



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JAIME ALMENAR BELENGUER, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

### CERTIFICA:

Que en la Sesión nº 9/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 9 de febrero de 2006, se ha adoptado el siguiente

### ACUERDO

Por el que se aprueba la:

**RESOLUCIÓN POR LA QUE SE DESESTIMA EL RECURSO POTESTATIVO DE REPOSICIÓN INTERPUESTO POR LA ENTIDAD ABERTIS TELECOM, S.A.U. CONTRA LA RESOLUCIÓN DE 21 DE JULIO DE 2005, SOBRE LA PROPUESTA DE AQUÉLLA DE TASAS ANUALES DE RETORNO DE RETEVISION I, S.A.U., Y TRADIA (DIFUSIÓ DIGITAL SOCIETAT DE TELECOMUNICACIONS, S.A.) A APLICAR PARA EL CÓMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE LOS EJERCICIOS 2004 Y 2005 (AEM 2005/817).**

En relación con el recurso potestativo de reposición interpuesto por Abertis Telecom, S.A.U. (en adelante, ABERTIS) contra la citada Resolución de esta Comisión, de fecha 21 de julio de 2005, sobre la propuesta de aquélla de tasas anuales de retorno de Retevisión I, S.A.U (en adelante, Retevisión) y Difusió Digital Societat de Telecomunicacions, S.A. (en adelante, Tradia) a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2004 y 2005 (AEM 2005/817), el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha adoptado, en su sesión núm. 9/06 del día de la fecha, la siguiente Resolución:

Resolución de 9 de marzo de 2006, recaída en el expediente AJ 2005/1257.

### HECHOS

**PRIMERO.-** Con fecha 21 de julio de 2005, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones dictó una Resolución sobre la propuesta de ABERTIS de tasas anuales de retorno de Retevisión y Tradia a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2004 y 2005 (AEM 2005/817).

Concretamente, a través de los Resuelve Primeros, Segundo, Tercero y Cuarto de la citada Resolución se declararon aprobadas las tasas de retorno de Tradia y Retevisión para el cálculo de los costes de producción de los servicios durante los ejercicios 2004 y 2005, de 14,74% y 13,8%, respectivamente.

**SEGUNDO.-** Con fecha 26 de agosto de 2005, ha tenido entrada en el Registro de esta Comisión escrito presentado por el representante de ABERTIS, en virtud del cual interpone recurso de reposición contra la Resolución de fecha 21 de julio de 2005 mencionada anteriormente.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

La entidad solicitante muestra su disconformidad con la Resolución impugnada respecto de cada uno de los parámetros que intervienen en el cálculo de las tasas anuales de retorno de Retevisión y Tradia, correspondientes a los ejercicios 2004 y 2005, siendo dichos parámetros: el tipo de interés libre de riesgo, prima por riesgo de mercado, prima por riesgo de la sociedad, beta de las acciones y prima por riesgo de deuda.

A través del primer otrosí digo, se solicita la suspensión de la Resolución impugnada en virtud de lo dispuesto en el artículo 111 de la LRJPAC, a fin de evitar los perjuicios irreparables que se seguirían tanto a ABERTIS como al interés público por la eficacia inmediata del acto impugnado.

**TERCERO.-** Mediante Resolución del Consejo de la Comisión de fecha 22 de septiembre de 2005, se deniega la petición de suspensión solicitada por la entidad ABERTIS en su recurso de reposición, por no concurrir los presupuestos exigidos en el artículo 111 de la LRJPAC para su adopción.

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

### FUNDAMENTOS DE DERECHO

#### I. FUNDAMENTOS JURÍDICOS PROCEDIMENTALES.

##### PRIMERO.- Calificación del escrito.

El artículo 107.1 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, 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 cualquiera de los motivos de nulidad o anulabilidad previstos en los artículos 62 y 63 de dicha Ley.

A su vez, el artículo 116.1 de la LRJPAC establece 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 o ser impugnados directamente ante el orden jurisdiccional contencioso-administrativo.

La recurrente califica expresamente su escrito como recurso potestativo de reposición, por lo que teniendo en cuenta lo anterior y que, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 48.17 de LGTel, las Resoluciones de esta Comisión ponen fin a la vía administrativa procede, a tenor de lo establecido en el artículo 116 de la LRJPAC, calificar el escrito presentado como recurso potestativo de reposición que se interpone contra la Resolución de esta Comisión de fecha 21 de julio de 2005.

##### SEGUNDO.- 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



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

recurrente ostenta la condición de interesado 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 ABERTIS para la presentación del recurso potestativo de reposición interpuesto.

### **TERCERO.- Competencia 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.

### **CUARTO.- Admisión a trámite.**

De conformidad con lo dispuesto en 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.

El escrito presentado por ABERTIS, además de cumplir los requisitos del artículo 107.1, cumple igualmente con los requisitos de forma establecidos en el artículo 110.1 de la LRJPAC y ha sido presentado en el plazo previsto en el artículo 117.1 de la misma Ley, por lo que debe admitirse a trámite.

## **II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES.**

### **Primero.- Sobre el tipo de interés libre de riesgo.**

En primer lugar, señala ABERTIS que la reducción de la cifra de referencia del año 2005 (3,54%) respecto del ejercicio 2004 (4,18%) se debe únicamente a la metodología empleada por la Comisión, puesto que la tendencia global de los tipos de interés es como mínimo estable y claramente alcista a medio plazo.

Añade la operadora que *“no alcanza a entender el motivo del cambio del activo de referencia, dado que los operadores ya utilizaban como referente el que se había propuesto por la Comisión en el ejercicio 2004”*, y manifiesta que sería altamente positivo abrir un debate entre la Comisión y los operadores para establecer una metodología y parámetros de consenso entre todas las partes.

En relación con la alegación anterior, es preciso señalar que la reducción del tipo de interés libre de riesgo aprobado para el ejercicio 2005 respecto al aprobado para el 2004 no se origina en la metodología utilizada por la Comisión, sino que refleja la evolución de las condiciones de los mercados de Deuda Pública, entre las que destacan la reducción del coste medio de emisión y del coste medio de la deuda en circulación, en una coyuntura que favoreció la reducción de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años y de sus diferenciales respecto de las obligaciones *benchmark* a 10 años de los países de nuestro entorno, como Alemania, Francia, e Italia.

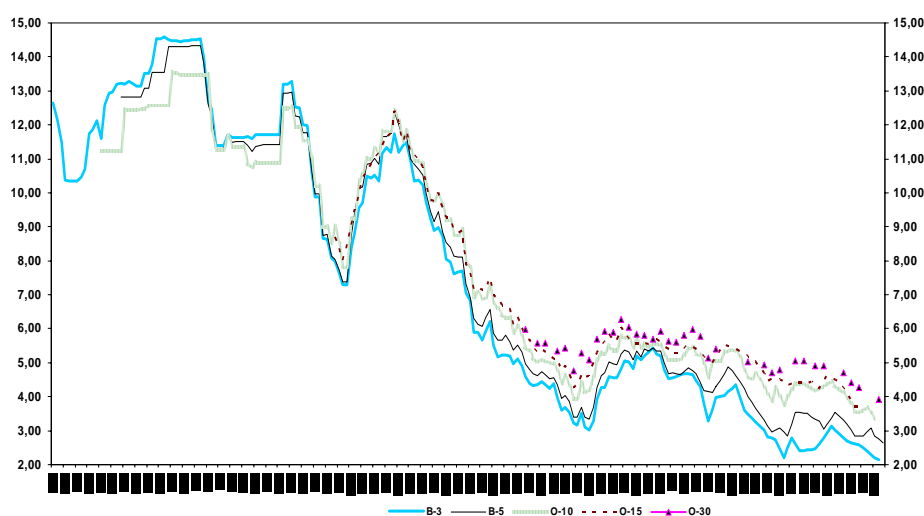
A este respecto, la sustitución de la referencia de deuda pública utilizada como estimador del tipo de interés libre de riesgo durante el año 2004 por la nueva referencia



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

utilizada durante el año 2005 respondió a la actualización de los cálculos de la tasa de retorno conforme a las condiciones imperantes en los mercados financieros. En este sentido, debe mencionarse que la Obligación a 10 años utilizada por la Comisión como referencia para el ejercicio 2004, que estaba caracterizada por el vencimiento el 30 de julio de 2014 y el cupón del 4,75 %, fue sustituida en las subastas del mercado primario por la Obligación a 10 años lanzada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera durante el 2004 como nueva referencia *benchmark*, caracterizada por un vencimiento el 31 de enero de 2015 y un cupón del 4,40 %.

Figura 1: Evolución de los tipos de interés de los activos de Deuda Pública.



Fuente: Dirección General del Tesoro.

Esta sustitución del activo de deuda pública de referencia afectó también a las tasas de retorno aprobadas por la Comisión en sus Resoluciones durante el año 2005 para Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles de España, S.A.U., y Vodafone España, S.A.

Por otro lado, ABERTIS considera necesario tomar como valor del tipo de interés libre de riesgo para los ejercicios 2004 y 2005 un 4,5%, manifestando, no obstante, que realiza esta alegación sin perjuicio de que consideraría otra propuesta de la Comisión en la que el tipo de interés libre de riesgo fuera calculado como media de un horizonte temporal más largo que el anual.

ABERTIS manifiesta que la diferencia de cálculo de la tasa libre de riesgo existente entre la Resolución de la Comisión impugnada y su propuesta radica en el planteamiento de largo plazo de ABERTIS frente a la utilización de datos puntuales por la Comisión. En este sentido, ABERTIS señala que, mientras la Comisión toma el valor correspondiente al precio medio de la subasta de un mes puntual de una serie temporal de un año (febrero de 2004 para la tasa del ejercicio 2004, y enero de 2005 para la tasa del ejercicio 2005), ABERTIS había propuesto utilizar la media de una serie temporal de 5 años.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Además, manifiesta que el valor escogido por la Comisión es el más bajo de la serie temporal, y no suaviza el efecto a corto plazo originado por la utilización como indicador del valor de un mes puntual.

Frente a lo expuesto por ABERTIS, es necesario manifestar que el criterio utilizado por la Comisión para determinar el tipo de interés libre de riesgo introduce consideraciones de largo plazo con el objetivo de ajustar su cálculo a la situación realmente observada en los mercados, proporcionando al mismo tiempo un grado de estabilidad a los parámetros que determinan la tasa de retorno de los operadores. Este es el mismo método utilizado durante el presente ejercicio por esta Comisión para el resto de los operadores dominantes.

### **SEGUNDO.- Sobre la prima por riesgo de mercado.**

ABERTIS manifiesta su disconformidad con la prima por riesgo del mercado aprobada por la Comisión, señalando que los argumentos utilizados en las alegaciones presentadas justifican la valoración de la prima por riesgo del mercado para el ejercicio 2005 en un 5%.

Según la operadora, la estimación de la prima por riesgo del mercado mediante la aplicación de una prima por riesgo país sobre la prima por riesgo del mercado de EEUU es una práctica habitual para este tipo de estimaciones debido a la mayor disponibilidad de datos en el mercado estadounidense, que permite obtener conclusiones fundamentadas en una *“experiencia más amplia y en un mercado con unas características de liquidez y tamaño superiores”*. A este respecto, manifiesta que el mercado español ha estado caracterizado por una liquidez y un tamaño más reducidos, y por una mayor concentración de la negociación en número de sectores y empresas. Por estos motivos, ABERTIS considera que el valor obtenido mediante la aplicación de esta metodología debe considerarse, en todo caso, como un referente más.

No obstante lo alegado por ABERTIS, debe considerarse que la determinación de la prima por riesgo del mercado basada en la aplicación de un diferencial en concepto de riesgo país a la prima por riesgo del mercado de Estados Unidos no es la metodología más adecuada para el mercado español, puesto que este mercado permite una estimación directa de la prima por riesgo, mediante la utilización de rendimientos realizados, y mediante la estimación de la prima por riesgo que está implícita en las valoraciones de las acciones en el mercado bursátil.

En efecto, la aplicación del método de estimación basado en el mercado de Estados Unidos suele considerarse adecuado para aquellos mercados en los que no es posible realizar una estimación directa, debido a la falta de datos históricos fiables (por ejemplo, Damodaran considera que es adecuado para mercados con una historia corta y alta volatilidad) o debido a que un cambio estructural suponga que los datos disponibles no reflejen fielmente la evolución del mercado.

Dicho lo anterior, existen problemas metodológicos en la aplicación del método basado en la prima por riesgo del mercado de EEUU que no son considerados por ABERTIS en sus alegaciones.





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En primer lugar, la aplicación del método debe proporcionar una estimación adecuada de la prima por riesgo de EEUU, y debe garantizar que su aplicación al mercado español no introduce ningún sesgo debido a las características diferenciales de ambos mercados, el español y el estadounidense.

En segundo lugar, su aplicación requiere cuantificar el riesgo país asociado al mercado español e identificar la exposición de Retevisión y Tradia a dicho riesgo, debido a que no resulta justificable *a priori* considerar que su exposición al riesgo país sea proporcional a su exposición al riesgo de mercado. Como resultado, el coste de los fondos propios de Retevisión y Tradia quedaría definido por un modelo factorial, que introduce un mayor grado de complejidad en el análisis y cuya validez depende tanto de la capacidad explicativa de los dos factores de riesgo (la prima por riesgo del mercado de EEUU y la prima por riesgo país) como de la estimación de la exposiciones respectivas de Retevisión y Tradia a dichos factores, elementos no considerados por ABERTIS en su propuesta.

Por otra parte, respecto a los resultados obtenidos por ABERTIS en su estimación de la prima por riesgo del mercado, manifiesta que el tipo de interés libre de riesgo utilizado para el año 2004, un 4,5%, está basado en una serie de 5 años de los activos propuestos por la Comisión, mientras que la Comisión en otros expedientes (AEM 2004/572) utiliza una serie temporal de un año: 2002 a 2003. Además, manifiesta que si se consideran los datos proporcionados por el Banco de España sobre el mercado de deuda para los años 1999 y 2000, estos oscilan entre el 4% y el 5,75%, *“lo cual confirma nuevamente la postura prudente de emplear el 4,5%”*.

Quedando al margen del presente recurso las consideraciones acerca del contenido del expediente AEM 2004/572, debe señalarse que la validez de las estimaciones de la prima por riesgo del mercado realizadas por ABERTIS en su propuesta de tasas de retorno, conforme a la actualización de las estimaciones realizadas por la Comisión en el seno del expediente AJ 2003/1005, está limitada tanto por el reducido tamaño muestral utilizado para la estimación de la rentabilidad del activo libre de riesgo, como por la falta de homogeneidad entre los periodos muestrales utilizados para estimar el rendimiento medio del mercado de acciones y la rentabilidad del activo libre de riesgo.

Por estos motivos, puede concluirse que el método propuesto no es un método fiable puesto que probablemente distorsiona la validez de los resultados obtenidos.

En efecto, como se puso de manifiesto en la Resolución de 21 de julio, y de conformidad con las tablas proporcionadas por ABERTIS en su propuesta, la estimación del rendimiento medio del mercado utilizó series históricas con origen en 1987 mientras que la estimación de la rentabilidad del activo libre de riesgo utilizó series con origen en el 2002. Los resultados de la estimación se proporcionan en las tablas siguientes.

Tabla 1: Actualización de la prima por riesgo del mercado para el ejercicio 2004.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

	CMT (Resolución 18/07/2003 <sup>1</sup> )	Abertis Telecom (Actualización 2004)
Rendimiento medio del mercado	9,1%	10,2%
<i>Periodo contemplado</i>	01/1987 – 04/2003	01/1987 – 02/2004
Rentabilidad activo libre de riesgo	4,6%	4,4%
<i>Periodo contemplado</i>	04/2002 – 04/2003	04/2002 – 02/2004
Prima por riesgo del mercado	4,5%	5,8%

Tabla 2: Actualización de la prima por riesgo del mercado para el ejercicio 2005.

	CMT (Resolución 18/07/2003 <sup>1</sup> )	Abertis Telecom (Actualización 2005)
Rendimiento medio del mercado	9,1%	10,3%
<i>Periodo contemplado</i>	01/1987 – 04/2003	01/1987 – 03/2005
Rentabilidad activo libre de riesgo	4,6%	4,4%
<i>Periodo contemplado</i>	04/2002 – 04/2003	04/2002 – 03/2005
Prima por riesgo del mercado	4,5%	5,9%

Respecto de la estimación de la prima por riesgo de mercado realizada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid y que se incluye en la Resolución de la Comisión, un 4,50%, ABERTIS manifiesta que este valor no se corresponde con ninguno de los valores concretos proporcionados por la serie temporal, aunque podría interpretarse como la media de los dos últimos valores: 4,73% y 4,38%. A este respecto, manifiesta que de ser así “se estaría eliminando el primer valor de la serie propuesta. En su consecuencia, el impacto de comenzar la serie en el año 1982 en vez de en el año 1980 es superior al hecho de haberla empezado incluso en el 1981”. Además, manifiesta que si se considera la media de los tres valores citados como valores de la prima por riesgo, y su intervalo de confianza, el resultado obtenido sería un 4,78% y un intervalo de confianza respecto de los dos extremos de la serie temporal de un 0,4% de amplitud.

Con relación a esta alegación de ABERTIS, debe mencionarse que la Comisión ha reconocido en sus distintas Resoluciones las dificultades que existen en el cálculo de la prima por riesgo del mercado que se manifiestan en la falta de consenso existente sobre las técnicas de estimación y sobre los resultados obtenidos<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> A modo de ejemplo de esta falta de consenso pueden citarse las afirmaciones realizadas en el número de Marzo de 2002 de la revista de la Bolsa de Madrid, que consideraba que “pocas variables tienen en finanzas la importancia de la prima de riesgo. (...) La diferencia esperada a largo plazo entre la rentabilidad de la inversión en bolsa y el tipo de interés sin riesgo sigue siendo hoy una cuestión controvertida en finanzas por cuanto existen numerosas discrepancias sobre cual es su valor y, más aún, sobre cual es el método idóneo (si lo hubiera) para estimarla”.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dicho lo anterior, la Resolución de la Comisión de 21 de julio de 2005 presentaba el método utilizado por la Comisión, que se basa en las estimaciones realizadas por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, del siguiente modo:

*“(...) la Comisión ha utilizado en sus Resoluciones las series temporales disponibles de mayor amplitud (considerando que de este modo se reducirían los errores estadísticos de estimación), los resultados de los tipos de interés medios de las Obligaciones del Estado a 10 años (cuya duración se considera más ajustada a los horizontes de planificación de las inversiones que la duración de otros activos de deuda pública), y las medias geométricas de los rendimientos realizados (si bien se considera que este punto es uno de los más controvertidos en la literatura financiera)”.*

Utilizando el método que se acaba de describir y que se presentó en la Resolución de 21 de julio de 2005, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, después de analizar la evolución de los mercados de renta variable y de renta fija durante el periodo 1980 – 2004, concluía afirmando que *“la prima por riesgo esperada en el largo plazo está en el entorno del 4,5%”*.

Lógicamente, este resultado está sujeto a las incertidumbres estadísticas propias del procedimiento de estimación, que suponen que el entorno del 4,5% pueda vincularse a un intervalo de confianza, tal y como ABERTIS afirma en sus alegaciones. Más aún, el intervalo de confianza obtenido por ABERTIS del análisis de las series proporcionadas por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid resulta coherente con las estimaciones del propio Servicio de Estudios y no invalida la valoración de la prima por riesgo del mercado aprobada por la Comisión en su Resolución de 21 de julio de 2005.

### **Tercero.- Sobre la beta de las acciones.**

ABERTIS muestra su desacuerdo con la valoración del parámetro beta de Retevisión y Tradia aprobado por esta Comisión para los ejercicios 2004 y 2005, un 1,55, y considera que debe ser de aplicación el valor propuesto por ABERTIS, un 1,95.

Sin perjuicio de su conformidad con algunas de las indicaciones de esta Comisión respecto de proporcionar un método alternativo para la determinación de la beta, ABERTIS sostiene que la información adicional proporcionada por ABERTIS y aceptada por esta Comisión en su rango inferior hace referencia a primas desapalancadas. A este respecto, manifiesta que *“la beta del 1,55 debería ajustarse, sin perjuicio de otras alegaciones, para tener en cuenta el efecto del apalancamiento”*.

Sobre este punto debe señalarse, no obstante, que las betas aprobadas por esta Comisión para Retevisión y Tradia son betas apalancadas, es decir, consideran el efecto de la exposición de ambas empresas tanto a los riesgos operativos como financieros, motivo por el cual no requieren ningún ajuste adicional.

En efecto, tal y como expusimos en la Resolución de 21 de julio de 2005, la determinación de las betas respondió a la aplicación de las fórmulas presentadas por ABERTIS para el cálculo de los fondos propios en la información aportada en el seno del expediente AEM 2005/817, que fueron aceptadas por la Comisión hasta que





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ABERTIS presente un método de estimación alternativo, método que deberá presentar para la determinación de las tasas de retorno del ejercicio 2006.

El procedimiento utilizado para el cálculo de la beta consta de tres etapas. En primer lugar, se requiere estimar la tasa de rentabilidad exigida a los activos o coste del capital desapalancado ( $k_u$ ), mediante la aplicación de una prima por riesgo de los activos ( $\rho_u$ ) al tipo de interés libre de riesgo,

$$k_u = R_f + \rho_u.$$

En segundo lugar, el coste de los fondos propios se obtiene mediante el ajuste del coste del capital desapalancado, con la finalidad de incorporar en los cálculos el riesgo financiero soportado por Retevisión y Tradia y que está determinado por su apalancamiento financiero ( $L = D/E$ ) conforme a la siguiente expresión presentada por ABERTIS<sup>2</sup>:

$$k_e = k_u + L(1-t)(k_u - R_f).$$

El coste del capital propio obtenido incluye tanto los efectos del riesgo operativo, que determinan el coste del capital desapalancado, como los efectos del riesgo financiero incorporados mediante el efecto del apalancamiento financiero sobre el coste del capital propio.

Por último, el parámetro beta se obtiene implícitamente como resultado de la siguiente operación matemática:

$$\beta = \frac{(k_e - R_f)}{(E[R_m] - R_f)},$$

donde el coste del capital propio refleja el efecto tanto del riesgo operativo como del riesgo financiero, de forma que la prima por riesgo del mercado es:

$$E[R_m] - R_f.$$

Dicho lo anterior, la información aportada por ABERTIS proporcionó un intervalo de valores para la prima por riesgo de los activos situado entre un 6,00% y un 8,00%.

Conforme a este intervalo, esta Comisión consideró adecuado valorar la prima por riesgo de los activos de Retevisión y Tradia en un 6,00%, de conformidad con un criterio de prudencia valorativa, de forma que utilizando dicho valor junto al resto de parámetros del WACC de Retevisión y Tradia obtuvo como resultado el valor de la beta aprobado en la Resolución de 21 de julio, un 1,55. Como se ha mencionado con anterioridad, este valor incorpora tanto el efecto del riesgo operativo como del riesgo

<sup>2</sup> Abertis Telecom presentó esta fórmula y una fórmula adicional para incorporar los efectos de los riesgos de quiebra:  $k_e = k_u + L[k_u(1-t) + k_d t - R_f]$ . No obstante, la Resolución de 21 de julio no consideró la incorporación de los efectos de la quiebra puesto que el apalancamiento financiero utilizado fue un 25%, correspondiente a la estructura financiera considerada óptima en la propuesta.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

financiero por lo que no requiere ajuste adicional alguno. La tabla siguiente presenta el detalle de los cálculos realizados para los años 2004 y 2005.

Tabla 3: Beta de las acciones de Retevisión y Tradia.

	2004	2005
Tipo de interés libre de riesgo	4,18%	3,54%
Prima por riesgo de los activos	6,00%	6,00%
Coste de capital desapalancado	10,18%	9,54%
Apalancamiento financiero	0,25	0,25
Coste de los fondos propios	11,16%	10,52%
Beta de las acciones	1,55	1,55

Por otra parte, ABERTIS reitera las manifestaciones realizadas en el seno del expediente AEM 2005/817 sobre la estimación del parámetro beta conforme a series históricas, y en concreto señala la siguiente afirmación realizada por Pablo Fernández en su libro Valoración de Empresas: *“es arriesgado utilizar la beta de una acción en base a series históricas sin tener presente al mismo tiempo un análisis de la misma y de sus perspectivas futuras”*.

A este respecto, debe mencionarse que esta Comisión ha reconocido en sus Resoluciones las dificultades señaladas por la literatura especializada sobre la estimación de las betas. En este sentido, se reconocen las dificultades de estimación de las betas de empresas cotizadas mediante el uso de series históricas de rendimientos que están documentadas en la literatura financiera, a las que hace referencia Pablo Fernández en sus afirmaciones<sup>3</sup>.

Sin embargo, debe destacarse que el procedimiento de determinación de los parámetros beta de Retevisión y Tradia que hemos utilizado no responde a una determinación estadística del riesgo de mercado, sino que responde a un análisis fundamental de los determinantes del riesgo operativo y financiero de Retevisión y Tradia en el que la estimación de la prima por riesgo de los activos proporcionada por ABERTIS tiene una especial relevancia. Por este motivo, los valores aprobados por la Resolución de 21 de julio no están sujetos a las dificultades estadísticas manifestadas por ABERTIS en sus alegaciones.

<sup>3</sup> A este respecto véase por ejemplo *Are calculated betas worth for anything?* (Fernández, P. 2004. IESE. Universidad de Navarra. Madrid, España).



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Asimismo, ABERTIS manifiesta que el valor del parámetro beta debe ser superior al aprobado por esta Comisión debido a la exposición de Retevisión y Tradia a riesgos de negocio, riesgos de mercado y riesgos tecnológicos.

En lo referente a los riesgos de negocio, alega la situación de pérdidas de Retevisión y Tradia durante el periodo 2000-2004, y la existencia de un riesgo de iliquidez derivado de la ausencia de cotización en bolsa de las acciones de dichas empresas. A este respecto, manifiesta que la metodología de la UEC (Unión de Expertos Contables Europeos) de valoración de empresas<sup>4</sup>, aumenta la prima de riesgo en un 50% en el caso de empresas no cotizadas, puesto que los capitales en ellas invertidos se recuperan a largo plazo.

En cuanto a los riesgos de mercado, alude ABERTIS a la exposición al riesgo de pérdida de clientes, o de impago de dichos clientes, debido a la concentración de la cartera de clientes y de la oferta de servicios de Retevisión y Tradia. Además, alega que, como consecuencia de la concentración de la oferta de servicios de Retevisión y Tradia, no pueden beneficiarse de las economías de alcance y de la diversificación internacional propias de las empresas de telecomunicaciones.

En relación con los riesgos tecnológicos ABERTIS hace referencia a la exposición a los efectos de la innovación tecnológica, debido a la capacidad limitada de Retevisión y Tradia para prestar nuevos servicios en un entorno caracterizado por la importancia creciente de las tecnologías alternativas en la prestación del servicio de TV al usuario final (ADSL, satélite y cable). Además, alega que el efecto de la migración tecnológica originada por la introducción de la Televisión Digital Terrestre (en adelante, TDT) ha sido la pérdida de los ingresos asociados a su lanzamiento inicial, y, además, que dicho lanzamiento no contribuirá al crecimiento de ingresos futuros.

Por último, alega la exposición al riesgo regulatorio, debido a que en año 2004 persistía la incertidumbre sobre el relanzamiento de la TDT, la reestructuración del ente público RTVE, y la situación de las televisiones locales.

Al hilo de las consideraciones anteriores a las que se refiere ABERTIS, debe mencionarse, no obstante, que los riesgos mencionados, a excepción del riesgo de iliquidez, constituyen riesgos operativos propios del negocio de Retevisión y Tradia, que tienen origen fundamentalmente en las características de su demanda y de su oferta de servicios y en la estructura de sus costes. Por tanto, debe considerarse que su remuneración se ha incluido en el coste de capital desapalancado, que incorpora una prima por riesgo de los activos del 6% de conformidad con los datos aportados por ABERTIS. En consecuencia, el valor obtenido para la beta de Retevisión y Tradia no requiere ningún ajuste adicional por estos conceptos.

Por lo que se refiere al riesgo de iliquidez, se trata de un riesgo propio de la estructura jurídica de Retevisión y Tradia que se origina en la ausencia de cotización bursátil de sus acciones. De este modo, de conformidad con las teorías financieras del Capital Asset Pricing Model (CAPM) utilizadas por la Comisión para la valoración de los fondos propios en la determinación de la tasa de retorno de los operadores, el riesgo de

---

<sup>4</sup> “Evaluación de empresas y de partes de empresas”, Editorial Deusto.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

iliquidez es un riesgo cuya valoración se incluye en el parámetro beta, de forma que no requiere remuneración adicional alguna conforme a las posibilidades de diversificación a disposición de los inversores que caracterizan el CAPM. Por tanto, el valor obtenido para la beta de Retevisión y Tradia no requiere ningún ajuste adicional.

Por otro lado, ABERTIS sostiene la validez del precio de la oferta de compra de Retevisión, que *“se fundamenta en el negocio actual de la empresa y en las expectativas sobre la evolución de la misma durante un periodo de tiempo definido, además del riesgo que ha percibido asociado a la consecución de dichas expectativas”*, y del parámetro de riesgo de empresa de Vodafone España, S.A. (en adelante, Vodafone), como punto de referencia adecuado para evaluar el riesgo de Retevisión y Tradia, debido a las similitudes existentes entre la incertidumbre tecnológica asociada a la sustitución de la tecnología analógica por la digital y la introducción del UMTS.

Respecto a la validez del precio de compra de Retevisión ofrecido por ABERTIS, esta Comisión manifestó ya en la Resolución de 21 de julio su conformidad con su consideración para la determinación de las tasas de retorno de Retevisión y Tradia en los siguientes términos:

*“ (...) en lo referente a la solicitud de Abertis Telecom de que se considere, en el seno de este expediente, la valoración de Retevisión utilizada en la operación de adquisición de la totalidad de sus acciones por Abertis Telecom, la Comisión no puede sino manifestar su acuerdo con la solicitud. En efecto, la operación de compra de Retevisión es uno de los referentes utilizados por la Comisión en el seno de este expediente para la determinación de las tasas de retorno de Retevisión y Tradia”.*

Por otra parte, sobre las alegaciones de ABERTIS relativas a la validez *a priori* de la prima por riesgo de Vodafone para la evaluación de la prima por riesgo de Retevisión y Tradia debido a las similitudes existentes entre la incertidumbre tecnológica asociada a la sustitución de la tecnología analógica por la digital y a la introducción del UMTS, debe considerarse que la aplicación de dicha prima por riesgo exige, además de exposiciones similares a los riesgos tecnológicos, una exposición idéntica a todos los demás factores de riesgo. En este sentido, la revisión de la Resolución de la Comisión de 23 de junio de 2005, recaída sobre la propuesta de Vodafone de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (expediente AEM 2005/488), permite verificar la falta de cumplimiento *a priori* de las condiciones anteriores.

En efecto, la Comisión aprobó en la Resolución mencionada una estructura financiera de Vodafone caracterizada por un ratio de fondos propios sobre valor total a precios de mercado de 99,00%, un 19% superior al ratio propuesto por ABERTIS para Retevisión y Tradia, y aprobado por la Comisión en su Resolución de 21 de julio de 2005, un 80,00%.

En el caso de que la comparación se establezca entre la prima por riesgo actual de Retevisión y Tradia, y la prima por riesgo de Vodafone durante los años 2000 a 2002, las condiciones para la verificación *a priori* de la igualdad entre las primas de riesgo serían aún más estrictas, puesto que debería cumplirse la igualdad en la prima por



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

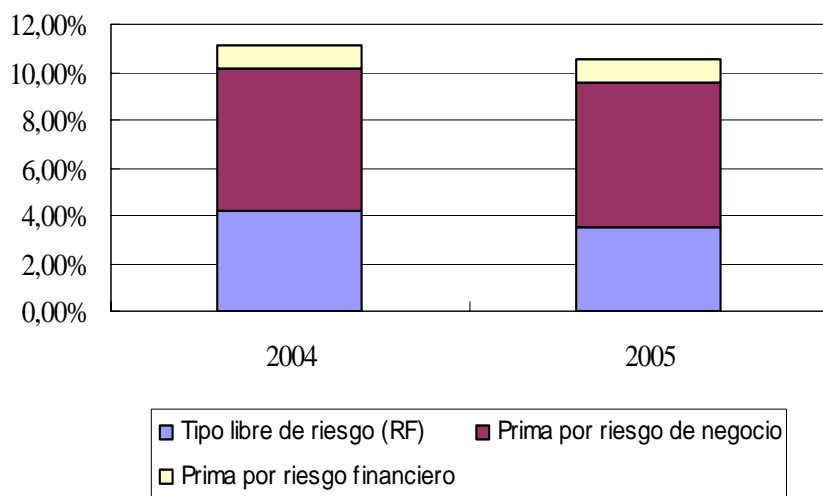
riesgo del mercado de ambos periodos. A este respecto, la revisión de la Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002, que aprobó la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2000, 2001, y 2002 (expedientes AE 2002/6714 y AE 2002/6715), permite verificar la falta de cumplimiento de las condiciones anteriores. En efecto, la Comisión aprobó, en la Resolución mencionada, una prima por riesgo del mercado del 6% frente al 4,50% aprobado en la Resolución de 21 de julio.

En último término, ABERTIS manifiesta que el riesgo asociado con el impacto de la estructura financiera es muy inferior al riesgo asociado con la evolución del negocio, debido a que, durante el periodo considerado, el nivel de endeudamiento de la empresa no es problemático.

Sobre esta alegación, debe manifestarse que las tasas de retorno aprobadas en la Resolución de 21 de julio incluyeron una remuneración a la exposición del riesgo operativo de Retevisión y Tradia superior a la remuneración del riesgo financiero. A este respecto, debe destacarse que la prima por riesgo de los activos aprobada por esta Comisión, un 6,00%, presenta un valor significativamente superior a la prima por riesgo de la deuda, un 0,82%.

Además, el peso del coste de capital desapalancado sobre el coste del capital propio se mantuvo alrededor del 90% durante los dos ejercicios, 2004 y 2005, porcentaje que proporciona un indicador adicional del peso diferencial de la remuneración del riesgo de negocio respecto del riesgo financiero en las tasas de retorno aprobadas por la Comisión. La figura siguiente proporciona la composición del coste del capital propio aprobado por esta Comisión para Retevisión y Tradia.

Figura 2: Composición del coste del capital propio de Retevisión y Tradia.







## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### **Cuarto.- Sobre la prima por riesgo de la sociedad.**

En relación con las alegaciones anteriores de ABERTIS sobre los valores de la prima por riesgo del mercado, y de la beta de las acciones, ABERTIS considera que la prima por riesgo del negocio adecuada para Retevisión y Tradia debe estar en el rango del 9,5% - 10,5%, conforme a una beta de 1,95 y una prima por riesgo del mercado del 5%.

Sin embargo, la valoración de las alegaciones de ABERTIS que se ha presentado en los apartados anteriores de la presente Resolución ha permitido contrastar la razonabilidad de los cálculos y argumentos incluidos en la Resolución de 21 de julio de 2005.

Por tanto, debe mantenerse la prima por riesgo de las acciones de Retevisión y Tradia en un 6,98%, y la prima por riesgo de la sociedad en un 5,4% para el 2004 y un 5,44% para el 2005, conforme a una beta de 1,55 y una prima por riesgo del mercado del 4,5%.

### **Quinto.- Sobre la prima por riesgo de la deuda.**

ABERTIS manifiesta su total desacuerdo con la prima por riesgo de la deuda aprobada por la Resolución de 21 de julio de 2005, un 0,82% sobre el tipo de interés libre de riesgo, puesto que no considera que se ajuste a la realidad de la empresa. Además, manifiesta que la prima a aplicar, correspondiente al negocio de Retevisión y Tradia, se sitúa en el 2,5% sobre el *swap* de tipos de interés (IRS) a 7 o 10 años.

A este respecto, las alegaciones realizadas por ABERTIS hacen referencia a la falta de validez del método de determinación del riesgo utilizado, a la falta de adecuación de los valores obtenidos con la realidad de Retevisión y Tradia, y a la conveniencia de sustituir la referencia utilizada como tipo de interés libre de riesgo por el *swap* de tipos de interés.

Sin embargo, en relación con ello, debe destacarse la coherencia del método utilizado por esta Comisión para la valoración de la prima por riesgo de la deuda con los métodos normalmente utilizados en los mercados financieros.

En primer lugar, el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC es un coste de oportunidad estimado con criterios de mercado, que debe determinarse caso por caso conforme a la capacidad de financiación de cada empresa y a la situación de los mercados financieros. En efecto, como señalamos en la Resolución de 21 de julio, *“los recursos con los que se financiarán los nuevos proyectos se conseguirán a sus valores de mercado, los cuales pueden no coincidir con los valores contables”*.

En segundo lugar, el método financiero para la cuantificación del coste de la deuda utilizado supone la evaluación del riesgo de crédito del operador, de forma que la cuantificación del coste de la deuda es el resultado de dos componentes: el tipo de interés libre de riesgo ( $R_f$ ) y la prima por riesgo de la deuda ( $\rho$ ). Además, se consideran los beneficios fiscales de la desgravación de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades para el cálculo del WACC.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como resultado de lo anterior, la expresión utilizada por la Comisión para estimar el coste de la deuda antes de impuestos es  $k'_d = R_f + \rho$ , de forma que la prima por riesgo de la deuda antes de impuestos verifica  $\rho = k'_d - R_f$ . Además, el valor del coste de la deuda después de impuestos, que se introduce en el cálculo del WACC, es  $k_d = k'_d(1-t)$ , y por tanto  $k_d = (R_f + \rho)(1-t)$ , donde  $t$  corresponde al tipo impositivo del Impuesto de Sociedades.

La Comisión utiliza como indicador del tipo de interés libre de riesgo el tipo medio a la emisión en la subasta de las Obligaciones del Estado a diez años.

En cuanto a la prima por riesgo de la deuda, se ha valorado este parámetro conforme a la capacidad de financiación de cada operador y a la situación de los mercados financieros, analizando tanto su estructura financiera mediante el estudio del volumen, coste, y composición de su cartera de deudas, como su posición crediticia. En este sentido, esta Comisión evalúa la facilidad de acceso a los recursos financieros que puedan proporcionar la estructura jurídica del operador, considerando su estructura jurídica y la pertenencia, en su caso, a grupos empresariales, y evalúa la capacidad de endeudamiento que se infiere del análisis económico - financiero de sus masas patrimoniales y de los resultados de sus actividades mercantiles.

Debe destacarse que la determinación de la capacidad de financiación de cada operador supone la revisión de los datos de su cartera de deudas y su conciliación con los estados financieros auditados correspondientes, la obtención de información crediticia procedente de entidades independientes (principalmente mediante el acceso a informes de calificación crediticia de entidades de *rating*), y el análisis de sus ratios económico-financieros, orientado fundamentalmente a identificar el grado de apalancamiento financiero y la capacidad de cobertura de deudas del operador mediante un análisis dinámico de sus ratios de cobertura, que incluyen el *EBIT/Gastos Financieros* y el *EBITDA/Gastos Financieros*, indicadores sintéticos de capacidad de cumplimiento de obligaciones financieras ampliamente utilizados por las entidades de crédito.

Por otra parte, ABERTIS manifiesta que el diferencial aprobado por esta Comisión no respeta el riesgo diferencial del negocio de telecomunicaciones del grupo Abertis respecto al resto de sus actividades. Además, manifiesta que la determinación de la tasa de retorno de Retevisión y Tradia debe ser el resultado de un cálculo intrínseco para su negocio, y no el resultado de un cálculo para un grupo diversificado como Abertis, puesto que el grupo Abertis está integrado por empresas que operan en sectores muy diversos, de menor grado de riesgo y con mayor capacidad de generación de caja, motivo por el cual los riesgos de ABERTIS no pueden asimilarse a los del resto de empresas del grupo, de forma que el riesgo percibido por las entidades financieras es muy superior respecto al resto de empresas.

En lo referente a esta alegación de ABERTIS, debe señalarse que la valoración de la prima por riesgo de Retevisión y Tradia es resultado de la evaluación individualizada de su capacidad de endeudamiento y de su riesgo de crédito conforme a la metodología detallada con anterioridad, y por tanto responde a un “cálculo intrínseco”. Sin embargo,



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

la evaluación individualizada de la capacidad de financiación de Retevisión y Tradia no justifica un análisis aislado de dichas empresas que no considere los efectos de su pertenencia al grupo Abertis Infraestructuras, S.A.. Como argumentaba la Resolución de 21 de julio:

*“La pertenencia de Retevisión y Tradia al Grupo Abertis les proporciona la capacidad de beneficiarse de políticas financieras centralizadas y del acceso a fuentes de financiación con origen interno al grupo, así como del acceso del grupo a fuentes de financiación en condiciones favorables. Por tanto, la Comisión no considera adecuada la propuesta de Abertis Telecom de evaluar la prima por riesgo de la deuda de Retevisión y Tradia independientemente de las garantías que pueda representar el accionista, puesto que de hacerlo no estaría considerando los efectos de la política financiera del grupo sobre la composición y el coste de las deudas de Retevisión y Tradia”.*

En este sentido, debe mencionarse que el análisis de la cartera de deudas de Retevisión y Tradia presentado en la Resolución de 21 de julio mostró el peso de las deudas contraídas con el grupo Abertis. Además, la revisión de la información financiera corporativa de Abertis Infraestructuras, S.A., presentó evidencia de la existencia de una política financiera centralizada, que debe considerarse a la hora de valorar el riesgo de crédito de Retevisión y Tradia. En efecto, el Informe de Gestión de Abertis Infraestructuras, S.A., correspondiente al año 2004 manifiesta lo siguiente:

*“Durante el ejercicio 2004 se ha procedido a la optimización de la estructura financiera del Grupo centralizando la deuda en Abertis, quien se encarga de cubrir las necesidades de fondos de las sociedades controladas”.*

El contenido del Informe de Gestión de Abertis infraestructuras, S.A., correspondiente al año 2004, permite afirmar también el papel de la filial Abertis Infraestructuras Finance BV en la optimización de la política financiera del grupo, proporcionando a éste la capacidad de acceso a los mercados primarios de capitales tanto europeos como estadounidenses. Además, la actualización de la posición crediticia de Abertis Infraestructuras, S.A., realizada por la agencia calificadora Fitch afirma lo siguiente:

*“La dirección continuó con éxito la reasignación de la deuda desde las filiales a la matriz para evitar la potencial subordinación estructural dentro del grupo. Al final del primer trimestre del 2005, cerca del 80% de la deuda estaba localizada en el nivel de la matriz, frente a un 62% en el año 2003”.*

Como resultado de la evidencia anterior, resulta razonable considerar que el coste de la deuda de Retevisión y Tradia está influido por la política financiera del grupo y por la capacidad del grupo Abertis de acceder a fuentes de financiación, y por tanto, por el coste de la deuda de Abertis Infraestructuras, S.A., afirmamos en la Resolución de 21 de julio.

Respecto al efecto sobre el riesgo de crédito de Retevisión y Tradia derivado de la pertenencia al grupo Abertis, debe manifestarse que no es razonable suponer que el riesgo de crédito de Retevisión y Tradia no es inferior por su pertenencia al grupo, debido a las garantías que éste puede proporcionar a las relaciones crediticias



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

establecidas por Retevisión y Tradia, más aún si se considera el elevado *rating* concedido por las agencias calificadoras Standard & Poor's y Fitch para la deuda a largo plazo de Abertis Infraestructuras, S.A.

ABERTIS señala también que utilizar la prima por riesgo de la deuda la operadora para las empresas del grupo es metodológicamente incorrecto, puesto que la beta utilizada para el cálculo del coste de capital de Retevisión y Tradia es la intrínseca para dicho negocio, y no la del conglomerado de actividades.

Sobre ello, es conveniente manifestar nuevamente que la valoración de la prima por riesgo de Retevisión y Tradia aprobada no es el resultado de la aplicación automática de la prima por riesgo de la deuda de ABERTIS, sino que, por el contrario, responde a un análisis pormenorizado de la capacidad de endeudamiento y de la posición crediticia de Retevisión y Tradia considerando los efectos de su pertenencia al grupo Abertis. Como quedó establecido en la Resolución de la Comisión de 21 de julio, *“la consideración de los efectos de la pertenencia de Retevisión y Tradia al grupo Abertis en la evaluación de la prima por riesgo de sus deudas no supone conceder una subvención a sus tipos de interés, sino evaluar el coste de sus deudas conforme a su estructura jurídica y posición en el mercado de capitales”*.

Además, deben destacarse las diferencias existentes entre los riesgos recogidos en el parámetro beta y en la prima por riesgo de la deuda, que suponen que la pertenencia de Retevisión y Tradia al grupo Abertis tenga un efecto muy diferente en uno y otro caso.

En primer lugar, el parámetro beta es la valoración del riesgo de mercado no diversificable al que está expuesta la rentabilidad de los fondos propios originado por la volatilidad de su rentabilidad respecto a los movimientos del mercado. Por este motivo, la influencia de la pertenencia de Retevisión y Tradia al grupo Abertis sobre su riesgo de mercado no resulta significativa, sino que el efecto previsible actúa en sentido contrario: el riesgo de mercado no diversificable del grupo Abertis es resultado de la interacción de los riesgos de mercado de sus empresas filiales, conforme a las predicciones establecidas por las teorías financieras de selección de cartera.

En segundo lugar, la prima por riesgo de la deuda es la valoración del riesgo de crédito al que están expuestos los prestamistas, que se origina por la incapacidad del prestatario de hacer frente a sus obligaciones financieras y que se determina conforme a la probabilidad y a la severidad del posible impago.

Por tanto, la exposición de Retevisión y Tradia al riesgo de crédito sí está mitigada por su pertenencia al grupo Abertis, puesto que dicha pertenencia le permite beneficiarse de políticas financieras centralizadas que permitan atenuar la posibilidad de impagos mediante el trasvase de fondos o la refinanciación en condiciones favorables, y le permite acceder a un conjunto de garantías que son requeridas para el establecimiento de las relaciones crediticias.

Por otra parte, ABERTIS manifiesta que el resultado que se obtiene de la Resolución impugnada es el de equiparar la capacidad de endeudamiento y riesgo de un grupo con una *“diversificación global y perfil de generación de caja como Vodafone España, S.A.*



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

*(AEM 2004/572) con Abertis Telecom, lo cual desde un punto de vista de mercados de capital es difícilmente sostenible”.*

En relación con lo anterior, debe resaltarse que el coste de la deuda aprobado por la Comisión para Retevisión y Tradia en la Resolución correspondiente al expediente AEM 2005/817 (Resolución de 21 de julio de 2005) y para Vodafone en la Resolución correspondiente al expediente AEM 2004/572 (Resolución de 1 de julio de 2004) resultó de la evaluación de la capacidad de endeudamiento y de la posición crediticia de cada operador conforme a la metodología que se ha detallado en este informe, motivo por el cual los valores aprobados para cada uno de los operadores respondieron a su propia situación y no a un análisis comparativo entre ABERTIS y Vodafone.

Dicho lo anterior, es conveniente señalar que el tamaño y la diversificación son dos variables que contribuyen a explicar la capacidad de endeudamiento de una determinada empresa o grupo empresarial, pero no son las únicas<sup>5</sup>. A modo de ejemplo, las calificaciones crediticias concedidas por las agencias de Fitch a las deudas contraídas por Abertis Infraestructuras, S.A., y por Vodafone PLC, son iguales en el caso de las deudas a corto plazo (F1) y son mejores para las deudas a largo plazo de Abertis Infraestructuras, cuya calificación es de A+ frente a la calificación A de Vodafone PLC, a pesar de las diferencias en sector de actividad, tamaño, o grado de diversificación.

Por último, ABERTIS manifiesta que el cálculo del diferencial en concepto de la deuda establecido por la Resolución impugnada, determinado por *“restar al Euribor más un diferencial de mercado, la tasa libre de riesgo”*, no es un método de estimación realista puesto que no es coherente comparar el Euribor, sujeto a fluctuaciones a corto plazo, con la tasa libre de riesgo, vinculada a un activo con vencimiento a largo plazo.

Además, ABERTIS sostiene que el coste de la deuda debe obtenerse como resultado de utilizar el IRS a 7 o 10 años, que presentaría un promedio de 4,65% y 4,9% respectivamente, más un diferencial de 250 p.b. en concepto de prima por riesgo, afirmando que este es el valor recogido en las ofertas de refinanciación de la deuda de Retevisión que fue acreditado mediante la aportación de una oferta de financiación de una entidad financiera en el seno del expediente de referencia.

Debe señalarse sobre dicho aspecto que la valoración de la prima por riesgo de Retevisión y Tradia aprobada por la Comisión en su Resolución de 21 de julio consideró la evidencia presentada por ABERTIS en la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información practicado en el seno del expediente AEM 2005/817, y en particular, consideró la propuesta indicativa de financiación<sup>6</sup> a la que

---

<sup>5</sup> Por ejemplo, la metodología de *rating* para empresas de Fitch utiliza tanto factores cualitativos (riesgo sectorial, entorno operativo, posición de mercado, parámetros de gestión, etc.) como cuantitativos (liquidez – en especial conforme a los ratios de liquidez, cobertura y apalancamiento -, beneficios, estructura del capital, y flexibilidad financiera).

<sup>6</sup> La propuesta indicativa de financiación aportada por Abertis Telecom es una propuesta de financiación en condiciones de largo plazo estructurada en tres tramos (facilidades) vinculados a operaciones de adquisición y a inversiones en activos fijos y en activos circulantes, cuyos tipos de interés son tipos variables indicados al Euribor más el margen correspondiente. Los márgenes iniciales se establecieron en 2,25%, 2,875%, y 3,25%, para los tramos incluidos en la primera facilidad; 2,25% para la segunda; y 1,75% para la tercera. Su evolución quedó





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ABERTIS hace referencia en sus alegaciones. El texto de la Resolución incluyó los argumentos siguientes:

*“Por otra parte, de la revisión de la documentación correspondiente a las condiciones crediticias que se acaban de mencionar se desprende que el diferencial propuesto de 250 p.b. es un diferencial medio inicial sujeto a revisión, situado en un rango inicial entre el 1,75% y el 3,25%, que corresponde a las condiciones de refinanciación de la deuda de Retevisión en el proceso de adquisición por Abertis Telecom y a distintos tramos de deuda vinculada a financiación de inversiones en activos fijos y circulantes. Además, el tipo de interés de cada uno de los tramos anteriores es un tipo de interés variable, que excluyendo los costes de la operación por cuenta del prestatario, corresponde al Euribor más el diferencial correspondiente”.*

En este sentido, atendiendo a los argumentos y a la evidencia aportada, se consideró razonable valorar la prima por riesgo de la deuda en un 2,50% sobre el Euribor.

Asimismo, el texto de la Resolución de 21 de julio manifestaba lo siguiente:

*“Por tanto, considerando que el Euribor se situó durante el año 2004 en un intervalo aproximado entre el 2,00% y el 2,50%, conforme a los datos de Banco de España, el tipo de interés resultante de aplicar el diferencia propuesto por Abertis Telecom se situaría en el intervalo del 4,50% - 5,00%”.*

La prima por riesgo de la deuda respecto del tipo de interés libre de riesgo correspondiente al ejercicio 2004 quedó valorada, por tanto, en un intervalo del 0,32% - 0,82% (entre 32 p.b. y 82 p.b.). Como resultado, se aprobó para los ejercicios 2004 y 2005 el límite superior del intervalo, 82 p.b., y se valoró el coste de la deuda antes de impuestos de Retevisión y Tradia en un 5% y un 4,36% respectivamente. Debido a la constancia de la prima por riesgo de la deuda en ambos ejercicios, la reducción del coste de la deuda aprobada para el ejercicio 2005 es el resultado de trasladar la reducción de tipos de interés en los mercados de deuda sobre los costes financieros, cuyo efecto es directo para las condiciones de financiación con tipos de interés variables como es el caso de la propuesta indicativa de financiación a la que Abertis Telecom hace referencia en sus alegaciones.

Dicho lo anterior, la prima por riesgo de la deuda aprobada por la Comisión no resulta de la comparación del Euribor con el tipo de interés libre de riesgo, sino de la valoración del coste de la deuda proporcionada por ABERTIS en la documentación crediticia y de su referencia posterior al tipo de interés libre de riesgo proporcionado por las Obligaciones del Estado a 10 años, con el objetivo de garantizar la coherencia interna de los cálculos de la tasa de retorno puesto que dicho tipo de interés está incluido en el cálculo del coste de los fondos propios de Retevisión y Tradia. Debe destacarse además la coherencia de la valoración de la prima por riesgo de la deuda de Retevisión y Tradia con otras evidencias aportadas por ABERTIS en el seno del expediente AEM 2005/817. A este respecto, ABERTIS manifiesta en la documentación



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

aportada que el coste medio de la deuda utilizado en proyecciones financieras de Retevisión se situó en el intervalo del 4,6% - 5%.

Por otra parte, el activo de referencia utilizado en la documentación crediticia es el Euribor, y no el *swap* de tipos de interés (IRS). Además, respecto a la solicitud de ABERTIS de vincular la prima por riesgo de la deuda al tipo del IRS como resultado de las condiciones de cobertura establecidas en la propuesta indicativa de financiación, es necesario realizar las consideraciones siguientes:

1. La operación de referencia propuesta por ABERTIS para la determinación de la prima por riesgo de la deuda es una operación de financiación estructurada a tipo variable con cobertura posterior mediante la transformación a tipo fijo con la formalización de un *swap*. A este respecto, deben diferenciarse los costes de financiación de los costes de cobertura:
  - a. Los costes de financiación dependen de las condiciones establecidas en la oferta indicativa de financiación y están vinculados al Euribor más un margen. Estos costes proporcionan el coste de la deuda a incluir en la tasa de retorno.
  - b. Respecto a los costes de cobertura, estos dependen de la operación concreta de cobertura que realice ABERTIS. En este sentido, debe destacarse que la transformación a tipo fijo mediante la formalización de un *swap* no es la única posibilidad disponible para ABERTIS, que puede, además, contratar acuerdos sobre tipos de interés a plazo (FRA's) o acudir a los mercados de futuros financieros sobre tipos de interés, motivo por el cual no parece razonable vincular *a priori* la prima por riesgo de la deuda a operaciones de *swap* sin analizar primero las ventajas en costes de las operaciones alternativas. Por otra parte, el tratamiento de estos costes deberá realizarse conforme a las disposiciones establecidas en el Sistema de Contabilidad de Costes de ABERTIS.
2. Las condiciones de cobertura establecidas en la propuesta indicativa de financiación hacen referencia a la implantación de un programa de cobertura a tres años. En este sentido, si el programa de cobertura se realizase mediante la formalización de un *swap*, la duración requerida sería de tres años, no de siete o diez años como alega ABERTIS.
3. Además, como pone de manifiesto la curva de rendimientos del IRS que se incluye en este informe, el tipo medio del *swap* a tres años es levemente superior al 2,50%, de forma que vincular una prima por riesgo de la deuda de 250 p.b. al tipo del *swap* a tres años proporciona un coste de la deuda ligeramente superior al 5%. Puesto que el tipo medio del *swap* es un tipo de referencia vinculado a operaciones que no están generalmente libres de riesgo de crédito<sup>7</sup>, dicho tipo medio incluye una prima por riesgo sobre los activos de Deuda Pública que debería descontarse de la prima por riesgo de la deuda de Retevisión y Tradia. Como

---

<sup>7</sup> Un *swap* de tipos de interés (IRS) es un producto financiero derivado de renta fija en el que las partes contratantes intercambian dos corrientes de flujos de caja, un flujo de caja determinado por un tipo de interés variable a aplicar sobre el notional del *swap*, y un flujo de caja determinado por un tipo de interés fijo a aplicar sobre dicho notional.

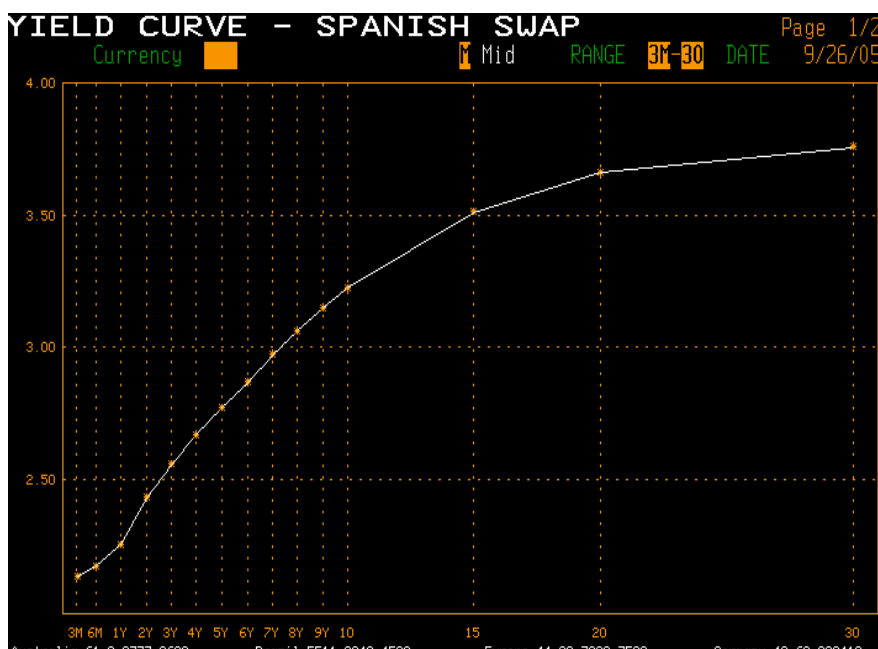


## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

resultado, se pone de manifiesto aún utilizando la operación de financiación estructurada propuesta por ABERTIS en la determinación de la prima por riesgo de la deuda el coste de la deuda obtenido se sitúa en el entorno del 5%, valor aprobado por la Comisión para la determinación de la prima por riesgo de la deuda de Retevisión y Tradia para el año 2004.

Dicho lo anterior, debe considerarse que la utilización del tipo de interés de las Obligaciones del Estado a diez años en el mercado primario como indicador del tipo de interés libre de riesgo para el establecimiento del coste de la deuda es metodológicamente más correcto que la utilización del tipo de interés pactado en las operaciones de *swap*, debido a que estas operaciones financieras no están, en general, libres de riesgos de crédito.

Figura 3: Curva de tipos del IRS.



Fuente: Bloomberg.

En atención a todo lo anterior, y vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, esta Comisión



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### RESUELVE

**ÚNICO.-** Desestimar en su totalidad el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad Abertis Telecom, S.A.U. contra la Resolución de esta Comisión, de fecha 21 de julio de 2005, sobre la propuesta de Abertis Telecom, S.A.U. de tasas anuales de retorno de Retevisión I, S.A.U. y Difusió Digital Societat de Telecomunicacions, S.A., a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios 2004 y 2005 (AEM 2005/817).

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 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.

EL SECRETARIO

Vº Bº

EL PRESIDENTE

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera