



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

### CERTIFICA

Que en la Sesión nº 05/08 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 7 de febrero de 2008, se ha adoptado el siguiente

### ACUERDO

Por el que se aprueba la:

**RESOLUCION POR LA QUE SE RESUELVE EL RECURSO POTESTATIVO DE REPOSICIÓN INTERPUESTO POR LA ENTIDAD ABERTIS TELECOM, S.A.U. CONTRA LA RESOLUCIÓN DE FECHA 20 DE SEPTIEMBRE DE 2007, SOBRE LA PROPUESTA DE ABERTIS TELECOM, 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 2007 (AJ 2007/1301).**

En relación con el recurso potestativo de reposición interpuesto por la entidad ABERTIS TELECOM, S.A.U. contra la Resolución de esta Comisión de fecha 20 de septiembre de 2007, sobre la propuesta de ABERTIS TELECOM, 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 2007, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ha adoptado, en su sesión núm. 05/08 del día de la fecha, la siguiente Resolución:

### HECHOS

**PRIMERO.-** Con fecha 20 de septiembre de 2007, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones dictó Resolución en relación a la propuesta de ABERTIS TELECOM, S.A.U. (en adelante, ABERTIS) de la Tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2007 (AEM 2007/280).



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El resuelve único de la referida Resolución dispone lo siguiente:

*“Único.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Abertis Telecom S.A, en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2007, del 13,15%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006”.*

**SEGUNDO.-** Con fecha 29 de octubre de 2007, tuvo entrada en el Registro de esta Comisión un escrito presentado por el representante de ABERTIS en virtud del cual interpone recurso de reposición contra la citada Resolución de fecha 20 de septiembre de 2007, sobre la base de las siguientes alegaciones:

- 1) Que la resolución impugnada incurre en una gran contradicción en la aplicación de la metodología para el cálculo de dichos valores, dado que para la determinación del Equity Risk Premium parte de la elección de una serie histórica mucho mayor como período muestral que la utilizada para la determinación del tipo libre de riesgo.
- 2) En relación a la muestra de empresas comparables empleada por la Comisión para determinar el valor de la beta, ABERTIS manifiesta su oposición a incluir a AMERICAN TOWER y a MACQUARIE COMMUNICATIONS INFRASTRUCTURES GROUP (en adelante, MACQUARIE) en dicha muestra, y a la decisión de excluir a GLOBAL SIGNAL de la misma.
- 3) En relación a los valores de las betas de la muestra de empresas comparables, ABERTIS considera que son contradictorias con la metodología de estimación referenciada en la resolución de fecha 21 de diciembre de 2006 (AEM 2006/736). En particular, la entidad recurrente asegura que los valores de la beta aprobados por la Comisión para CROWN AND CASTLE están afectados por la compra de GLOBAL DESIGN en enero de 2007, y por tanto no es adecuado emplear en la estimación la beta de CROWN AND CASTLE con posterioridad a la adquisición.
- 4) Que para la estimación de la estructura financiera del operador se debería considerar todo el conjunto de sus actividades sin tener en cuenta si están reguladas o no. La entidad recurrente manifiesta que la corrección efectuada por la Comisión no está descrita en la resolución de 21 de diciembre de 2006 (AEM 2006/736) y no se ha realizado para los demás operadores, a los que se les considera todo el negocio de forma agregada sin excluir las partes no reguladas. También manifiesta su oposición a la consideración del múltiplo de ANTENNA HUNGARIA para valorar su negocio.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 5) Que en cuanto a la tasa de rentabilidad exigida a los fondos propios, la recurrente considera que la asignada a ABERTIS por esta Comisión no se corresponde a la realidad propia del sector.

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

### FUNDAMENTOS DE DERECHO

#### I.- FUNDAMENTOS JURÍDICOS PROCEDIMENTALES

##### **PRIMERO.- ADMISIÓN A TRÁMITE Y DELIMITACIÓN DEL OBJETO**

La Resolución de esta Comisión de fecha 20 de septiembre de 2007 pone fin a la vía administrativa por lo que es recurrible en reposición, tal y como dispone el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, la LRJPAC).

La recurrente califica expresamente su escrito como recurso de reposición, aunque no fundamenta la solicitud sobre la base de los artículos 62 y 63 de la LRJPAC tal y como exige el artículo 107 de la propia LRJPAC.

No obstante esta Comisión entiende que debe admitir el escrito de recurso sobre la base de uno de los principios que inspiran el procedimiento administrativo, como es el principio antiformalista. Así, y en aplicación de dicho principio, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-administrativo), de 16 de noviembre de 1998 (RJ 953/1994) dejó establecido lo siguiente:

*“Es doctrina consolidada de esta Sala del Tribunal Supremo que debe considerarse como recurso de reposición cualquier pretensión, formulada por parte legitimada para ello, que tienda a obtener la revocación del acto administrativo que se estima que es contrario a Derecho, para lo que basta que pida su reforma y que se dirija al mismo órgano que dictó aquél, cuya jurisprudencia es conforme a la más elemental regla semiológica sobre el valor de los signos, que viene dado por el significado y no por el significante”.*

Por todo ello, esta Comisión considera que el recurso ha sido interpuesto, sin perjuicio de lo anterior, cumpliendo con todos 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 citada Ley.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Teniendo en cuenta lo anterior, se admite a trámite el Recurso de Reposición interpuesto por la entidad ABERTIS contra la Resolución de esta Comisión de fecha 20 de septiembre de 2007.

### **SEGUNDO.- 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.

Asimismo, el presente recurso deberá ser resuelto y su resolución notificada en el plazo de un mes contado desde el día siguiente a su interposición, tal y como dispone el artículo 117.2 de la LRJPAC.

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

#### **PRIMERO.- SOBRE LA MUESTRA DE EMPRESAS COMPARABLES EMPLEADA POR LA COMISIÓN PARA EL CÁLCULO DE LA BETA**

Con anterioridad al análisis de las pretensiones aducidas por ABERTIS en su escrito de recurso, relativas a la muestra de empresas comparables, debemos poner de manifiesto que la Resolución de 21 de diciembre de 2006 (AEM 2006/736) sólo indica como criterios para elegir comparables los siguientes: i) una actividad similar: negocio de torres con una componente de difusión de señales audiovisuales y ii) un entorno económico similar: países europeos o países con un nivel de desarrollo similar o superior al español.

La Comisión considera que el empleo de estos dos únicos criterios es razonable para determinar las empresas comparables. El intentar identificar subconjuntos de empresas “mejores” comparables a un operador con poder significativo de mercado en un mercado nacional, es un ejercicio muy complicado y fácilmente arbitrario, que podría generar mucha incertidumbre.

Existen muchas dimensiones en las que se pueden comparar dos empresas y una gran subjetividad al primar la comparación bajo un criterio sobre otros. Una primera manifestación de esto es la presente discusión sobre la idoneidad o no de incorporar a AMERICAN TOWER en la lista. Por esta razón la Comisión considera que, a priori, el empleo de los dos criterios (ámbito económico y tipo de actividad) es suficiente para identificar a las empresas comparables, salvaguardada con una comprobación “ex post” de que los valores de las betas obtenidas de éstas no constituyen extremos estadísticos. No obstante, esto no



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

significa que de forma excepcional la Comisión no acepte la exclusión e inclusión de empresas cuando existan motivos de peso, que además de bien argumentados estén fehacientemente documentados.

### a) Sobre la inclusión de AMERICAN TOWER

ABERTIS manifiesta que AMERICAN TOWER no debe ser incluida en la muestra de empresas comparables para el cálculo de la beta, por los siguientes motivos:

- a) Su beta constituye un valor extremo.
- b) Tiene una menor concentración de ingresos en cuanto a número de clientes.
- c) Es una empresa diversificada internacionalmente.
- d) La compra de SPECTRA SITE por parte de AMERICAN TOWER en 2005 afecta al valor de la beta de la segunda.

En primer lugar, debemos poner de manifiesto que la Comisión no admitió la pretendida exclusión de AMERICAN TOWER por parte de ABERTIS, entre otras cosas, por la manifiesta contradicción existente entre la postura de ABERTIS y el estudio de la entidad SPECTRUM, proporcionado por el mismo operador, en el que se describía a AMERICAN TOWER como una de las tres mejores comparables a ABERTIS.

Señala la entidad recurrente que AMERICAN TOWER debe ser excluida de la muestra al considerar que su beta constituye un valor extremo. Ahora bien, un extremo estadístico de una muestra es una observación anómala que puede deberse a errores en la medición de la variable o en la toma de muestras, fallos de la teoría que produce los valores teóricos o áreas en las que la teoría no resulta válida.

Las interferencias estadísticas que resultan de muestras en las que se incluyen valores extremos son erróneas, dado que dichas observaciones anómalas sesgan la media estimada y la varianza estimada (así como otros momentos estimados) con respecto de la verdadera media y varianza de la población.

La exclusión de los valores extremos de la muestra es un mecanismo mediante el cual se intenta corregir de una forma simple este sesgo. Para determinar si un valor es extremo, existen distintas técnicas conocidas.

Una técnica sencilla es determinar lo que en inglés se denominan los “inner fences” y los “outer fences” de la muestra. Estos son umbrales inferiores y superiores que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada<sup>1</sup>. La práctica habitual es determinar que los

---

<sup>1</sup> Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y también la diferencia entre estos dos valores. El umbral inferior de la inner fence es el percentil al 25% menos 1,5 veces la diferencia entre los



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” son extremos estadísticos fuertes y que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “inner fences” son extremos estadísticos débiles o potenciales<sup>2</sup>.

La siguiente tabla indica cual es el valor de los umbrales (“inner fences”) en el caso que nos ocupa (considerando la muestra de betas de los periodos 2006-2007 y 2005-2007, empleada por la Comisión para determinar un valor de la beta de ABERTIS):

Empresa	Valor de la beta desapalancada	
	2006-2007	2005-2007
American Tower	1,04	0,94
Crown Castle Int	0,69	0,64
SBA Communications	1,17	1,11
Macquarie Communications Infraestructures Group	0,37	0,34
DMT (Digital Multimedia Tech)	1,19	0,97
Percentil 25%	0,69	0,64
Percentil 75%	1,17	0,97
Umbral Inferior	-0,03	0,15
Umbral Superior	1,89	1,47

Tal y como se observa, ninguno de los valores de las betas individuales desapalancadas constituye un extremo estadístico débil (ni fuerte) dado que todos estos valores se encuentran en el intervalo de referencia determinado por los umbrales inferiores y superiores de cada muestra.

En relación a las causas de exclusión relativas al grado de concentración de ingresos y de diversificación internacional de AMERICAN TOWER, debemos decir que constituyen dos de los diversos parámetros empleados en la comparación de empresas. No resulta procedente, en ningún caso, que ABERTIS utilice estos parámetros para pretender establecer una presunta “diferencia sustancial” entre ella y AMERICAN TOWER, obviando el resto de factores de comparación (especialmente los de índole financiera), que sí muestran la existencia de similitud entre ambas empresas.

---

dos percentiles. El umbral superior de la inner fence es el percentil al 75% más 1,5 veces la deferencia entre los dos percentiles. Para determinar los dos umbrales para el caso de la outer fence se sustituye en las fórmulas anteriores el 1,5 por un 3.

<sup>2</sup> Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich.





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por último, no hay ninguna evidencia de que la compra de SPECTRA SITE afectara a la beta de AMERICAN TOWER, que según muestran los datos aportados por STANDARD AND POORS presenta un descenso paulatino en los últimos cinco años.

### b) Sobre la inclusión de MACQUARIE

Manifiesta la entidad recurrente que MACQUARIE no debe ser incluida en la muestra, puesto que no es una empresa sino un fondo de inversión que cotiza en bolsa, que tiene como única fuente de ingresos los dividendos que obtiene de las sociedades subyacentes, *“los cuales están semi garantizados a través de estructuras de financiación subordinada que reducen, a excepción de hechos extraordinarios, el riesgo para el tenedor de acciones de MACQUARIE”*.

En la resolución de 22 de noviembre de 2007 relativa al recurso de reposición interpuesto por ABERTIS contra la resolución de 19 de julio de 2007 de tasa anual de retorno para el ejercicio 2006 (AJ 2007/1020), la Comisión ya justificó la inclusión de MACQUARIE en la muestra de empresas comparables, por lo que para responder a la presente alegación nos remitimos al Fundamento Quinto de dicha resolución en el que se manifiesta lo siguiente:

*“En efecto, en la página web de Macquarie Communications Infrastructures Group<sup>3</sup> se citan como principales activos los de sus filiales, Arqiva y Broadcast Australia. Aunque estas dos empresas antes mencionadas no se dedican exclusivamente al negocio de transmisión de señales audiovisuales, sí es cierto que esta actividad es su principal fuente de ingresos<sup>4</sup>. Del total de ingresos de Macquarie Communications Infrastructures Group la proporción mayoritaria se debe a los ingresos del mercado británico, (provenientes de Arqiva), (un 81,20% según el análisis de segmentos del Informe Anual de 2006 de Macquarie Communications Infrastructures Group<sup>5</sup>). Así la beta del Grupo está fuertemente influida por el servicio de transmisión de señales audiovisuales en el Reino Unido, país del entorno macroeconómico y regulatorio español. Por tanto, no parece razonable excluir el valor de la muestra de comparables.*

*No se puede negar que la duración de los contratos de Arqiva en el Reino Unido disminuye el riesgo de su actividad, pero éste no es el*

<sup>3</sup> La dirección electrónica de la empresa es la siguiente:

[http://www.macquarie.com.au/au/mcg/asset\\_portfolio\\_overview.htm](http://www.macquarie.com.au/au/mcg/asset_portfolio_overview.htm)

<sup>4</sup> Véase respecto a Broadcast Australia la información facilitada en:

<http://www.macquarie.com.au/au/mcg/assets/broadcast.htm>

Y con relación a Arqiva, véanse los datos publicados en:

<http://www.macquarie.com.au/au/mcg/assets/arqiva.htm>

<sup>5</sup> Véanse los datos financieros del grupo en la siguiente dirección:

[http://www.macquarie.com.au/au/mcg/financials\\_only.htm](http://www.macquarie.com.au/au/mcg/financials_only.htm)



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

*único determinante de la beta de Macquarie Communications Infraestructures Group. En efecto, el valor resulta afectado también por otros riesgos (derivados de la transición a la televisión digital terrestre en el Reino Unido, tecnológicos y regulatorios) y por sus actividades en el mismo sector en otros países (Broadcast Australia). Además, la beta de Macquarie Communications Infraestructures Group no constituye un valor anómalo o extremo en la muestra de betas de las 5 empresas comparables.*

*Por último el que Macquarie Bank sea el propietario de las acciones de Macquarie Communications Infraestructures Group no supone necesariamente que el Banco vaya entrar al rescate de “Macquarie Communications Infraestructures Group” por las implicaciones que un descalabro tendría para sus muchos otros fondos de inversión en infraestructura y que constituyen una parte fundamental de su negocio”.*

Por último, debe añadirse que esta Comisión no puede comprobar varias de las alegaciones efectuadas por ABERTIS. Nos referimos en concreto, a las relativas al aseguramiento de los contratos de MACQUARIE en el Reino Unido, o el hecho de que dicha entidad rinda una rentabilidad fija, ya que ABERTIS no ha presentado prueba alguna que sustente tales afirmaciones.

### c) Sobre la exclusión de GLOBAL SIGNAL

Manifiesta la entidad recurrente su oposición a la decisión de la Comisión de excluir a GLOBAL SIGNAL de la lista de empresas comparables. Según ABERTIS, dicha empresa estaba incluida en la relación de empresas comparables de la resolución de 21 de diciembre de 2006 (AEM 2006/736) y, si bien fue adquirida por CROWN AND CASTLE en enero de 2007, podrían haberse empleado cotizaciones de la misma anteriores a esta fecha.

No obstante, debemos advertir la importancia de que las cotizaciones empleadas en la estimación de la beta de las empresas comparables sean lo más recientes posibles, de forma que se refleje en este parámetro la evolución actual de los riesgos de sus mercados.

Por esta razón, la Comisión solicitó en julio de 2007 a STANDARD AND POORS que empleara una serie de valores de cotizaciones de las empresas comparables que fuera lo más reciente posible. Para GLOBAL SIGNAL no existían cotizaciones a partir de enero de 2007, por lo que de haber considerado a esta empresa la muestra de datos habría sido seis meses más antigua.

No se incluyó a GLOBAL SIGNAL en la muestra de comparables por tres razones:





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- a) Dado que las series empleadas en la estimación son de 2 y 3 años, el impacto de un retraso de seis meses podría ser sustancial.
- b) Se optó por mantener la coherencia en la muestra de datos y que todas las empresas representaran el mismo periodo.
- c) Se excluyó a GLOBAL SIGNAL ya que en el futuro no habría podido emplearse a esta empresa como comparable.

A la vista de la argumentación contenida en el presente Fundamento, esta Comisión debe desestimar las pretensiones de ABERTIS relativas a la exclusión de la muestra de empresas comparables de las entidades AMERICAN TOWER y MACQUARIE, así como la inclusión en la misma muestra de la entidad GLOBAL SIGNAL.

### **SEGUNDO.- SOBRE LOS VALORES DE LAS BETAS DE LA MUESTRA DE EMPRESAS COMPARABLES Y SOBRE LA FUENTE EMPLEADA POR LA COMISIÓN**

ABERTIS señala que los valores de la beta aprobados para CROWN AND CASTLE (en adelante, CROWN) están afectados por la compra de GLOBAL SIGNAL en enero de 2007, cuyas betas eran menores a las de CROWN, por lo que no es adecuado emplear en la estimación la beta de CROWN post adquisición.

Asimismo, critica los valores de la beta de MACQUARIE empleadas por esta Comisión. Destaca los valores referenciados en los informes de COPENHAGUEN ECONOMICS (0,4 en febrero de 2007 y 0,97 posteriormente). Informa que MACQUARIE TRUST (fondo con participaciones en empresas de infraestructuras diversas) tiene una beta según el NYSE de 0,47 (julio de 2007) y que en la bolsa australiana encuentran a MACQUARIE con una beta respecto al índice australiano AS51 de 0,508 (julio de 2007). Por todo esto concluye que el valor empleado por la Comisión (0,34-0,37) es demasiado bajo.

Debemos manifestar, en primer lugar, que en su propuesta inicial ABERTIS propuso un valor de su parámetro beta de 2,05.

Como se argumentó en la Resolución de 22 de noviembre de 2007 (AJ 2007/1020), este valor sobrepasaba con creces el valor de la beta promedio de las empresas españolas incluidas en el IBEX35 (0,93) e incluso era mucho mayor que la mayor beta de este grupo de empresas (1,55 de SACYR VALLEHERMOSO). Esto supuso una primera indicación a la Comisión de que la propuesta del operador era poco razonable, dada la improbabilidad de que ABERTIS tuviera unos riesgos que resultaran en un diferencial del calibre descrito.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Además, la Comisión constató la existencia del informe de COPENHAGUEN ECONOMICS de febrero de 2007 y la fuerte divergencia que existía entre los valores de las betas de las empresas comparables proporcionadas por ABERTIS (que resultaban en su propuesta de 2,05) y las betas referenciadas en dicho informe- en particular las betas de AMERICAN TOWER y CROWN, todas ellas para un periodo similar.

También se comprobó que la bolsa de Nueva York proporcionaba valores de las betas de algunas de las empresas comparables parecidos a los valores presentados por COPENHAGUE ECONOMICS (informe de febrero de 2007) y muy distantes de los proporcionados por ABERTIS.

Valores de las betas	jul-07	feb-07	Jun-06
	NYSE	Copenhagen Economics	Spectrum
Crown Castle	0,94	1,08	2,36
American Tower	1,08	1,2	2,41
DMT		0,9	1,51

Como resultado de estas constataciones, con motivo de la Resolución de 19 de julio de 2007, la Comisión decidió obtener estos datos de una fuente independiente y de contrastada validez, encargando a STANDARD AND POORS la estimación de las betas de varias empresas comparables, empleando series de cotizaciones y de los respectivos índices nacionales con tres muestras con una frecuencia diaria y periodos distintos (2005 y 2006, 2005-2007 y 2003-2007). Igualmente con motivo de la resolución de 20 de septiembre de 2007 se encargó a STANDARD AND POORS el mismo tipo de estimación para los periodos (2006-2007 y 2005-2007). Se obtuvieron los siguientes resultados:

Empresa	Beta (2006-2007)*	Beta (2005-2006)	Beta (2005-2007)*	(Beta (2003-2007))
American Tower	1,18	1,04	1,07	1,17
Crown Castle Intl	0,87	0,65	0,81	0,98
SBA Communications	1,56	1,58	1,47	1,30
Macquarie Comms Infrastructure Group	0,61	0,52	0,56	0,45
DMT Digital				
Multimedia Tech	1,19	1,00	0,97	0,97

\*Resultados empleados en la Resolución de 20 de septiembre de 2007



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Si bien es cierto que el valor de la beta puede cambiar con el periodo y frecuencias muestral, se observa que los valores obtenidos por STANDARD AND POORS con cuatro muestras referentes a periodos distintos son parecidos entre si y difieren mucho de los del informe de SPECTRUM proporcionado por ABERTIS, que para CROWN proponía una beta de 2,02 y para AMERICAN TOWER una beta de 2,26. Los valores de STANDARD AND POORS se parecen a los valores obtenidos por la Bolsa de Nueva York (para CROWN un 0,94 y para AMERICAN un 1,08) y a los valores referenciados en los distintos informes de COPENHAGUE ECONOMICS (para CROWN, bien 1,08 o 0,8 y para AMERICAN 1,2 o 1,16). Por lo tanto la Comisión, no tiene dudas sobre la fiabilidad de estos valores que han sido contrastados con varias fuentes.

Asimismo, debe puntualizarse que la beta apalancada de MACQUARIE que la Comisión emplea como referente en la estimación, tiene un valor de 0,56-0,61, en línea con lo encontrado por ABERTIS que manifiesta que en la bolsa australiana la beta de MACQUARIE es de 0,508 con respecto al índice AS51 (dato a 27 de julio de 2007).

Finalmente, ABERTIS manifiesta que los valores de la beta desapalancada relativos a MACQUARIE son demasiado bajos. No obstante, estos valores no constituyen extremos estadísticos de la muestra por lo que no procede su eliminación.

### **TERCERO.- SOBRE EL VALOR DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA**

ABERTIS argumenta que para la estimación de la estructura financiera del operador, se debería considerar todo el conjunto de sus actividades sin tener en cuenta si están reguladas o no. Dice que la corrección efectuada por la Comisión no está descrita en la resolución de 21 de diciembre de 2006 y no se ha considerado para ningún otro operador para los cuales se tiene en cuenta todo el negocio de forma agregada sin excluir las partes no reguladas. Adicionalmente, ABERTIS insta a la Comisión a deducir del cálculo las deudas del Grupo engendradas en negocios no regulados, citando por ejemplo, la deuda de ABERTIS relacionada con sus inversiones en OVERON, consultora no regulada.

En primer lugar, hay que poner de manifiesto que esta Comisión considera importante que el ejercicio de estimación de la tasa de retorno de los operadores dominantes refleje de la forma más fidedigna posible y atendiendo



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

a la información disponible en cada momento, los riesgos en los mercados que están regulados (y mercados minoristas conexos) intentando eliminar del cálculo factores que contribuyan a añadir ruido a la estimación o reflejar riesgos que o son propios del sector.

Este criterio está implícito en la metodología de la Comisión descrita en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 (AEM 2006/736), que aconseja encontrar comparables de la misma actividad y similares mercados para la estimación de la beta.

La resolución de 21 de diciembre de 2006 referenciada no hace mención a la distinción entre actividades reguladas y no reguladas en lo que se refiere a la estimación de la estructura financiera óptima. No obstante, no es cierto, como alega ABERTIS, que la Comisión cambiara de criterio con respecto a la estimación de la estructura real de financiación de los operadores dominantes. En el resto de los casos, los operadores declarados dominantes por la Comisión tienen muy pequeñas participaciones en empresas con actividades no relacionadas con los mercados regulados.

Además, la resolución de 20 de septiembre de 2007 no es la primera ocasión en la que la Comisión corrige la valoración del negocio de un operador atendiendo a la distinción entre actividad regulada y no regulada. Así la resolución de 30 de noviembre de 2006 relativa a la propuesta de FRANCE TELECOM ESPAÑA, S.A. de tasa de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/1193) ya se establece dicha distinción (vid. páginas 21 y 22 de dicha resolución).

En consecuencia, no ha existido cambio de criterio de la Comisión, y ésta no aplica metodologías distintas a los distintos operadores. La no consideración a efectos de valoración del negocio del operador del valor generado por actividades no reguladas se ha efectuado en los casos en que la Comisión ha identificado que este valor era significativo.

ABERTIS también muestra su oposición a la consideración del múltiplo de ANTENNA HUNGARIA para valorar su negocio. La entidad recurrente manifiesta que *“resulta innegable que los riesgos e incertidumbres a los que se ha visto sometida ABERTIS en los últimos años no son comparables a los existentes en el mercado húngaro”*.

La Comisión estimó el valor de mercado de ABERTIS TELECOM, aplicando al EBITDA de ABERTIS múltiplos del EBITDA procedentes de empresas comparables. Esta técnica de la valoración por múltiplos sobre el EBITDA



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

también fue empleada por ABERTIS que proporcionó a la Comisión la siguiente información sobre los múltiplos:

Operación	Vendedor	Fecha de la operación	Multiplo del EBITDA
Adquisición por parte de TDF de Antenna Hungaria	Swisscom	Mayo de 2007	12,0
Adquisición de O2 Airwave por Macquarie CG	Telefónica	Abril de 2007	20,1
Adquisición de National Grid por Macquarie CG	National Grid	Abril de 2007	17,5
Compra de AAT Communications por SBA		Abril de 2006	20,5

La estimación del valor del negocio proporcionada por ABERTIS resulta de emplear la media entre los múltiplos de la tercera y cuarta operación (17,5 y 20,5), considerando el múltiplo de O2 AIRWAVE y el múltiplo de ANTENNA HUNGARIA.

La Comisión consideró que la exclusión de O2 AIRWAVE estaba correctamente fundada pero cuestionó la exclusión de ANTENNA HUNGARIA, enfatizando las similitudes entre esta empresa y el operador nacional: su actividad dominante (la transmisión y difusión de señales audiovisuales), la pertenencia de ambas al ámbito europeo y el tener ambas empresas una muy fuerte presencia en los respectivos mercados nacionales.

Además, la Comisión constató que los múltiplos considerados en otras operaciones de adquisición del sector en el ámbito europeo eran de un orden similar al múltiplo de 12 informado en la operación de ANTENNA HUNGARIA. En particular, en el mercado británico, en la operación de adquisición de NTL BROADCAST por MACQUARIE (2004) se barajaron múltiplos alrededor del 12,2 y 11,5 y en la operación de adquisición de CROWN AN CASTLE por NATIONAL GRID (2004) se barajaron múltiplos alrededor de 11. Debe mencionarse que la Comisión no empleó estos valores en sus cálculos, pero sí dio valor a la evidencia de que en Europa los múltiplos eran sustancialmente menores a los múltiplos de operaciones norteamericanas.

Tomando en consideración esto último y el reducido tamaño de la muestra considerada por ABERTIS, la Comisión consideró más razonable añadir el



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

múltiplo de la operación de compra de ANTENNA HUNGRIA por TDF en la estimación del valor de mercado del negocio regulado de ABERTIS.

Por estas razones se consideró el promedio de los múltiplos de las operaciones de ANTENNA HUNGRIA (12), NATIONAL GRID (17,5) Y AAR COMMUNICATIONS (20,5) en vez del promedio de los múltiplos de las dos últimas tal y como había propuesto ABERTIS. Todos estos múltiplos son de operaciones de adquisición relativamente recientes, como se indica en la tabla anterior.

### **CUARTO.- SOBRE LA TASA DE RENTABILIDAD EXIGIDA A LOS FONDOS PROPIOS**

ABERTIS considera que la rentabilidad que se le ha asignado por esta Comisión no se corresponde con la realidad propia del sector. La admisión de una rentabilidad tan reducida, a juicio de la recurrente, tampoco sería justificable ante los mismos accionistas de la compañía, redundando en una pérdida de valor para ABERTIS a corto plazo, y de competitividad y capacidad de generación de empleo a medio y largo plazo.

Ante esta alegación ya se manifestó en la resolución de 22 de noviembre de 2007 que la estimación del coste de capital de ABERTIS se había efectuado conforme a la metodología descrita en la resolución de 21 de diciembre de 2006 anteriormente referenciada. Los criterios empleados, que son comunes a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado, han sido utilizados por la Comisión al entender que resultan en estimaciones de tasa de retorno y rentabilidades razonables y que no pondrían en peligro las inversiones de dichas empresas así como su capacidad de generación de empleo.

### **QUINTO.- SOBRE LA PRIMA DE RIESGO Y LA TASA LIBRE DE RIESGO**

Manifiesta la entidad recurrente en su escrito de recurso, la existencia de contradicción en la elección por parte de la Comisión de una serie histórica más larga para la determinación del Equity Risk Premium y, sin embargo, una muestra tan reducida para la determinación del tipo libre de riesgo. Según argumenta, la utilización de esta metodología, adoptada por la resolución recurrida, conlleva una inestabilidad estructural en el cálculo de tarifas, puesto que el parámetro ERP experimente variaciones en el tiempo.

Pues bien, a Resolución de 21 de diciembre de 2006 de referencia discute las ventajas e inconvenientes de las distintas metodologías de estimación de los





## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

parámetros de la prima de riesgo de mercado y de tipo libre de riesgo. En esta Resolución esta Comisión dictó cuales serían los métodos a emplear en la estimación del WACC de los operadores dominantes y en particular en la estimación de los dos valores mencionados.

En el origen de la estimación de la prima de riesgo de mercado se encuentra una serie larga (15 años de datos) y en el origen de la estimación de la tasa libre de riesgo se encuentra una serie corta (datos de las últimas tres subastas del año de las obligaciones del Estado a 10 años por el Tesoro Público).

Ambos métodos son sin embargo comúnmente utilizados por distintos analistas financieros. Además, la Resolución de 21 de diciembre de 2006 fue objeto de una consulta pública en la que Abertis Telecom tuvo la oportunidad de manifestar su opinión sobre estos métodos y en la que esta Comisión ya respondió a estos comentarios. En particular, la Resolución afirma su preferencia por las series cortas por el siguiente motivo:

*“Esta Comisión considera que los últimos valores del tipo de interés de un activo incorporan información actual sobre las expectativas de los inversores. Esta es la razón por la que estos últimos valores deben tener un mayor impacto sobre el tipo de interés libre de riesgo estimado por esta Comisión. Sin embargo, el uso de una spot rate (último interés disponible) podría resultar en que una desviación atípica y puntual de este valor se reflejara en el tipo de interés libre de riesgo estimado, por lo que esta Comisión considera que es mejor usar una serie corta de los últimos datos disponibles.”*

Esta Comisión consideró que una serie corta para el tipo libre de riesgo, si bien es más inestable que el estimador que resultaría de una serie larga, no provocaría oscilaciones excesivas y reflejaría mejor el estado corriente de los mercados financieros.

Por el contrario, la variabilidad del parámetro de la prima de riesgo de mercado necesita del empleo de una serie lo más larga posible para su estimación a modo de evitar oscilaciones innecesarias en el valor del WACC que resultarían en tarifas inestables. Esto es precisamente lo que establece la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Naturalmente tanto la prima de riesgo de mercado como el tipo libre de riesgo de una economía varían en el tiempo y es necesario que dichos cambios incidan en el valor del WACC aprobados por esta Comisión para los operadores sujetos a una obligación contable sin suponer inestabilidades en el cálculo de tarifas.

Por último es necesario indicar que en cada una de sus Resoluciones referentes a la tasa de retorno de los operadores dominantes, esta Comisión



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

vela por obtener resultados temporalmente estables, coherentes con el entorno macroeconómico y financiero, y razonables desde un punto de vista regulatorio.

A mayor abundamiento, en el Fundamento Cuarto de la Resolución de 21 de septiembre de 2006 (AJ 2006/487), y frente a las observaciones del operador recurrente acerca de la “variabilidad de los resultados”, ya hacíamos la siguiente consideración:

*“Y por último, respecto a la variabilidad de los resultados en función del momento en 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.”*

Concluyendo que:

*“la alegación de T. no es específica de la metodología de composición de carteras, sino que es general y aplicable a cualquier otro 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.”*

A la vista de lo argumentado, se desestima la presente alegación de ABERTIS.

Vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, esta Comisión

### RESUELVE

**Primero.-** Desestimar el recurso de reposición interpuesto por ABERTIS TELECOM, S.A.U. contra la Resolución de esta Comisión de fecha 20 de septiembre de 2007, sobre la propuesta de ABERTIS TELECOM, S.A.U. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes en el contabilidad de costes del ejercicio 2007 (AEM 2007/280), y confirmar la Resolución impugnada en sus propios términos.



## COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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, 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

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera