1'88% para el 2004 y 1'54% para el 2005, en sustitución del 1% aprobado por esta Comisión en la Resolución impugnada, alegando que reflejan de un modo más exacto la percepción del riesgo para Amena.

Frente a lo manifestado por la recurrente debe señalarse que la realización de operaciones financieras en el mercado supone el devengo de ciertos ingresos y gastos adicionales que se derivan del coste de las operaciones financieras puras. Entre estos ingresos y gastos se encuentran las comisiones y gastos iniciales devengados por la formalización de cada operación, los gastos periódicos por mantenimiento del crédito y administración de la relación crediticia, los gastos finales ocasionados por el levantamiento de las garantías o por la cancelación anticipada de la relación crediticia, etc. Sin embargo, puede considerarse que estas características comerciales¹⁷, en ocasiones sujetas a negociación entre las partes o producidas como resultado de costes de transacción, no son un resultado del riesgo de crédito del prestatario, recogido por el coste de la operación financiera pura, sino que por el contrario remuneran servicios necesarios para la realización de dicha operación financiera pero que son distintos de la asunción del riesgo de crédito¹⁸.

A efectos de lo dispuesto en el párrafo anterior, en el caso de que existan pagos unilaterales a terceros asumidos por el prestatario en el momento de la

¹⁷ El método utilizado por esta Comisión para la determinación del coste de las deudas reconoce el efecto sobre dicho coste de la desgravación fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades, motivo por el que no se considere este efecto un resultado de las características comerciales de la contratación en los mercados de deuda.

¹⁸ La introducción en la determinación del coste de la deuda de las características comerciales puede suponer además la existencia de varias tasas de retorno vinculadas a la misma operación financiera pura en aquellos casos en que el coste del prestatario sea distinto de la rentabilidad para el prestamista, introduciendo por tanto elementos de ambigüedad en el análisis.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

formalización de la relación crediticia, su introducción en el cálculo del coste de la deuda supondría un aumento en el coste efectivo para el prestatario (sin que se produjese un aumento equivalente en la rentabilidad de la operación para el prestamista) que no es resultado de un deterioro en su posición crediticia, por lo que no resultaría razonable trasladarlo sobre el coste de la deuda mediante un incremento de la prima por riesgo, puesto que este parámetro debe reflejar el riesgo de crédito del deudor. Por este motivo, la Resolución impugnada valoró la prima por riesgo de Amena en un 1%, incorporando como resultado el riesgo de crédito del operador en la determinación de su tasa de retorno, y supeditando el tratamiento de las características comerciales a los principios contables establecidos en su caso por el Sistema de Contabilidad de Costes de Amena.

A la luz de lo anterior, resulta evidente que no puede ser admitida la alegación esgrimida por Amena en el presente motivo de impugnación.

Octavo.- Sobre la incoherencia de las tasas de retorno aprobadas para Amena.

Amena manifiesta que el resultado final de los valores de WACC aprobados por esta Comisión en la Resolución de 20 de octubre de 2005 es una clara prueba de lo erróneo de las “hipótesis” utilizadas. A este respecto, manifiesta que fuera de toda lógica económica, el WACC resultante para Amena en los años 2004 y 2005 resulta ser inferior al WACC de Vodafone, ya sea antes o después de impuestos e incluso inferior al WACC antes de impuestos aprobado para Telefónica Móviles en el año 2004 y que es la referencia relevante a utilizar en la contabilidad de costes.

Respecto a lo manifestado por la recurrente, debe señalarse en primer lugar que, tanto el WACC después de impuestos como el WACC antes de impuestos son el resultado de la evaluación de todos los parámetros que reflejan el coste de los fondos propios, de las deudas, la estructura financiera, y el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades de cada operador, cuya razonabilidad ha quedado demostrada en la Resolución impugnada.

En segundo lugar, debe destacarse que la comparación entre el coste de los fondos propios y de las deudas de los operadores de telefonía móvil aprobados por esta Comisión, que proporcionan una estimación de la rentabilidad exigida por los proveedores de capital conforme al método de evaluación financiera utilizado por esta Comisión, proporcionan una rentabilidad exigida superior para las inversiones en Amena respecto a las inversiones en TME y Vodafone. Por lo que, el efecto señalado por Amena en sus alegaciones es el resultado de las diferencias existentes entre la estructura financiera de cada operador, que se reflejan en su ratio de apalancamiento financiero, y de los tipos efectivos de gravamen en el Impuesto de Sociedades, y no de las posibles.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

	Coste de los fondos propios		Coste de la deuda (después de impuestos)		Apalancamiento financiero	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Telefónica Móviles España	9,49%	8,76%	3,28%	2,64%	12,92%	9,69%
Vodafone España	9,49%	8,76%	3,25%	2,83%	3,00%	1,01%
Amena	9,76%	9,03%	3,37%	2,95%	16,05%	13,70%

Por último la recurrente manifiesta que, dado que el WACC es el parámetro que mide el riesgo de una inversión empresarial, parece poco probable que el riesgo asumido al invertir en Amena sea inferior al de invertir en sus competidores.

Frente a lo expuesto por la recurrente procede poner de manifiesto que conforme a los análisis realizados anteriormente, debe señalarse que el WACC de Amena es el coste del capital medio ponderado del operador, de forma que refleja la rentabilidad que se exigiría por los inversores a una inversión en Amena materializada con una composición de fondos idéntica a su estructura financiera. Por lo que, es precisamente este efecto, así como el efecto fiscal ocasionado por el Impuesto de Sociedades, el que permite explicar la relación observada entre los parámetros WACC de los tres operadores móviles, una vez considerados sus costes de los fondos propios y de las deudas.

A la vista de los antecedentes y fundamentos de Derecho, esta Comisión

RESUELVE

Desestimar el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad Retevisión Móvil, S.A. contra la Resolución de 20 de octubre de 2005 sobre la propuesta de Retevisión Móvil, S.A. de tasas anuales de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2003, 2004 y 2005, Resolución que se confirma en sus propios términos.

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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que desestima un recurso potestativo de reposición, no puede interponerse de nuevo 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 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.

Vº Bº

EL SECRETARIO

EL PRESIDENTE

Reinaldo Rodríguez Illera

Jaime Almenar Belenguer