



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 31/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 21 de septiembre 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 TELEFÓNICA DE ESPAÑA, S.A.U. CONTRA LA RESOLUCIÓN DE FECHA 23 DE FEBRERO DE 2006 SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFÓNICA DE ESPAÑA, S.A.U. DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2006. (AEM 2005/1752).

En relación con el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad Telefónica de España, S.A.U. contra la Resolución de fecha 23 de febrero de 2006 sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2005/1752), el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha adoptado, en su sesión núm. 31/06 del día de la fecha, la siguiente Resolución:

Resolución de 21 de septiembre de 2006, recaída en el expediente AJ 2006/487.

HECHOS

PRIMERO.- Con fecha 23 de febrero de 2006, el Consejo de esta Comisión aprobó una Resolución sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006. En la citada Resolución se resolvió lo siguiente:

“Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Telefónica de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2005, del 10,00%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC)



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

propuesta por dicha operadora. La tasa de retorno aprobada se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes que la Comisión aprobó mediante Resolución de 15 de junio de 2000.”

SEGUNDO.- Con fecha 11 de abril de 2006, ha tenido entrada en el Registro de esta Comisión un escrito en nombre y representación de la entidad Telefónica de España, S.A.U. (en adelante, TESAU) por el que interpone recurso potestativo de reposición contra la Resolución a la que se refiere el antecedente de hecho anterior. En dicho escrito formula básicamente las siguientes alegaciones:

1. *“Sobre la falta de motivación en la adopción del tipo de interés libre de riesgo. Artículos 62.1.f) y 54.1.f) LRJPAC”.*

Recuerda que para el parámetro que es objeto de la presente alegación se ha venido utilizando el valor de las Obligaciones del Estado a diez años y que en su propuesta estimó el tipo de interés libre de riesgo como la media de las expectativas de los analistas para la rentabilidad en el mercado primario de estas obligaciones. Señala que los informes de los analistas indicaban que las rentabilidades en diciembre de 2005 estaban 40 puntos básicos por debajo de las previsiones, por lo que la estimación para el 2006 se situaba en un 3'70%.

Alega que esta Comisión, sin entrar a motivar las razones por las que no acepta su propuesta, valora el tipo libre de riesgo como la media ponderada de los tipos medios de las últimas tres subastas, fijando este tipo para el 2006 en el 3,34%. Manifiesta que el criterio utilizado podría valer en un entorno económico estático pero no en una situación de cambio como la actual, en la que claramente los tipos de interés siguen una tendencia alcista, por lo que entiende que *“lo razonable es valorar el parámetro mirando al futuro en vez de usar los datos del pasado y por tanto, utilizar el promedio de las previsiones para los próximos cuatro trimestres de los analistas ya que recogen la situación prevista para el mercado de deuda para 2006”.*

De acuerdo con lo anterior señala que las expectativas de los mercados financieros para 2006 son alcistas, como ponen de manifiesto los últimos informes de analistas y además ha quedado patente en la última subasta de Deuda Pública del día 16 de marzo de 2006, por lo que *“considera que el tipo libre de riesgo a aplicar para el 2006 debería ser el de la última subasta (16 de marzo), es decir, 3,694%, lo que además sería consistente con lo que se ha venido realizando en ejercicios anteriores”.*

2. *“Sobre la falta de motivación de las ponderaciones del negocio. Artículos 62.1.f) y 54.1.f) LRJPAC”.*

Señala que esta Comisión ha realizado una estimación del peso de cada área de negocio en función de los ingresos y que según esta Comisión, de la información contenida en las cuentas anuales del ejercicio 2004 de Telefónica



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de España se desprende que el negocio de datos e Internet representaría alrededor de un 25-30% de la actividad de la operadora.

Frente a ello alega que según la Memoria 2005 de TESAU (nota 16.1 Ventas y prestaciones de servicios) se puede comprobar que los servicios de Internet y banda ancha han pasado de representar el 40'5% en el 2004 al 56'6% en el 2005, con lo que se comprueba que esta última cifra es superior a la propuesta inicialmente del 50% y por tanto muy lejos del 25-30% que esta Comisión estima.

3. *“Sobre la falta de motivación respecto a la adopción del parámetro beta aplicado por la CMT. Artículos 62.1.f) y 54.1.f) LRJPAC”.*

Manifiesta que en el expediente de referencia no existe ningún soporte documental que justifique la decisión por la que se ha aplicado una beta del 0'967, lo que evidencia que dicho valor ha sido fijado en función de los resultados que se querían obtener, esto es, un WACC del 10% y manifiesta que la ausencia de justificación del citado parámetro le ha generado indefensión

Señala que para medir el riesgo en el mercado ha tenido en cuenta el perímetro de gestión que incorporan las actividades de transmisión de datos e Internet, las cuales son valoradas por el mercado como de mayor riesgo así como la transformación del negocio desde servicios tradicionales de telefonía fija hacia la prestación de nuevos servicios de banda ancha. Por lo que consideran adecuado estimar *“el riesgo de Telefónica de España para el conjunto de sus actividades mediante la “Raw Beta” obtenida a partir de la beta histórica que resulta de medir la volatilidad de la cotización de Telefónica S.A. respecto al IBex-35, y la media de la Raw Beta de empresas cuya actividad se centra en el negocio de datos e Internet y cotizadas en Bloomberg. Esta Comisión, a pesar de las justificaciones dadas por mi representada no ha entrado a analizar estas premisas ni la conclusión final alcanzada por mi representada basándose en criterios objetivos.”.*

Expone que de la aplicación del método citado anteriormente, asociando al negocio tradicional (1'14) y un segundo valor (1'36) al negocio de transmisión de datos e Internet, resulta una Beta para el cálculo del WACC para Telefónica de España en el ejercicio de 2006 de un 1'25.

Asimismo alega que no estima oportuno el argumento hecho por esta Comisión respecto a las betas del negocio de datos e Internet ya que para dar consistencia a la muestra aportada han tenido en cuenta tanto empresas con una delicada situación financiera¹ como empresas que presentan betas muy

¹ Equant y Colt.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

bajas² pese al tipo de negocio que desarrollan, por lo que *“la media presentada de 1’36 refleja bien el universo de empresas que operan en dichos negocios”*.

Por último manifiesta que habiendo analizado la metodología propuesta por esta Comisión para el cálculo de la beta, no se han obtenido resultados concluyentes al depender el resultado final en gran parte, del momento en que se realicen los citados cálculos.

TERCERO.- Con fecha 26 de abril de 2006, mediante escrito del Secretario de esta Comisión, se requirió a la recurrente que determinase qué consideraba que estaba incluido en la tabla relativa a sus *“Ventas y prestaciones de servicios”* obrante en el segundo motivo del citado recurso.

CUARTO.- Con fecha 16 de mayo de 2006 ha tenido entrada en el Registro de esta Comisión escrito de mejora del recurso, por el que se da contestación al requerimiento al que se refiere el antecedente de hecho anterior, en el que procede a desglosar las cuentas de ingresos de la contabilidad financiera asignadas a cada concepto de la tabla referenciada anteriormente, información respecto a la cual solicita la declaración de confidencialidad al amparo del artículo 37.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LRJPAC).

A los anteriores hechos les 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 11 de abril de 2006, 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

² T-online y Kingston.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

reposición interpuesto contra la Resolución de esta Comisión de fecha de 23 de febrero de 2006.

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 falta de motivación (artículo 62.1.f) de la LRJPAC) invocada por la recurrente como motivo del recurso de reposición interpuesto.

En el presente fundamento procede poner de manifiesto que la recurrente ha incurrido en un error al haber aludido al apartado f) del artículo 62.1 de la LRJPAC como fundamento del recurso interpuesto ya que del mismo se infiere que ha sido fundamentado en el apartado e) del citado artículo, fundamentación que será rebatida a continuación.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Segundo.- Sobre la alegación referida al incumplimiento de los artículos 62.1.e) y 54.1.f) de la LRJPAC invocados por la recurrente como motivo del recurso de reposición interpuesto.

La recurrente invoca como motivo del recurso interpuesto el artículo 54.1.f) de la LRJPAC que establece que serán motivados, con sucinta referencia de hechos y fundamentos de Derecho *“Los actos que se dicten en el ejercicio de potestades discrecionales, así como los que deban serlo en virtud de disposición legal o reglamentaria expresa”*. *La falta de motivación implica, según TESAU, la nulidad de pleno derecho de la resolución recurrida, por prescindir del procedimiento legalmente establecido.*

Teniendo en cuenta el contenido de los actos objeto del presente epígrafe, no cabe sino concluir en su necesaria motivación, al incidir éstos en los intereses legítimos de los operadores a los que afecten y al derivarse la necesidad de tal motivación de los principios generales de legalidad, tutela judicial efectiva, prohibición de la arbitrariedad y exigencia de objetividad.

Llegados a este punto procede analizar si al acto recurrido se le había dotado de la debida motivación o no.

A tales efectos, procede traer a colación la reiterada interpretación jurisprudencial en relación con la motivación de los actos administrativos, con arreglo a la cual la exigencia contenida en el artículo 54.1 de la LRJPAC se traduce en la obligación de exteriorizar las razones que sirven de fundamento a la decisión administrativa, realizando una sucinta referencia a los hechos y fundamentos de Derecho que dan lugar a la adopción de la decisión, en aras de permitir a los afectados ejercitar debidamente su derecho de defensa, pero sin que se requiera una profunda, extensa y detallada exposición de los razonamientos o argumentos determinantes de su adopción.

En este sentido, el Tribunal Supremo en Sentencia de fecha 29 de marzo de 2004 (RJ 2004/1849), señalaba lo siguiente:

“El deber de motivación de los actos administrativos tiene por finalidad, según se refiere en la sentencia de esta Sala de 10 de diciembre de 2003 (RC 3905/2000 [RJ 2003\9526]), que el interesado conozca los motivos que conducen a la resolución de la Administración, con el fin, en su caso, de poder rebatirlos en la forma procedimental regulada al efecto”.

Asimismo, en Sentencia de fecha 19 de febrero de 2002 (RJ 2002/2957) establecía que:

“...tampoco se vulnera el artículo 54 de la Ley 30/1992 en la última modificación operada por la Ley 4/1999 respecto de la exigencia de motivación aludida por la parte recurrente como causa de nulidad del acto administrativo



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

impugnado, puesto que como ya indicara reiterada jurisprudencia de esta Sala, de la que son exponente, entre otras, las sentencias de 20 de enero de 1998 (RJ 1998\1418) y la posterior de 25 de mayo de 1998 (RJ 1998\4486), en el Acuerdo impugnado se da cumplida respuesta y se da a conocer a la destinataria las razones de la decisión, permitiendo frente a ella la interposición de los recursos procedentes”.

Por último, en Sentencia de fecha 12 de diciembre de 1990 (Ar. 1990/9918) se establecía lo siguiente:

“la brevedad de los términos y la concisión expresiva de un acto administrativo, no puede confundirse con su falta de motivación”.

Dicho todo lo anterior procede desestimar la alegación de la recurrente ya que parece estar confundiendo la falta de motivación con el hecho de no compartir el criterio establecido por esta Comisión. Tal y como se demostrará en los fundamentos siguientes, esta Comisión sí ha fundamentado los criterios que determinaron la aprobación de una tasa de retorno del 10%, exponiendo y desarrollando con la debida separación entre hechos y fundamentos de Derecho, los procedimientos que determinaron la aprobación del parámetro citado y la mejor muestra de la existencia de tal motivación es, precisamente el recurso de reposición interpuesto por TESAU en el que se rebaten los distintos argumentos esgrimidos por esta Comisión en la Resolución impugnada.

Tercero.- Sobre la falta de motivación en la adopción del tipo de interés libre riesgo.

La recurrente manifiesta que en su propuesta estimó el tipo de interés libre de riesgo como la media de las expectativas de los analistas para la rentabilidad en el mercado primario de las obligaciones del Estado a diez años. Teniendo en cuenta que los informes de los analistas indicaban que las rentabilidades en diciembre de 2005 estaban 40 puntos básicos por debajo de las previsiones, la estimación para el 2006 se situaba en un 3'70%.

Alega que esta Comisión, sin entrar a motivar las razones por las que no acepta su propuesta, valora el tipo libre de riesgo como la media ponderada de los tipos medios de las últimas tres subastas, fijando este tipo para el 2006 en el 3,34%, respecto a lo que manifiesta que el criterio utilizado podría valer en un entorno económico estático pero no en una situación de cambio como la actual y señala que, dado que las expectativas de los mercados financieros para 2006 son alcistas, como ponen de manifiesto los últimos informes de analistas y además ha quedado patente en la última subasta de Deuda Pública del día 16 de marzo de 2006, el tipo libre de riesgo a aplicar para el 2006 debería ser el de la última subasta (16 de marzo de 2006), es decir, 3,694%.

Frente a las alegaciones de la recurrente, *a priori* es preciso poner de manifiesto que esta Comisión es consciente de la dificultad existente en la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

identificación del valor del tipo de interés libre de riesgo de la economía española a efectos de su uso en la metodología del cálculo de la tasa de retorno del operador. Esta dificultad deriva del hecho de que se trata de estimar el valor futuro de una variable, el tipo de interés libre de riesgo para el ejercicio 2006, a partir de datos del pasado (valores de los tipos de interés disponibles con anterioridad a la fecha de cada Resolución, en este caso, de 23 de febrero de 2006).

Teniendo en cuenta lo anterior, sobre las observaciones de la recurrente en relación con el parámetro objeto de la presente alegación procede realizar las siguientes consideraciones:

- Sobre la metodología utilizada por esta Comisión.

Esta Comisión ha estimado el tipo de interés libre de riesgo tomando en consideración la panorámica del mercado de deuda y la evolución de los últimos datos de tipos de interés resultantes de las subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a diez años, considerando que estos últimos valores disponibles tienden a incorporar las tendencias para el resto del año. De esta forma, en los ejercicios 2004 y 2005³, esta Comisión consideró que dada la evolución a la baja de los tipos de interés, el tipo resultante de una de las primeras subastas del año era una buena previsión del valor para el ejercicio que entraba. A tales efectos procede recordar lo manifestado por esta Comisión en Resolución de fecha 27 de mayo de 2004:

“Tipo de interés libre de riesgo

En lo que respecta al tipo de interés libre de riesgo, los resultados de las subastas de Deuda Pública de la Administración Central durante el año 2003, proporcionados por el Boletín Estadístico del Banco de España en su capítulo dedicado al Mercado Primario de Valores, muestran que los tipos medios ponderados a la emisión de las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años, O-10A, durante los meses de Enero, Marzo, Junio, Julio, Septiembre y Noviembre de 2003, fueron un 4,26%, un 3,85%, un 3,74%, un 4,00%, un 4,39% y un 4,40% respectivamente. Además, el tipo medio ponderado en Febrero de 2004 fue un 4,18%.

Esta Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo, para la determinación del WACC de Telefónica en el ejercicio 2004, en un 4,18%, conforme a la evolución del tipo de interés a la emisión de las Obligaciones del Estado a 10 años durante el ejercicio 2003, y a la situación actual de la estructura temporal de tipos de interés en el Mercado Primario de Deuda Pública. Como se ha mencionado, este

³ Resolución de 27 de mayo de 2004 sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el computo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2004 (AEM 2004/35) y Resolución de 31 de marzo de 2005 sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U., de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005 (AEM 2004/1959).

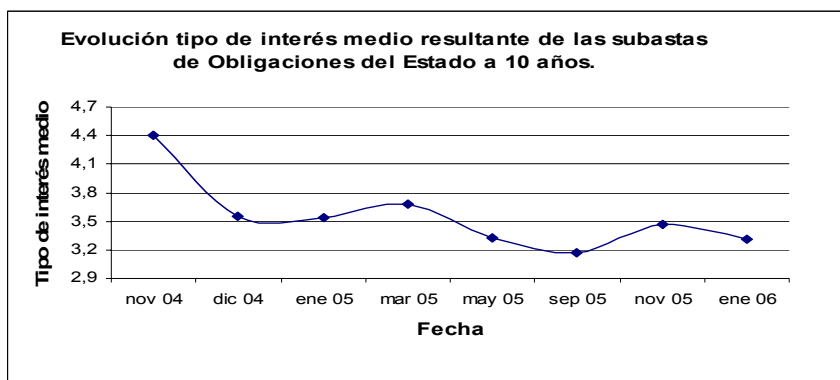


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

valor corresponde al tipo medio ponderado al que se adjudicaron, en la subasta celebrada el 19 de febrero de 2004, Obligaciones del Estado a 10 años con última fecha de vencimiento el 30/07/2004”.

En el ejercicio 2006, esta Comisión ha considerado que sería erróneo tomar el valor de la última subasta disponible que fue la de enero de 2006, por ser este valor manifiestamente bajo y al presentar la serie una oscilación al alza en noviembre de 2005 (ver gráfico obrante en la página siguiente). Sin embargo, tampoco podía ignorar la magnitud de este último tipo de interés disponible y por esa razón, para el ejercicio 2006 se decidió tomar como la alternativa más cercana a la usada en ejercicios anteriores, una media ponderada de los tres últimos datos disponibles, del 3'34%, considerando que esta medida sería una estimación más fidedigna del tipo de interés sin riesgo para el ejercicio 2006 que el valor puntual de enero de 2006.

Asimismo procede indicar que si esta Comisión hubiera utilizado el mismo método que el de los dos últimos ejercicios, el tipo de interés resultante habría sido de un 3'31%, el valor del tipo de interés medio resultante en la subasta de 19 de enero de 2006.



- Sobre la metodología propuesta por la recurrente.

Tal y como se ha señalado anteriormente, esta Comisión reconoce la dificultad que entraña la estimación del indicador objeto de la presente alegación, dificultad que ha quedado patente en la horquilla de valores propuestos por los distintos analistas de la muestra de TESAÚ, valores que fueron entregados a esta Comisión como respuesta al requerimiento de información remitido.

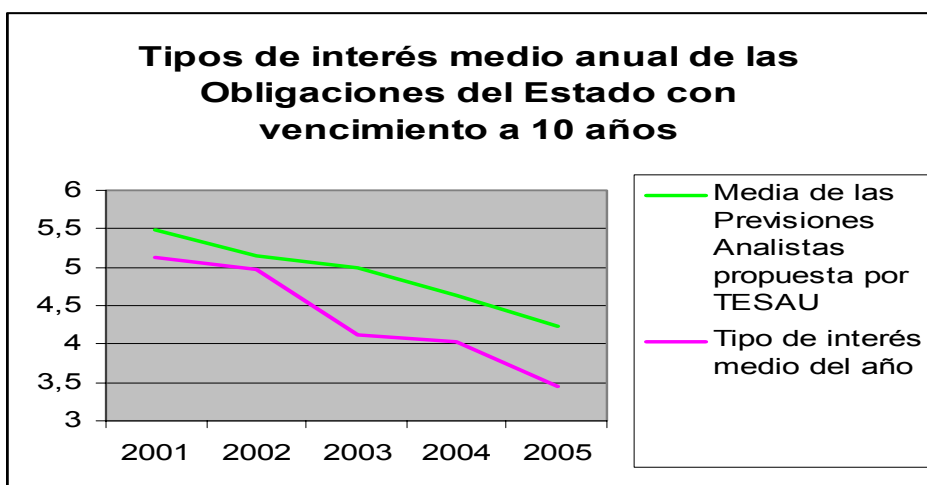
Los citados valores oscilan entre el 3,00% y el 4'6%. Dicha muestra de valores tiene un valor promedio de 3'7 y una desviación típica del 0'4. Esta alta varianza de los valores resulta de las diferencias entre las previsiones de los bancos y puede atribuirse a los distintos métodos de estimación usados por éstos. Contrariamente a lo que indica TESAÚ en su recurso, todas estas estimaciones de los analistas están lógicamente basadas en informaciones del



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

pasado y desde esta perspectiva, no son distintas en su uso de información a las estimaciones propias de esta Comisión. Sin embargo, existe una diferencia que evidencia la mejor calidad de la estimación puntual realizada por esta Comisión en la Resolución recurrida, diferencia que queda patente en el hecho de que ninguna de las estimaciones propuestas por los analistas recogía en forma alguna el dato de la tendencia a la baja de la subasta realizada con fecha de 19 de enero de 2006 y que por lo tanto, en ese momento todas ellas sobreestimaban, en mayor o menor medida, el valor del tipo de interés libre de riesgo.

Asimismo, procede poner de manifiesto que esta Comisión desconoce las metodologías empleadas por los distintos bancos de inversión en sus estimaciones del parámetro de tipo de interés libre riesgo y los criterios de la recurrente en la selección de la muestra de bancos y analistas, lo que dificulta la evaluación de los sesgos en los estimadores propuestos. En este sentido procede recordar que en el ejercicio 2005, la recurrente propuso un tipo de interés libre de riesgo del 4'34% resultante de una media aritmética de las previsiones sobre tipo de interés de una muestra de bancos de inversión prácticamente idéntica a la del ejercicio 2006. El tipo de interés medio del ejercicio 2005 fue de un 3'44%, 0,90 puntos por debajo de la previsión de TESAÚ⁴. De hecho, desde 2001 la estimación de TESAÚ se basa en la media aritmética de las previsiones de los analistas y esta estimación sistemáticamente resulta en previsiones con un sesgo al alza del tipo de interés medio en el mercado primario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, como se indica en el siguiente gráfico. Esto es un tanto sorprendente al tratarse de previsiones a corto plazo por lo que, se debería anticipar que en las estimaciones del operador los errores fueran tanto a la baja como al alza. Es por esta razón que esta Comisión no considera inadecuada una estimación alternativa, basada en datos y criterios conocidos, que intente corregir parcialmente el sesgo observado en la de TESAÚ.



⁴ La estimación de esta Comisión para el ejercicio 2005 fue del 3'54%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por último, y en relación con la solicitud de la recurrente de que en la resolución del recurso de reposición interpuesto se tome en cuenta como tipo libre de riesgo a aplicar el resultado de la subasta celebrada el día 16 de marzo de 2006 procede señalar que no se puede aceptar una revisión del valor del tipo de interés de libre riesgo propuesto conforme al resultado citado ya que ese valor no existía en el momento en el que se dictó la Resolución recurrida.

Tal y como ha establecido el Tribunal Supremo (RJ 1997/6035), *“todo recurso de reposición constituye una revisión de los hechos y aplicación del derecho efectuados en la resolución recurrida”*. La finalidad de un recurso de reposición es determinar si en un procedimiento administrativo se ha producido algún vicio de nulidad o anulabilidad que determine que no se ajusta a Derecho y no, como parece ser la intención de la recurrente, que se vuelva a iniciar un procedimiento finalizado al no estar de acuerdo con la Resolución que ha puesto fin al mismo.

De manera que, la Resolución de un recurso de reposición no puede determinar la modificación del acto recurrido por datos que hayan aparecido con posterioridad a la fecha que éste haya sido dictado, ya que de ser así no existiría ningún acto administrativo firme al ser todos susceptibles de ser modificados por hechos acaecidos con posterioridad.

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

Cuarto.- Sobre la falta de motivación de las ponderaciones del negocio.

La recurrente manifiesta que la ponderación realizada por esta Comisión del peso de sus áreas de negocio de datos e Internet (25-30%) discrepa del que realmente es, esto es 56'6%, obtenido de la Memoria 2005 de Telefónica de España.

Respecto a lo alegado por la recurrente es preciso poner de manifiesto que esta Comisión ha estimado el peso del negocio de datos e Internet sobre el total de la actividad de TESAU tomando como datos de origen los datos de ingresos comprendidos en el Informe Anual del Grupo Telefónica 2004 (tabla obrante en página 80) y del Informe de Resultados Trimestrales del último trimestre de 2005 (tabla obrante en página 23). Las tablas citadas aportan un desglose de los ingresos de TESAU por línea de actividad. A modo de ejemplo a continuación se muestran sin desglosar a pleno detalle los datos disponibles en el Informe Trimestral referentes a enero-diciembre de 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Acceso Tradicional ⁵	2.826,2
Servicios de voz tradicional	5.161,8
Servicios de Internet y Banda Ancha	1.904,7
Servicios de Datos	1.031,0
Servicios TI	326,8
Total de Ingresos por Operaciones	11.250,5

Datos en millones de euros

Una estimación al alza de los ingresos atribuibles a los servicios de Internet y Datos resulta de la suma de las cifras de Servicios de Internet y Banda Ancha, Servicios de Datos y Servicios TI⁶: 3,2625 millones de euros. Estos representan un 28'9% de los ingresos totales de la actividad de TESAU. Un ejercicio similar basado en los datos incluidos en la tabla del Informe Anual 2004 resultaba en una proporción del 26'5%.

Por lo que, tal y como ha quedado demostrado, los cálculos realizados por esta Comisión resultan de informaciones propias del operador disponibles en fuentes públicas.

El justificante aportado por la recurrente sobre la ponderación citada del 50% ha tenido lugar con la interposición del recurso potestativo de reposición que ha dado lugar a la presente Resolución. En el citado recurso aporta una tabla de distribución de sus ingresos, importes que no se relacionan con los importes referenciados en las tablas de distribución de ingresos de TESAU disponibles en las fuentes públicas anteriormente citadas. Dada la imposibilidad de comprobar las cifras indicadas en la tabla y de identificar cuáles de esos ingresos eran debidos a actividades tradicionales, se solicitó a la recurrente un escrito de mejora del recurso presentado en el que procediera a indicar que consideraba que estaba incluido en los conceptos referenciados en la tabla.

En respuesta a la solicitud de esta Comisión, la recurrente ha remitido un listado de las partidas contables incluidas en cada concepto. En el citado escrito y una vez más, tal y como la recurrente ha obrado en el procedimiento administrativo que ha finalizado en la Resolución recurrida, vuelve a no justificar la relación existente entre el 56% solicitado y las partidas contables presentadas, por lo que, ante la falta de justificación del citado dato procede desestimar la alegación realizada, convalidando el resultado obtenido por esta Comisión.

Por último, procede poner de manifiesto que la consideración realizada por esta Comisión relativa a que la recurrente estaba sobre ponderando en sus estimaciones el negocio de datos e Internet era una de las cuatro críticas que hizo a la metodología de TESAU en la Resolución recurrida, al realizar el

⁵ Ingresos por cuotas de abonos y conexión (RTB, TUP, RDSI y Servicios Corporativos) y Recargos en cabinas.

⁶ Los servicios TI son servicios de consultoría que tanto se pueden ocasionar por servicios tradicionales como por servicios nuevos. Adicionalmente, en el dato de Servicios de Datos se incluyen servicios de voz, asociados al negocio tradicional como son los circuitos RPV.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

cálculo de su beta a partir de la ponderación de una beta asociada al negocio de datos e Internet y de una beta asociada a su negocio tradicional. Esto es, al utilizar la siguiente ecuación:

Beta TESAU= Beta negocio tradicional x proporción de negocio tradicional + beta negocio Internet y datos x proporción de negocio Internet y datos.

Las citadas cuatro críticas resultaban conjuntamente en un rechazo de los razonamientos y de la conclusión de la recurrente con respecto al cálculo de su beta. Las otras tres críticas realizadas por esta Comisión consistían en lo siguiente:

- Que no debería usar la beta de Telefónica, S.A. como referencia para la beta de su negocio tradicional al existir diferencias significativas entre los riesgos operativos y financieros de las dos empresas. Telefónica, S.A. es la sociedad dominante del Grupo Telefónica que desarrolla actividades en varios sectores y mercados geográficos, muchas de estas y de ellos no comparables a la actividad de TESAU en el mercado español. Asimismo, los ratios de endeudamiento de TESAU y Telefónica, S.A. no son similares.
- Que la identificación de la beta del negocio tradicional con la beta de Telefónica, S.A. es inadecuada porque el negocio de Telefónica, S.A. no se circunscribe en las actividades tradicionales, sino que también incluye un negocio de datos e Internet. En consecuencia, la beta de Telefónica, S.A. refleja parcialmente los riesgos de estas actividades equivaliendo el resultado de la identificación a una sobre ponderación del peso del valor del negocio de Internet y datos en el cálculo de la beta de TESAU.
- Que no existe ninguna evidencia de que la muestra de las empresas dedicadas al negocio de datos e Internet, de las que se deriva la beta del negocio de Internet y de datos de TESAU sean comparables a la de ésta.

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

Quinto.- Sobre el valor de la beta estimado por esta Comisión.

La recurrente pone de manifiesto que en el expediente de referencia no existe ningún soporte documental que justifique la decisión por la que se ha aplicado una beta del 0'967, lo que evidencia que dicho valor ha sido fijado en función de los resultados que se querían obtener, esto es, un WACC del 10%, causándole, la ausencia de tal justificación, indefensión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Señala que para medir el riesgo en el mercado ha tenido en cuenta el perímetro de gestión que incorporan las actividades de transmisión de datos e Internet, las cuales son valoradas por el mercado como de mayor riesgo así como la transformación del negocio desde servicios tradicionales de telefonía fija hacia la prestación de nuevos servicios de banda ancha. Por lo que consideran adecuado estimar *“el riesgo de Telefónica de España para el conjunto de sus actividades mediante la “Raw Beta” obtenida a partir de la beta histórica que resulta de medir la volatilidad de la cotización de Telefónica S.A. respecto al Ibex-35, y la media de la Raw Beta de empresas cuya actividad se centra en el negocio de datos e Internet y cotizadas en Bloomberg. Esta Comisión, a pesar de las justificaciones dadas por mi representada no ha entrado a analizar estas premisas ni la conclusión final alcanzada por mi representada basándose en criterios objetivos.”*

Expone que de la aplicación del método citado anteriormente, asociando al negocio tradicional (1'14) y un segundo valor (1'36) al negocio de transmisión de datos e Internet, resulta una Beta para el cálculo del WACC para Telefónica de España en el ejercicio de 2006 de un 1'25.

Asimismo alega que no estima oportuno el argumento hecho por esta Comisión respecto a las betas del negocio de datos e Internet ya que para dar consistencia a la muestra aportada han tenido en cuenta tanto empresas con una delicada situación financiera como empresas que presentan betas muy bajas pese al tipo de negocio que desarrollan, por lo que *“la media presentada de 1'36 refleja bien el universo de empresas que operan en dichos negocios”*.

Por último manifiesta que habiendo analizado la metodología propuesta por esta Comisión para el cálculo de la beta, no se han obtenido resultados concluyentes al depender el resultado final en gran parte del momento en que se realicen los citados cálculos.

En primer lugar, respecto a la alegación relativa a que en la Resolución recurrida no existe ninguna justificación de la beta adoptada por esta Comisión, procede remitirnos a lo dispuesto en la misma:

“En este sentido, la opinión de la Comisión es que la beta de TESAU debe estimarse por un método alternativo. En concreto, la Resolución correspondiente a la propuesta de tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital de Telefónica del ejercicio 2004, manifestaba lo siguiente:

“(…) conforme a las técnicas habituales en la gestión de carteras de inversión en activos financieros, esta Comisión considera que puede obtenerse un estimador razonable de la beta de las acciones de Telefónica mediante la utilización de una cartera de acciones, valorada a precios de mercado, de empresas del Grupo Telefónica. En efecto, este método de estimación permite ajustar el valor del parámetro beta de Telefónica, S.A. para reflejar las características diferenciales de



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Telefónica (TESAU) en función de los perfiles de riesgo de las empresas del grupo”.

En efecto, esta metodología permite deducir la beta de TESAU a partir de la beta de Telefónica, S.A., de las betas de las restantes sociedades que forman parte del grupo, ponderando cada sociedad en función del peso que tienen dentro del grupo evaluados. Esta metodología estándar permite considerar el riesgo relativo de cada sociedad que forma parte del grupo, sin tener que recurrir a supuestos arbitrarios de igualdad de riesgos operativos y financieros. Utilizando la metodología anteriormente descrita, así como los datos de fuentes externas necesarios para su implementación, se ha deducido que la beta de TESAU ascendería a 0,967”.

El valor de 0’967 obtenido por esta Comisión resulta del uso de la técnica de composición de carteras, técnica habitual en la gestión de fondos de inversión y conocida por la recurrente, lo que ha quedado demostrado al haber alegado en el recurso interpuesto que habiendo analizado la metodología propuesta por esta Comisión, no ha obtenido resultados concluyentes. Pues bien, la citada técnica está basada en una ecuación estándar de la literatura financiera y básica del modelo del Capital Pricing Asset Model: la beta de una cartera de activos resulta de la ponderación de las betas de todos éstos usando como pesos sus valores de mercado sobre el total del valor de la cartera⁷.

A mayor abundamiento, y para el mayor conocimiento de la recurrente a continuación se describe el procedimiento que utilizó esta Comisión para determinar el valor de la beta, método que consta de tres fases:

1. Formación de una cartera de actividades representativa de las actividades del Grupo Telefónica.

Se construyó una cartera similar a la del Grupo Telefónica, considerando las actividades de: Telefónica Móviles, S.A., Telefónica Publicidad e Información, S.A., Telefónica de Contenidos, S.A., Telefónica Internacional, S.A. y de TESAU.

2. La estimación de parámetros beta para las distintas empresas.

La estimación de los parámetros beta del Grupo Telefónica, Telefónica Móviles, S.A., Telefónica Publicidad e Información, S.A. y Telefónica de Contenidos, S.A. se efectuó a partir de los precios de las acciones de estas empresas en el mercado bursátil español, respecto a la evolución del Ibex 35, durante el periodo 2006. Para Telefónica de Contenidos el parámetro beta se estimó a partir de los precios de las acciones de Sogecable, S.A. En cuanto a Telefónica Internacional, su parámetro beta se calculó mediante técnicas de cartera, a partir de la ponderación beta de las empresas Telecomunicaciones de Sao Paulo, S.A., Telefónica del Perú, S.A., Compañía de Telecomunicaciones de

⁷ Brealy y Myers, Capítulo 7.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Chile, S.A., Telefónica de Argentina, S.A., Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela y Telefónica Móviles, S.A.

3. La estimación del parámetro beta de TESAU en función de los parámetros beta del resto de empresas del Grupo Telefónica.

Para esta estimación se utilizó el hecho de que la beta de una cartera de acciones es la media ponderada de las betas de las acciones que forman la cartera. Se tomaron las ponderaciones según el valor de capitalización de estas empresas⁸ y se encontró como conclusión de este análisis el valor del parámetro beta de TESAU incluido en la propuesta de resolución correspondiente a la tasa de retorno del ejercicio 2006, esto es, un 0'967.

En segundo lugar, respecto a la alegación relativa a que esta Comisión no ha analizado la propuesta de TESAU es preciso recordar a la recurrente que en el apartado denominado "Beta de las acciones de TESAU" obrante en epígrafe V.1. relativo al WACC después de impuestos de la Resolución recurrida se hace un extenso análisis sobre el por qué esta Comisión rechaza la propuesta de la recurrente. El citado análisis puede resumirse en las cuatro críticas mencionadas con anterioridad que resultan en la incorrección de los parámetros propuestos por TESAU para el cálculo de la beta.

Procede poner de manifiesto que las conclusiones obtenidas por esta Comisión se basan en la apreciación universalmente aceptada de que solamente es correcto asociar una beta de una empresa a otra cuando ambas tienen riesgos financieros y operativos similares, lo que deriva de la premisa de que la beta de una empresa es un indicador que mide la volatilidad relativa de las cotizaciones de la misma sobre la volatilidad media del mercado. De manera que este indicador no depende solamente del sector de actividad de la empresa, sino también de sus características específicas, como proporción de sus costes fijos sobre sus costes variables, sus decisiones de inversión, la tasa de crecimiento de su negocio, y si se encuentra muy o poco endeudada⁹.

En tercer lugar, respecto a la utilización de una media aritmética de siete empresas del sector para la determinación de su beta, procede poner de manifiesto que esta Comisión, en la Resolución recurrida ya puso de manifiesto la falta de justificación de la muestra de empresas escogida y manifestó que la recurrente no había tenido en cuenta si las características de estas empresas eran similares a las suyas, manifestando que dos de las empresas escogidas tenían un largo historial de pérdidas y que por tanto presentaban betas altas.

⁸ En el caso de Telefónica de Contenidos e Información se ajustó el valor de capitalización de Sogecable tomando en consideración las diferencias entre el valor en libros de los fondos propios de Sogecable y esta.

⁹ Capítulo 8 de "Investment Evaluation", Damodaran.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

TESAU respecto a lo manifestado en la Resolución recurrida sugiere que la inclusión de estas dos empresas no era problemática al haber incluido asimismo en la muestra empresas con betas muy bajas.

Pues bien, es preciso señalar que lo que se pretende con el cálculo utilizado es encontrar la beta del negocio de Internet y de datos de TESAU. Según el último informe trimestral del Grupo Telefónica este negocio se caracterizaba por un crecimiento interanual de los ingresos del 4'1% y del OIBDA del 4'5%, siendo el valor del OIBDA de 4.766,8 millones de euros. Adicionalmente TESAU pertenece al Grupo Telefónica, del que depende financieramente. Así en la Resolución recurrida se estableció lo siguiente:

“Como pone de manifiesto la información facilitada, el grueso de la deuda financiera de TESAU corresponde a la deuda interna contraída con su empresa matriz, Telefónica, S.A., con un peso del 76% sobre la cartera de deuda financiera media presupuestada por el operador. Esta partida corresponde, conforme a la documentación aportada por TESAU a la CMT en expedientes anteriores (copia del Contrato de Asunción de deuda con Telefónica, S.A.), a un préstamo asumido por TESAU como resultado del proceso de segregación de la operadora de Telefónica, S.A. y que se estableció con un plazo máximo de catorce años contados a partir del día 1 de enero de 1999, con amortización anual de 697,5 millones de euros en cuotas semestrales, al tipo fijo (nominal) del 6'80% anual pagadero mensualmente”

De lo expuesto se deduce que TESAU no es una empresa con problemas financieros. Dos de las empresas incluidas en la muestra eran Colt y Equant. Colt tuvo en el año 2005, 88'7 millones de libras esterlinas de pérdidas y Equant fue adquirida por France Telecom el 24 de mayo de 2005. Se entiende que la beta que TESAU asigna a esta última se refiere a ejercicios anteriores como el 2003 o el 2004, fecha en la que ésta era conocida por su precariedad financiera. Esto es, no se trata de compensar betas supuestamente bajas con betas supuestamente altas como alega TESAU sino de encontrar una beta que refleje los riesgos operativos y financieros de TESAU y por ello es fundamental que si se usan betas de otras empresas sean realmente comparables al operador.

Y por último, respecto a la variabilidad de los resultados en función del momento en el que se realicen los cálculos procede poner de manifiesto que dicha variabilidad no se produce únicamente en la metodología de composición de carteras sino que es general y aplicable a cualquier otro método al estar todos basados en estimaciones econométricas, estimaciones que usan como fuente datos históricos de cotizaciones de las distintas empresas, cotizaciones que cambian de valor día a día y año a año, razón por la que al cambiar la muestra de datos de origen cambia el resultado de la estimación.

Por lo que, la alegación de TESAU no es específica a la metodología de composición de carteras sino que es general y aplicable a cualquier otro



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

método conocido sobre lo que es necesario indicar que esta Comisión siempre comprueba que sus estimaciones estén en línea con las estimaciones más recientes de otros analistas y reflejen las condiciones actuales de los mercados de capital.

Vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, esta Comisión

RESUELVE

Desestimar el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad Telefónica de España, S.A.U. contra la Resolución de 23 de febrero de 2006 sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y el artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

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

EL SECRETARIO

Vº Bº EL PRESIDENTE

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera