



Roj: **SAN 4809/2018** - ECLI: **ES:AN:2018:4809**

Id Cendoj: **28079230082018100646**

Órgano: **Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso**

Sede: **Madrid**

Sección: **8**

Fecha: **12/12/2018**

Nº de Recurso: **19/2017**

Nº de Resolución: **707/2018**

Procedimiento: **Procedimiento ordinario**

Ponente: **ANA ISABEL GOMEZ GARCIA**

Tipo de Resolución: **Sentencia**

## **AUDIENCIA NACIONAL**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo**

### **SECCIÓN OCTAVA**

**Núm. de Recurso:** 0000019 /2017

**Tipo de Recurso:** PROCEDIMIENTO ORDINARIO

**Recursos Acumulados:** 21/17

**Núm. Registro General:** 00339/2017

**Demandante:** TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, SAU, y TELEFÓNICA DE ESPAÑA, SAU

**Procurador:** D<sup>a</sup>. CARMEN ORTIZ CORNAGO

**Demandado:** COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y DE LA COMPETENCIA

**Abogado Del Estado**

**Ponente Ilma. Sra.:** D<sup>a</sup>. ANA ISABEL GÓMEZ GARCÍA

### **SENTENCIA N<sup>o</sup>:**

**Ilmo. Sr. Presidente:**

D. FERNANDO LUIS RUIZ PIÑEIRO

**Ilmos. Sres. Magistrados:**

D. ERNESTO MANGAS GONZÁLEZ

D<sup>a</sup>. MERCEDES PEDRAZ CALVO

D. JOSÉ ALBERTO FERNÁNDEZ RODERA

D<sup>a</sup>. ANA ISABEL GÓMEZ GARCÍA

Madrid, a doce de diciembre de dos mil dieciocho.

**Vistos** los recursos contencioso administrativo nº **19/17** y **21/17**, acumulados, interpuestos ante esta Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, por la Procuradora D<sup>a</sup>. **Carmen Ortiz Cornago**, en nombre y representación de **TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, SAU, y TELEFÓNICA DE ESPAÑA, SAU**, contra la Resolución de la COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, de fecha 17 de noviembre de 2016, sobre la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2016 a los operadores integrados, en el que la Administración demandada ha estado dirigida y representada por el ABOGADO DEL ESTADO.

Se ha personado como parte **codemandada** la entidad **ORANGE ESPAGNE, S.A.U.**, representada por el Procurador **D. Roberto Alonso Verdú**.



Ha sido Ponente la Ilma. Sra. **D<sup>a</sup>. ANA ISABEL GÓMEZ GARCÍA**, Magistrada de la Sección.

## AN TECEDENTES DE HECHO

**PRIMERO:** Los presentes recursos contencioso-administrativos, acumulados, se interpusieron por la representación procesal de TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, SAU, y TELEFÓNICA DE ESPAÑA, SAU, contra la resolución de la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, de fecha 17 de noviembre de 2016, relativa a la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes de TELEFÓNICA DE ESPAÑA S.A.U., TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, S.A.U, VODAFONE ESPAÑA, S.A.U. y ORANGE ESPAGNE, S.A.U. del ejercicio 2016.

**SEGUNDO:** Presentado el recurso, se reclamó el expediente administrativo y se dio traslado de todo ello al actor para que formalizara la demanda, el cual expuso los hechos, invocó los fundamentos de Derecho y terminó por suplicar que, previos los tramites legales pertinentes, se dicte sentencia por la que, con expresa imposición de costas a la Administración demandada, estime el recurso y anule la Resolución de 17 de noviembre de 2016 recurrida con los pronunciamientos siguientes:

1º Declare inválido y contrario a Derecho el valor de la tasa anual del coste de capital (WACC) de Telefónica de España, S.A.U. y Telefónica Móviles España, S.A.U. establecido en el apartado dispositivo primero de la Resolución.

2º Ordene a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia que recalcule la tasa anual del coste de capital (WACC) de Telefónica de España, S.A.U. y Telefónica Móviles España, S.A.U. considerando y aplicando a tal fin la metodología vigente para la estimación de la variable "Prima por riesgo de mercado" [Pm] que fue utilizada en las Resoluciones sobre el WACC de los ejercicios 2012, 2013, 2014 y 2015.

**TERCERO:** Formalizada la demanda se dio traslado al Abogado del Estado para que la contestara, el cual expuso los hechos y fundamentos de Derecho y suplicó se dicte sentencia que desestime íntegramente el recurso interpuesto.

**CUARTO:** La entidad codemandada ORANGE ESPAGNE, SAU, no contestó la demanda. Por diligencia de ordenación de 20/11/2017 se la tuvo por decaída en su derecho.

**QUINTO:** Habiendo sido solicitado el recibimiento a prueba del procedimiento, se practicó la que de la propuesta fue admitida, con el resultado que obra en la causa, y, evacuado el trámite de conclusiones, quedaron los autos conclusos, señalándose para votación y fallo el día 21 de noviembre del año en curso en que se inició la deliberación, continuando el día 28 de noviembre, en que se votó y falló.

## FUNDAMENTOS DE DERECHO

**PRIMERO:** Se dirige el presente recurso contra la resolución de la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, de fecha 17 de noviembre de 2016, dictada en el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2016 a los operadores integrados

En dicha resolución se **RESUELVE:**

" **Primero.-** Establecer la tasa anual del coste del capital para 2016 de los operadores Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A. y Orange Espagne S.A.U. según los valores reflejados en la siguiente tabla.

*WACC antes de impuestos 2016*

TESAU: 6'32%

TME: 6'32%

VODAFONE E: 6'45%

ORANGE E: 5'98%

**SEGUNDO.-** *Re querer a Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A. y Orange Espagne S.A.U. que con anterioridad a 1 de junio de 2017 entreguen a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:*



(i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda de su grupo empresarial con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2024 y 31 de diciembre de 2028. En especial, se requiere el Bloomberg ticker, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2016.

(ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2016."

En los "Antecedentes" de la resolución se expone que:

- Con fecha 13 de diciembre de 2012, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) aprobó la Resolución en que se revisaba la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital (WACC, Weighted Average Cost of Capital) de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

- Con fecha 6 de octubre de 2016 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2016 de Telefónica, Telefónica Móviles, Vodafone y Orange. Junto al escrito de inicio se remitió a las empresas antes citadas el informe emitido por los servicios de la CNMC correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al sistema de contabilidad de costes para el ejercicio 2016 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación para presentar alegaciones.

- Telefónica y Orange presentaron alegaciones el 19 de octubre y el 2 de noviembre, respectivamente.

En los "Fundamentos Jurídicos", se razona sobre la competencia de la CNMC para imponer la obligación de control de precios y contabilidad de costes a los operadores declarados con poder significativo en los mercados al por mayor, incluyendo la obligación de orientar los precios en función de los costes de producción de los servicios, así como para determinar el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, y precisar el formato y el método contable que se habrá de utilizar. Y se afirma que los mercados de: (i) acceso a la red telefónica pública en una ubicación fija para clientes residenciales y no residenciales, (ii) de originación de llamadas en la red telefónica pública facilitada en una ubicación fija, (iii) de terminación de llamadas en las redes públicas individuales de cada operador de telefonía fija, (iv) de acceso (físico) al por mayor a infraestructura de red en una ubicación fija y de acceso de banda ancha al por mayor, (v) segmentos terminales de líneas arrendadas al por mayor, (vi) terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, no son realmente competitivos, designándose en todos ellos los operadores con poder significativo de mercado e imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del WACC a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de los operadores obligados.

Se define el WACC como el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación de la compañía o del negocio objeto de análisis. Y se consigna la fórmula de cálculo. Precizando que, en relación a la estimación del coste de los recursos propios (ke), la metodología que se aplica se apoya en la aplicación de la teoría Capital Asset Pricing Model (CAPM), según la cual, la rentabilidad exigida por un inversor a un activo determinado estará en función del riesgo sistemático (aquel no eliminable por la diversificación) que implica la inversión en dicho activo. La rentabilidad de dicho activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Dicha prima vendrá determinada por la rentabilidad esperada de mercado y la beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable). Y se explica que en el presente procedimiento se estiman, en primer lugar, cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se calcula el WACC antes y después de impuestos. Aplicando la metodología establecida en la Resolución de 13 de diciembre de 2012, en la que se analizan de forma integrada los negocios fijo y móvil.

Se explica que el "ratio de apalancamiento" se calcula a partir de la información pública de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado, es decir, de empresas que operan en el mismo sector con un mix de negocio similar, a fecha 31 de diciembre de 2015, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural. Estimando en primer lugar los ratios de endeudamiento  $[D/(E+D)]$  y fondos propios  $[E/(E+D)]$  medios del sector para, posteriormente, obtener el ratio de apalancamiento (D/E) sectorial. Siendo el valor resultante 0,63, el cual se usa para el cálculo de todos los WACC que se estiman en el procedimiento.

El parámetro "coste medio de la deuda antes de impuestos", se estima a través del coste de la deuda del grupo en que el operador está integrado. Se establece como guía para la estimación que la principal referencia es la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o "yield to maturity" (YTM) de las observaciones realizadas durante los seis meses anteriores al 31 de diciembre de emisiones representativas del grupo al que pertenece cada operador. Las características que aumentan la representatividad de las emisiones elegibles son las siguientes:

"- Que se trate de emisiones recientes,

- que tengan vencimiento próximo a 10 años,
- que el volumen de la emisión sea suficientemente significativo, y
- que no esté vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada."

La "tasa libre de riesgo" se estima a través de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años. El rendimiento de los bonos se mide considerando su rentabilidad hasta el vencimiento ("yield to maturity") obtenida en base a su cotización en mercados secundarios; calculando la media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los últimos seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2015. El valor de este parámetro es común para todos los operadores obligados y se usará para la estimación de todos los WACC que se calculan en este procedimiento.

El valor de la "prima de mercado" se estima calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio y de actualización periódica. Habiendo considerado la Sala de Supervisión que para el ejercicio 2016, los estudios que representan mejor la evolución de la prima de mercado española y que asimismo disponen de un elevado reconocimiento en la comunidad financiera internacional en los últimos años son el de Dimson, Marsh y Staunton (DMS) y el de Pablo Fernández. El valor de este parámetro es común para todos los operadores obligados y se usará para la estimación de todos los WACC que se calculan en este procedimiento.

En relación con la "tasa impositiva", se afirma que, de acuerdo a la metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal en la estimación del coste de la deuda antes de impuestos. Que en el ejercicio 2015 la tasa impositiva de varios países, entre ellos España ha cambiado, con tendencia a la baja (en España el tipo general se ha reducido del 30% al 28%).

Se afirma que el principal motivo de la reducción del WACC en el ejercicio 2016 con respecto al año 2015 ha sido la evolución del coste de los recursos propios, tanto del parámetro de tasa libre de riesgo [Rf] (-33 pb) como, sobre todo, de la estimación de la Prima riesgo de mercado [Pm] (-185 pb). En cambio, el coste de la deuda promediada entre los cuatro operadores presenta un comportamiento estable.

**SEGUNDO:** En el escrito de demanda de este recurso combate la entidad actora la anterior resolución, en cuanto a su *Resuelve primero*. Alegando que la CNMC, para el ejercicio 2016, se ha apartado de la metodología aprobada mediante la Resolución de 13 de diciembre de 2012 de la extinta CMT, que venía siendo aplicada para calcular el WACC aplicable en los sucesivos ejercicios 2013, 2014 y 2015. Siendo la cuestión controvertida la metodología de cálculo del parámetro "Prima por riesgo de mercado" [Pm], que es una de las variables que hay que valorar al medir el coste de los "recursos propios" ("Ke") dentro del procedimiento de cálculo del WACC. Entiende la recurrente que no tiene explicación que esa variable, para 2016, haya bajado en 185 puntos básicos, sin que se haya producido algún acontecimiento económico o político que justifique tan acusada reducción, siendo la Pm uno de los factores que mide el riesgo del mercado español.

La Resolución de la CMT de 13 de diciembre de 2012 utiliza, para la valoración de la prima de mercado, una metodología que se caracteriza por la utilización de varias fuentes y por la selección de las fuentes a considerar en función de los criterios de "reconocido prestigio", "actualización periódica" y "fácil acceso". Y, en cuanto a la medida estadística que se ha de emplear para computar los datos numéricos que se obtengan de los estudios e informes externos considerados, la CMT se inclina por utilizar la mediana, en vez de la media (art. 26 de la Resolución). En todos los ejercicios anteriores al 2016 invariablemente se han utilizado cinco fuentes, sin embargo, en el procedimiento de cálculo del WACC del ejercicio 2016 la estimación de la prima de riesgo no se ha realizado respetando metodología que venía siendo aplicada de manera consistente en los ejercicios anteriores. El cambio de criterio carece de motivación y esconde una decisión basada en un actuar puramente voluntarista dirigido, en última instancia, a defender la interpretación del método de valoración de la prima de mercado realizada en el marco regulatorio del sector aeroportuario.

Invocando los siguientes motivos de impugnación:

1.- La resolución recurrida incurre en la arbitrariedad que proscribe el artículo 9.3 de la Constitución al haber aplicado la metodología de cálculo del WACC y concretamente en lo que se refiere a los criterios de valoración de la variable "prima por riesgo de mercado" excediendo los límites de la potestad ejercitada.

Hace una amplia exposición, meramente dogmática, sobre las competencias del Regulador, y conceptos generales, como la discrecionalidad de la Administración, la proscripción de la arbitrariedad, la motivación de los actos administrativos, el control jurisdiccional de los actos discrecionales y de los conceptos jurídicos indeterminados.

Razona la actora que la resolución recurrida, atinente al coste medio ponderado del capital (WACC) aplicable en el ejercicio 2016, deriva en última instancia de la obligación de control de precios, cuya imposición compete

a la CNMC. Que la metodología para calcular el WACC viene determinada en la resolución de la CMT de 13 de diciembre de 2012; sin embargo, al aplicar esa metodología al ejercicio 2016, en lo que se refiere a la valoración de la variable "Prima por riesgo de mercado" [Pm] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio y de actualización periódica, se utilizan conceptos jurídicos indeterminados, traídos de la metodología que definió la Resolución de la CMT de 13 de diciembre de 2012, pero apartándose de la aplicación que se hizo en los ejercicios 2012, 2013, 2014 y 2015, en base a considerar de reconocido prestigio solamente dos estudios e informes, descartando injustificadamente otros estudios e informes tenidos en cuenta en ejercicios anteriores.

Entiende la actora que la decisión de la CNMC sobre el valor de la "Prima por riesgo de mercado" excede los límites de la discrecionalidad y constituye un ejercicio arbitrario y caprichoso de la potestad de que está investida para, a través de la metodología definida en el año 2012, fijar el WACC de cada ejercicio; que la asignación de un valor del 5% a la Pm carece de justificación objetiva y razonable; que, de haber tenido en consideración las referencias adicionales propuestas por TELEFÓNICA, el valor de la prima de riesgo hubiera sido notablemente diferente (6,99); que se ha tratado de armonizar el valor asignado a la "Prima por riesgo de mercado" con el criterio de estimación de la misma mantenido en el Acuerdo de la propia CNMC de 21 de junio de 2016, relativo al sector aeroportuario, que dio lugar al Informe previsto en el artículo 25.3 de la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, emitido por la CNMC en el marco del mecanismo de regulación económica de las tasas aeroportuarias, así como al Documento de Regulación Aeroportuaria "DORA"; que, pese a invocar la resolución recurrida razones de consistencia y armonización metodológica el criterio utilizado en el Informe de 21 de junio de 2016, relativo al DORA del sector aeroportuario, la realidad es que al estimar la Pm en su Informe de 21 de junio sobre el DORA abandonó, sin explicar por qué, el criterio metodológico que había venido aplicando para calcular la prima de riesgo en el sector de las telecomunicaciones de los ejercicios 2012, 2013, 2014 y 2015; que el referido Informe de 21 de junio de 2016 no era vinculante y tenía como objetivo principal y último evitar a toda costa la congelación de las tarifas aeroportuarias durante el próximo quinquenio.

Se añade que no está justificada la exclusión la referencia "Damodaran", como fuente de reconocido prestigio; que el informe "Damodarán" ha sido utilizado recientemente como referencia por el organismo regulador de algún Estado; tampoco está justificada la exclusión de otras fuentes que venían siendo utilizadas anteriormente, "Media de Informes de Inversión" y "Bloomberg"; que la CNMC solamente ha considerado como referencias "DMS" y "Pablo Fernández", fuentes que siempre han asignado a la prima de riesgo el valor más bajo. Concluyendo que *"la exclusión de las referencias propuestas por TELEFÓNICA es arbitraria porque comporta un cambio caprichoso de criterio metodológico, al carecer de justificación objetiva por más que la Resolución recurrida intente disimularlo apelando a una supuesta finalidad armonizadora con la valoración de la Pm recogida en el Informe de 21 de junio de 2016"*.

Que el criterio de selección de fuentes está vinculado, según la metodología aprobada, a la proposición "varias y diversas fuentes", concepto indeterminado que, en sintonía con el criterio de acudir a la mediana -en vez de a la media- como fórmula de medición de los datos numéricos y en coherencia a cómo se interpretó y aplicó dicha proposición en ejercicios anteriores (cinco fuentes en todos los ejercicios: desde el 2012 hasta el 2015), determina que el número de fuentes externas a considerar en cada ejercicio debe ser superior a dos. Pese a ello, la Resolución recurrida se aparta nuevamente de la solución justa y reduce a dos el número de fuentes.

2º.- La resolución recurrida vulnera el artículo 35.1 c) de la Ley 39/2015, LPAC, en relación con el principio de seguridad jurídica en su manifestación de estabilidad y predictibilidad del marco regulador ( artículo 129.4 de la Ley 39/2015), al haberse separado sin justificación de los criterios metodológicos aplicados en las resoluciones sobre el WACC de anteriores ejercicios.

Se alega que, en sintonía con el artículo 8.5 de la Directiva Marco, el artículo 129.4 de la LPAC consagra, entre otros principios informadores de la buena práctica regulatoria, los de seguridad jurídica y predictibilidad.

Que la CNMC, al calcular el WACC del ejercicio 2016, ha aplicado unos criterios metodológicos para estimar la prima de riesgo que no son coherentes ni consistentes con los utilizados en anteriores ejercicios, siendo la consecuencia de ello que el valor del WACC del ejercicio 2016 se haya reducido, respecto del ejercicio 2015, en más de 200 puntos básicos, circunstancia inesperada e inexplicable en la coyuntura económica actual. Una evolución tan drástica y a la baja del valor del WACC resulta de todo punto imprevisible e incompatible, en términos de negocio, con el objetivo de generar un escenario regulatorio estable y predecible que proporcione certidumbre a la hora de adoptar decisiones empresariales.

Y ello, sin que la CNMC haya explicado las razones que justificarían el cambio metodológico operado.

**TERCERO:** El Abogado del Estado se opone al recurso en su escrito de contestación a la demanda, con referencia a la "Dispersión de los valores de la Pm", según el estudio Pablo Fernández-IESE (2015), cuya



encuesta anual sobre la prima de mercado es una de las fuentes incluidas en la metodología de la CMT y se ha venido utilizando en todas las Resoluciones relativas al WACC desde 2012. Se incluyen los datos de 28 analistas que dan estimaciones diferentes para la prima de riesgo de mercado, la mayoría de las cuales oscilan entre un 4% y un 6%, mientras que solo hay dos analistas que han estimado una prima riesgo superior al 6%, sin superar el 6'5%. El valor para la prima del 5% aprobado por la CNMC se encuentra prácticamente en el centro del intervalo (4%-6,5%) de las primas de riesgo de mercado de los informes de valoración de compañías españolas analizados en el estudio.

Que el valor de la prima de riesgo de mercado para cada uno de los países para los que se dispone de valor muestra que sólo tres países superan el 7% como valor de la prima de mercado, que otros tres países se encuentran muy próximos a ese valor y que la última prima de mercado utilizada por la mayoría de países europeos se sitúa entre el 5% y el 6%.

Que el valor de 6,99% de la prima de riesgo de mercado aportado por Telefónica es superior al extremo superior del intervalo de valores recogidos en el estudio de Pablo Fernández y en el estudio de The Brattle Group para la Comisión Europea y, asimismo, se encuentra fuera del intervalo de valores más frecuente utilizado por BEREC. Mientras que el valor de 5% para la prima de riesgo de mercado aprobado por la CNMC se encuentra en línea con los valores medios del intervalo recogido en el estudio de Pablo Fernández, así como con el intervalo del estudio de The Brattle Group y con los valores más frecuentes utilizados por BEREC.

Añade el Abogado del Estado que la vigente metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado (WACC) de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones de 13 de diciembre de 2012 propuso estimar la Prima de Mercado recurriendo a estudios externos, los cuales aportan una mayor simplicidad y transparencia al cálculo, frente a la metodología existente previamente. Que corresponde a la Comisión la última decisión sobre la conformidad de cada una de las fuentes a utilizar para la estimación de la prima de mercado, pudiendo escoger el número de fuentes para la prima de mercado que considere razonable; sin que el emplear dos fuentes para la estimación de la prima en 2016 suponga un cambio metodológico. La CNMC, al utilizar la fuente basada en el método de encuestas de Pablo Fernández y la fuente basada en el método histórico de DMS está incluyendo fuentes de distinta naturaleza, cumpliendo con suficiencia por tanto con lo establecido por la metodología, por lo que la decisión no era imprevisible y el trámite de audiencia otorgaba seguridad jurídica a Telefónica.

En cuanto al impacto que la tasa anual de coste de capital tiene en la contabilidad de costes de los operadores, se razona que este impacto no se materializa en un impacto real y negativo para Telefónica hasta que se revisan sus precios mayoristas y, en la actualidad la CNMC sólo ha procedido a revisar el precio de la capacidad NEBA y a algunos de los precios de la ORLA incorporando este último valor obtenido para la WACC, por lo que el supuesto impacto negativo para Telefónica es limitado. Por otra parte, para los servicios de fibra, ahora mismo los más relevantes para Telefónica, puesto que representan más del 50% de sus accesos totales, se aplica la prima de riesgo de redes de nueva generación (NGA) para el cálculo del coste de capital. El impacto de usar esta prima, de manera adicional al WACC, es positivo para Telefónica, ya que le reconoce un mayor coste de capital. Además, esta prima de riesgo NGA aplicable a Telefónica es la de mayor valor en Europa en la actualidad. Y los precios de los servicios mayoristas basados en fibra están sujetos a un test de replicabilidad económica, en donde un menor WACC es beneficioso para Telefónica por aportarle un mayor margen para fijar precios más altos.

**CUARTO:** Para dar respuesta a los motivos de impugnación planteados por las entidades actoras, vamos a la metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado (WACC) de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, así como la estimación del WACC regulado para el ejercicio 2012 de los operadores obligados, establecida en la resolución CMT de 13 de diciembre de 2012, por cuanto sostiene la parte recurrente que la CNMC en la resolución aquí recurrida se aparta de manera arbitraria de la metodología establecida en aquella resolución.

Pues bien, en lo que se refiere al aspecto controvertido, Prima de mercado, se decía en aquella resolución (apartado III.1.4):

**" Análisis de la metodología actual de la CMT**

*En la práctica, existen dos metodologías generales para estimar la prima por riesgo de mercado: (i) en base a información histórica (enfoque histórico); y (ii) en base a proyecciones de mercado (enfoque de mercado).*

**Alternativa sometida a Consulta**

*En base a las consideraciones anteriores, se propuso estimar la Prima de Mercado recurriendo a estudios externos, los cuales aportan una mayor simplicidad y transparencia al cálculo.*



En tanto que existe un abanico relativamente amplio de enfoques y fuentes externas, cada una con sus ventajas e inconvenientes, se propone utilizar diversas fuentes que permitan alcanzar un "consenso" de la prima de mercado estimada, combinando fuentes basadas en datos históricos con otras basadas en previsiones de la comunidad financiera.

De esta forma, se eliminaría la problemática de la metodología actual de la CMT que presenta una elevada volatilidad en los resultados, según se ha descrito, por el empleo de una serie temporal demasiado corta y permitiría superar las dificultades técnicas que plantea el cálculo de la prima de mercado con la metodología actual señaladas anteriormente.

A partir del análisis de diferentes fuentes y metodologías de estimación de la prima de mercado, se puede considerar que el rango generalmente aceptado por la comunidad financiera se encuentra aproximadamente entre 4,5% y 6,5%.

Las fuentes que conformen el benchmark deberán ser de reconocido prestigio en la comunidad financiera, así como de actualización periódica, evitando así el empleo de fuentes obsoletas, siendo más aconsejables las que realizan su estudio en relación a España y/o Europa. En este sentido, pueden considerarse las siguientes fuentes sobre las que resulta habitual encontrar referencias:

Ibbotson Associates: proporciona un estudio de la rentabilidad histórica del mercado de renta variable en España remontándose hasta 1976 (International Equity Risk Premia Report 2011).

DMS: elabora un estudio de la rentabilidad histórica de mercado de renta variable en España remontándose hasta 1900 (Dimson, Marsh y Staunton 2011 - Equity Premiums Around The World).

Credit Suisse - HOLT: estima la prima de mercado de Europa mediante el enfoque previsiones de mercado partiendo del consenso de estimaciones de analistas (Credit Suisse Global Investment Yearbook 2011).

Pablo Fernández: facilita un estudio de la prima de mercado española mediante encuestas a académicos, analistas y empresarios (Market Risk Premium In 56 Countries In 2011: A Survey With 6,014 Answers).

Si bien cabe considerar tanto la media como la mediana de las distintas fuentes utilizadas, se propone utilizar la mediana, en tanto que este estimador se ve menos afectado por datos particularmente altos o bajos, pudiendo ser más aconsejable para tener una medida común en base a observaciones que proceden de fuentes diversas, y cuya forma de cálculo no siempre es homogénea.

#### **Alegaciones recibidas a la propuesta metodológica y valoración que se realiza**

Como resultado del proceso de información pública a que se sometió este procedimiento, se obtuvieron los siguientes comentarios:

**TELEFÓNICA** manifiesta estar de acuerdo con la alternativa propuesta basada en el empleo de fuentes externas. Adicionalmente, considera que sería más adecuado incluir tan sólo aquellos métodos basados en previsiones (métodos "ex ante"), así como los basados en encuestas, apoyándose en el argumento de que la metodología de cálculo histórica presenta los siguientes inconvenientes:

- (i) la longitud y estabilidad de las muestras
- (ii) la autocorrelación de resultados,
- (iii) la no estacionariedad de las series en algunos casos, y
- (iv) el elevado error estándar de los datos históricos.

En concreto, como métodos basados en previsiones, especifica las siguientes fuentes:

Bancos de inversión: Credit Suisse, JP Morgan, UBS, Sociéte Générale, Deutsche Bank y Goldman Sachs.

Metodología académica: Fama&French, Damodaran, Jackel&Muhlhauser.

Encuestas: Pablo Fernández.

(...)

#### **Varios operadores realizan alegaciones al informe de los Servicios respecto de la prima de mercado:**

**TELEFÓNICA** manifiesta estar de acuerdo con la alternativa propuesta basada en el empleo de fuentes externas. No obstante, incide en que sería más adecuado incluir tan sólo aquellos métodos basados en previsiones de mercado y como alternativa propone ponderar al 80% el enfoque de mercado y al 20% a los enfoques históricos. Adicionalmente, el operador propone incluir en el cálculo las estimaciones procedentes de determinados bancos de inversión.

### **Conclusión sobre la estimación de la Prima de Mercado.**

En base a las anteriores consideraciones, la CMT considera apropiado reconocer y aceptar como fuentes de reconocido prestigio, de actualización periódica y de fácil acceso, las siguientes (...):

- Ibbotson Associates (International Equity Risk Premia Report 2011),
- DMS (Dimson, Marsh y Staunton 2011 - Equity Premiums Around The World),
- Credit Suisse - HOLT (Credit Suisse Global Investment Yearbook 2011)
- Pablo Fernández (Market Risk Premium In 56 Countries In 2011: A Survey With 6,014 Answers)".

En la resolución impugnada en este recurso, en relación con la prima de mercado, se expone que "De acuerdo a la metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [Pm] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio y de actualización periódica. Siguiendo estas premisas, esta Sala considera que para el ejercicio 2016, los estudios que representan mejor la evolución de la prima de mercado española y que asimismo disponen de un elevado reconocimiento en la comunidad financiera internacional en los últimos años son el de Dimson, Marsh y Staunton (DMS) y el de Pablo Fernández."

Se da respuesta a las alegaciones de Telefónica en el sentido de que Bloomberg y Damodaran son fuentes de reconocido prestigio y que siguen métodos históricos que reflejan de una manera más completa y exhaustiva la evolución de la prima de los distintos mercados. Que la variación de la prima de mercado propuesta en el informe de audiencia para el WACC 2016 con respecto al WACC aprobado en 2015 (185 puntos básicos) no está justificada porque no se ha producido ningún hecho excepcional que justifique esta sensible disminución en el mercado español. Y que, de las dos fuentes utilizadas por la CNMC, sólo una de ellas ha tenido disminución respecto al ejercicio anterior, la de DMS que baja de 4,2 del año anterior a 3,8; la otra fuente, la de Pablo Fernández, se mantiene constante en 6,2.

Responde la Comisión que:

"En relación a los informes de inversión propuestos, esta Sala estima que el modelo de flujos de caja descontados (Discounted Cash Flow) y el modelo de Prima de Riesgo de Mercado implícita (Implied Equity Risk Premium) utilizados en estos informes incorporan una serie de hipótesis que limitan su validez. Por tanto, esta Sala no considera adecuada la incorporación de estas referencias

En cuanto a las referencias de Bloomberg y Damodaran, estas se excluyeron del informe de audiencia propuesto por esta Sala con el fin de armonizar la estimación de la prima de mercado con el Acuerdo de 21 de junio de 2016 (STP/DTSP/180/16) por el que se emite el informe previsto en el artículo 25.3 de la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia en relación al documento de regulación aeroportuaria.

Tanto Bloomberg como Damodaran son referencias basadas en el método histórico, como la de DMS, sin embargo, Bloomberg presenta la característica de ser una serie temporal reducida. Con respecto a Damodaran, un reciente estudio de la Comisión Europea advierte a las Autoridades Nacionales de Regulación contra la adopción de la metodología del riesgo país de dicho profesor. Por ello, esta Sala se ratifica en su decisión de no considerar las referencias de Bloomberg y de Damodaran.

Por tanto, se considerará el valor del 5,00% para la prima de mercado."

No se discute por la parte recurrente la competencia de la CNMC para determinar el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, sino que se discute si en el ejercicio de las competencias que a dicho Regulador otorga el artículo 70.2 de la Ley 9/2014, General de Telecomunicaciones, ha incurrido en arbitrariedad.

Como hemos visto, en la resolución de diciembre de 2012 la Sala de Supervisión Regulatoria acordó estimar la prima de mercado combinando fuentes basadas en datos históricos con otras basadas en previsiones de la comunidad financiera, seleccionando una serie de fuentes consideradas de reconocido prestigio en la comunidad financiera, así como de actualización periódica, evitando así el empleo de fuentes obsoletas. Se señalaban las cuatro fuentes arriba citadas y se especificaba que "Si bien cabe considerar tanto la media como la mediana de las distintas fuentes utilizadas, se propone utilizar la mediana, en tanto que este estimador se ve menos afectado por datos particularmente altos o bajos, pudiendo ser más aconsejable para tener una medida común en base a observaciones que proceden de fuentes diversas, y cuya forma de cálculo no siempre es homogénea."

En ningún momento se impone como criterio metodológico exclusivo la aplicación de la mediana, lo cual supondría, efectivamente, la utilización de más de dos fuentes y tampoco se determina un número de fuentes a considerar.





En aquella resolución las fuentes utilizadas fueron Ibbotson Associates, DMS, Credit Suisse y Pablo Fernández.

Si analizamos las resoluciones relativas a la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes en los ejercicios siguientes, comprobamos que para el año 2013 la estimación del valor de la Prima de Mercado se hace *"calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio, de actualización periódica y que realizan la estimación para España o Europa"*; siendo las fuentes seleccionadas las mismas que en 2012, Ibbotson Associates, DMS, Credit Suisse y Pablo Fernández.

Para el año 2014 se seleccionan las siguientes fuentes: DMS, Pablo Fernández, Media Informes de inversión, Bloomberg y S&P 500.

Para el año 2015 las fuentes seleccionadas son: Credit Suisse - DMS, Pablo Fernández, Media Informes de inversión, Bloomberg, Damodaran (S&P500). Haciendo constar que *"el resultado de la prima de mercado coincide con la estimación realizada en el informe de audiencia, aunque se han descartado, por criterio de adecuación metodológica, dos referencias: (1) dato de Ibbotson Associates (6,96%) por no estar referenciado a Europa y (2) dato de DMS (5,50%) por estar referenciado a letras (emisiones a corto plazo)"*.

Cabe añadir que para el año 2017 (resolución de 14 de diciembre de 2017) se estima el valor de la Prima de Mercado [Pm], calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio, y de actualización periódica. Tomando como fuentes DMS y Pablo Fernández, se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 5,15% para el período de referencia.

De ello resulta que la Comisión ha ido variando sus fuentes de referencia, de manera que Bloomberg se tomó como fuente en 2014 y 2015, pero no en la resolución de 2012 ni en el año 2013, mientras que Damodaran solo se tuvo en consideración en 2015.

En consecuencia, no puede mantenerse que la CNMC se haya apartado en el ejercicio 2016 de la metodología aplicada desde el año 2012. Por otra parte, en dicho año no se tuvo en cuenta las estimaciones de las dos fuentes que TESAU y TME pretendían que se tuviesen como fuente en 2016.

En cuanto a la aplicación de la mediana para efectuar el cálculo, tuvo su razón de ser en los años en que las fuentes de información fueron cuatro y cinco; en el año 2016, al tomarse solo dos fuentes la estimación ha de hacerse con la media. Ambos sistemas estaban expresamente previstos en la resolución de 2012, como ya se ha expuesto.

En consecuencia, estima esta Sala que la metodología empleada para la estimación de la Pm en 2016 está suficientemente justificada en la resolución impugnada y no contraviene lo establecido al respecto en la citada resolución de 2012, sin perjuicio de la competencia de la CNMC para modificar justificadamente la metodología de estimación.

**QUINTO:** Con el escrito de demanda aportó la actora un informe pericial, realizado por D. Sergio y D. Silvio. Los peritos firmantes ratificaron su dictamen a presencia judicial, contestando a las preguntas que fueron formuladas por las partes.

Se afirma en dicho dictamen que la reducción en el número de fuentes consideradas por el regulador supone en realidad un cambio metodológico muy significativo, hasta el punto de que el enfoque que emplea la CNMC para calcular la prima de mercado en su Resolución de 2016 es inconsistente con la metodología definida por el regulador en 2012, y con la forma en que ha aplicado dicha metodología entre 2012 y 2015.

El criterio seguido por la CNMC en 2016 contrasta con la metodología definida en 2012. Así:

- por un lado, al considerar solo dos fuentes, la prima de mercado fijada por la CNMC en 2016 se ve influida de forma determinante por cada una de las fuentes consideradas;
- por otro lado, relacionado con lo anterior, desde un punto de vista matemático la mediana de los valores procedentes de dos fuentes se calcula como la media de dichos valores.

En contra de la metodología establecida por el regulador en 2012, la prima de mercado en 2016 se calcula en realidad como la media de dos valores.

Analizan los peritos los argumentos de la Comisión para justificar la exclusión de la media de informes de bancos de inversión, Damodaran y Bloomberg. Razonando, en contra de tales argumentos, que la metodología utilizada por la CNMC para calcular la prima de mercado en el Acuerdo relativo al WACC de AENA, que coincide con la utilizada por el regulador en la Resolución de 17 de noviembre de 2016 impugnada, es inconsistente con la metodología definida por el propio regulador en 2012 y seguida en la práctica entre 2012 y 2015; además en aquel Acuerdo no se justifica la razón de tomar en consideración dos fuentes y excluir los informes de bancos de inversión, Damodaran y Bloomberg; que el Acuerdo de la CNMC relativo al WACC de AENA no es



vinculante sino tan solo informativo, correspondiendo la decisión final al Consejo de Ministros, que aprobó el WACC para AENA en un porcentaje superior al calculado por la CNMC; que en la resolución impugnada no todos los parámetros del WACC se calculan de forma consistente con el Acuerdo relativo al WACC de AENA.

En cuanto a la mención que se hace a las recomendaciones que se realizan en un estudio reciente de la Comisión Europea, para justificar la exclusión de Damodaran como fuente, se afirma que la recomendación del estudio de The Brattle Group no se refiere a la prima de mercado estimada por Damodaran, sino a la denominada prima de riesgo de país.

Se añade que el enfoque de mercado que utilizan los informes de bancos de inversión para estimar la prima tiene sus ventajas y sus inconvenientes frente a la metodología basada en series históricas. Esto hace que el propio informe de The Brattle Group para la Comisión que cita la CNMC recomiende que se tengan en cuenta en el cálculo de la prima de mercado, lo que contrasta con el criterio seguido por la CNMC en su Resolución de 17 de noviembre de 2016.

Afirman los peritos que la prima de mercado fijada por la CNMC para 2016, 5%, supone una reducción del 27% con respecto al valor fijado por el regulador en 2015, 6,85%. Variación es muy significativa para un parámetro que mide la expectativa de rentabilidad de la inversión en el mercado de capitales en un horizonte temporal amplio, y en el que no cabe esperar grandes oscilaciones salvo que se produzcan cambios importantes en la situación o el entorno macroeconómico. Sin embargo, el cambio de la situación económica entre 2015 y 2016 no justifica la caída de la prima de mercado.

Se analiza el impacto de la resolución sobre Telefónica, tomando como referencia tres servicios mayoristas regulados prestados por Telefónica, cuyo precio fija la CNMC teniendo en cuenta el WACC determinado por el regulador. Y se calcula el resultado de la prima de mercado -y del WACC- de haber tomado en consideración las mismas fuentes que en 2012.

Por su parte, el Abogado del Estado, con su escrito de contestación a la demanda, aportó un informe técnico, elaborado por tres técnicos de los Servicios de la CNMC.

Se hace hincapié en los estudios del Profesor D. Pablo Fernández, cuyo trabajo más conocido es su encuesta anual sobre la prima de mercado, disponible desde 2008, y en la que se incluye la prima de mercado para una lista cada vez más amplia de países (18 países en la publicación de 2008 y 71 países en la publicación de 2016, con datos para España desde la primera edición de la encuesta). Esta encuesta es una de las fuentes incluidas en la metodología de la CMT y se ha venido utilizando en todas las Resoluciones relativas a la WACC desde 2012. Destacando que los 28 informes realizados por 10 analistas, todos ellos firmas de reconocido prestigio, han hecho estimaciones diferentes para un mismo parámetro, la prima de riesgo de mercado, estando la mayoría de las estimaciones entre 4% y un 6%, mientras que solo hay dos analistas que han estimado una prima riesgo superior a 6%, sin que supere el 6,5%.

Se afirma que el valor de 5% para la prima de riesgo de mercado aprobado por la CNMC se encuentra en línea con los valores medios del intervalo recogido en el estudio de Pablo Fernández, así como con el intervalo del estudio de The Brattle Group y con los valores más frecuentes utilizados por BEREC (*Body of European Regulators for Electronic Communications*).

Consideran los técnicos que no ha habido cambio de metodología en 2016 por el hecho de elegir solo dos fuentes, pues la metodología de la resolución de 2012 propone utilizar diversas fuentes. Y al utilizar la fuente basada en el método de encuestas de Pablo Fernández y la fuente basada en el método histórico de DMS está incluyendo fuentes de distinta naturaleza, cumpliendo con suficiencia por tanto con lo establecido por la metodología, habiendo tenido Telefónica la oportunidad de alegar sobre la cuestión en el trámite de audiencia.

Por otra parte, señalan, Telefónica podría haber anticipado este resultado si hubiera tenido en cuenta el valor proporcionado por la compañía HSBC para la prima de mercado, 5,5%, muy cercana al valor utilizado por la CNMC, 5%, o al considerar valores utilizados en otros países de nuestro entorno europeo en los que Telefónica también está presente.

Afirman los informantes que el impacto de la WACC calculada por la Comisión no se materializa en un impacto real y negativo para Telefónica hasta que se revisan sus precios mayoristas. Y para los servicios de fibra, ahora mismo los más relevantes para Telefónica, puesto que representan más del 50% de sus accesos totales, se aplica la prima de riesgo de redes de nueva generación (NGA) para el cálculo del coste de capital. El impacto de usar esta prima, de manera adicional a la WACC, es positivo para Telefónica, ya que le reconoce un mayor coste de capital. Además, esta prima de riesgo NGA aplicable a Telefónica es la de mayor valor en Europa en la actualidad.



**SEXTO:** Te niendo en consideración todo lo expuesto y actuado, las competencias de la CNMC en materia de control de precios y contabilidad de costes, su discrecionalidad técnica, la suficiente motivación de la aplicación de la metodología previamente adoptada, respecto al año 2016, así como el resultado de los informes periciales aportados por ambas partes en el recurso, entiende el tribunal que no pueden ser acogidos los motivos de impugnación de TESAU y TME, por cuanto su razonable -y ampliamente razonado- criterio en relación con la estimación de la prima de mercado, evidencian su lógica pretensión de que se adopte la fórmula de estimación que daría el resultado a su juicio más favorable a sus intereses, pero no justifica que la Comisión se haya excedido en sus competencias ni que haya actuado de manera arbitraria, vulnerado la seguridad jurídica o generado indefensión a las entidades recurrentes.

Parece incuestionable que existen numerosas fuentes que pueden gozar de prestigio y ser utilizadas para la estimación de la Pm, las cuales ofrecen resultados distintos en sus estimaciones.

No es discutible tampoco que corresponde a esta Comisión, en el ámbito de sus competencias, la última decisión sobre la conformidad de cada una de las fuentes a utilizar para la estimación de la prima de mercado. De hecho, hemos visto cómo han ido variando algunas de las utilizadas en los años siguientes a 2013. Sólo dos fuentes se han utilizado en las estimaciones de todos los años desde 2012, DMS y Pablo Fernández; las cuales han sido precisamente las tomadas en consideración para el año 2016 y después en 2017.

Por otra parte, las entidades recurrentes proponen un valor para la Pm que no podemos considerar justificado en absoluto, a la vista del resultado de las estimaciones de las diversas fuentes que se hubieran podido tomar como referencia por la Comisión. No cabe más que considerar artificioso el cálculo realizado tomando en consideración las fuentes que pueden proporcionar los resultados apetecidos por las actoras. En todo caso, de ninguna manera viene la CNMC obligada a estimar la Pm tomando en consideración determinadas fuentes ni un concreto número de ellas.

Procede, en consecuencia, la desestimación del presente recurso.

**SÉPTIMO:** En atención a lo dispuesto en el art. 139.1 LJCA, procede la condena en costas a la parte recurrente.

**Vistos** los preceptos legales citados y demás de general y pertinente aplicación,

## FALLAMOS

Que **desestimamos** los recursos contencioso administrativos, acumulados, interpuestos por la Procuradora **D<sup>a</sup>. Carmen Ortiz Cornago**, en nombre y representación **TELFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, SAU, y TELFÓNICA DE ESPAÑA, SAU**, contra la Resolución de la COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, de fecha 17 de noviembre de 2016, a la que la demande se contrae, que confirmamos por su adecuación a derecho.

Con condena en costas a la actora.

La presente sentencia es susceptible de recurso de casación que deberá prepararse ante esta Sala en el plazo de 30 días contados desde el siguiente al de su notificación; en el escrito de preparación del recurso deberá acreditarse el cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 89.2 de la Ley de la Jurisdicción, justificando el interés casacional objetivo que presenta.