

**RESOLUCIÓN 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**

**WACC/DTSA/002/16/WACC 2016 OP INTEGRADOS**

**SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA**

**Presidenta**

D<sup>a</sup>. María Fernández Pérez

**Consejeros**

D. Eduardo García Matilla

D<sup>a</sup>. Clotilde de la Higuera González

D. Diego Rodríguez Rodríguez

D<sup>a</sup>. Idoia Zenarrutzabeitia Beldarraín

**Secretario de la Sala**

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 17 de noviembre de 2016

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2016 a los operadores integrados, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA** acuerda lo siguiente:

**I. ANTECEDENTES**

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

**Segundo.** 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 Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, 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. Los trámites anteriores se

realizaron en conformidad con lo establecido en los artículos 58 y 82, la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

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

## II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

### II.1 HABILITACIÓN COMPETENCIAL

El artículo 70.2 de la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la CNMC ejercerá, entre otras, la siguiente función:

*“a) Definir y analizar los mercados de referencia relativos a redes y servicios de comunicaciones electrónicas, entre los que se incluirán los correspondientes mercados de referencia al por mayor y al por menor, y el ámbito geográfico de los mismos, cuyas características pueden justificar la imposición de obligaciones específicas, en los términos establecidos en el artículo 13 de la presente Ley y su normativa de desarrollo.”*

Asimismo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre (en adelante, Reglamento de Mercados), se faculta a la CNMC a 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. El epígrafe 3 de dicho artículo establece que, en el caso en que se haya impuesto una obligación de la orientación de costes, la carga de la prueba, incluyendo una tasa razonable de rendimiento de la inversión, recaerá sobre el operador. Sin embargo, la CNMC *“determinará el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, y podrá precisar el formato y el método contable que se habrá de utilizar.”*

En uso de la habilitación competencial citada la CNMC ha aprobado (entre otros) la definición y análisis de 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. La conclusión

de estos análisis es que estos mercados 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.

Conforme a las previsiones citadas en el presente apartado, atendiendo a lo señalado en los artículos 20.1 y 21.2 de la Ley 3/2013, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

## II.2 OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto de este procedimiento es realizar el cálculo de la tasa anual de coste de capital conforme a la metodología<sup>1</sup> a aplicar en la contabilidad de costes, para el ejercicio 2016, de los siguientes operadores obligados: Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U., Vodafone España, S.A.U. y Orange Espagne, S.A.U.

## III. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES

El WACC se define 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.

Así, el WACC se calcula atendiendo a la siguiente fórmula general:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Donde:

$k_e$ : Coste de los recursos propios

$k_d$ : Coste de los recursos ajenos

E: Valor de los fondos propios

D: Valor de la deuda

t: Tipo impositivo

En relación a la estimación del coste de los recursos propios ( $k_e$ ), la metodología que esta Sala 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. En este sentido, 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

---

<sup>1</sup> Resolución de 13 de diciembre de 2012 en que se aprobó la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

riesgo. Esta 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):

$$k_e = Rf + \beta_l * Pm$$

Donde:

- Rf: Tasa libre de riesgo
- $\beta_l$ : Beta apalancada
- Pm: Prima por riesgo de mercado

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.

#### **Alegaciones recibidas respecto a la generalidad del procedimiento**

Orange alega la poca idoneidad de calcular un mismo WACC para las actividades de fijo y móvil, porque son dos actividades con un riesgo muy diferenciado, que implican necesidades de financiación en absoluto comparables y con una estructura de mercado completamente divergente. El operador también constata que la CNMC es el único regulador europeo que asigna un WACC para el servicio fijo tradicional del operador incumbente superior al WACC para los servicios móviles de operadores alternativos.

En consecuencia, Orange solicita que la CNMC abra un nuevo expediente procediendo en su caso a revisar la metodología de cálculo del WACC de forma que se analicen de manera separada los riesgos específicos en los mercados regulados de servicios fijos y móviles y se establezca un WACC móvil único para el sector.

#### **Respuesta**

Se desestima la alegación de Orange porque la discusión acerca del enfoque metodológico del cálculo del WACC está fuera del alcance del objeto de esta resolución. Cabe recordar, además, que el punto planteado por Orange ya fue decidido en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 en la que se estableció la metodología. Al parecer de esta Sala, las causas que motivaron la elección metodológica en 2012 –convergencia e integración de los negocios fijo y móvil– se han reforzado tras las recientes operaciones societarias protagonizadas por Vodafone y Orange caracterizadas por fusionar sus negocios móviles con la actividad fija de los operadores Ono y Jazztel. Con respecto a la diferencia entre el WACC estimado para cada operador, la diferencia no se establece por la categoría de negocio (fijo o móvil) sino que deriva de un dato de mercado, la cotización de la deuda corporativa en mercados secundarios de cada operador.

Por último, con respecto a la solicitud de apertura de un nuevo procedimiento de revisión metodológica, aunque no se puede dar respuesta en el marco de

este procedimiento, cabe mencionar que la Comisión Europea ha encargado a la consultora Brattle Group el estudio<sup>2</sup> denominado “*Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization*”. En este informe se desarrollan unas pautas para elaborar una metodología que pudiera aplicarse por las agencias de regulación europeas para la estimación del WACC. A pesar de que la metodología de la CNMC es reciente (año 2012), se analizarán posibles desarrollos futuros de esta iniciativa de la Comisión Europea.

### III.1 RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

De acuerdo a la metodología, el ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información pública de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado. Una empresa comparable es una empresa que opera en el mismo sector con un mix de negocio similar. La fecha de referencia para la toma de datos es 31 de diciembre de 2015, excepto<sup>3</sup> en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural.

A continuación, se presenta el conjunto de empresas comparables seleccionado<sup>4</sup>: BT Group PLC, Orange SA, Swisscom AG, Telefónica SA, Deutsche Telekom AG, Telecom Italia SpA, Proximus PLC (antes Belgacom SA), Koninklijke KPN NV, Telekom Austria AG, Altice NV (matriz del operador antes llamado Portugal Telecom), Mobistar SA, Mobile Telesystems OJSC, TeliaSonera AB, Telenor ASA, Vodafone Group PLC y NOS, SGPS, S.A. Con respecto a los comparables utilizados en el ejercicio anterior, se han introducido dos comparables nuevos. Por un lado, en sustitución de Pharol SPG SA (antigua propietaria de Portugal Telecom), se incorpora Altice NV a causa de la adquisición de Portugal Telecom en junio de 2015. Altice es una empresa luxemburguesa que opera en varios países europeos y cotiza en la bolsa de Ámsterdam. Por otro lado, se propone la inclusión de NOS, un operador integrado (telefonía fija, móvil, banda ancha y TV) que cotiza en la bolsa de Lisboa. La razón para incluir este operador es el mantenimiento de un comparable que cotice en una bolsa portuguesa y que refleje de forma más cercana dicho mercado. Cabe destacar que no se excluye ninguna empresa de la muestra porque todas presentan ratios de apalancamiento razonables, entre 0 y 3.

---

<sup>2</sup> Enlace al estudio de Brattle Group:

[http://brattle.com/system/news/pdfs/000/001/092/original/Review\\_of\\_approaches\\_to\\_estimate\\_a\\_reasonable\\_rate\\_of\\_return\\_for\\_investments\\_in\\_telecoms\\_networks\\_in\\_regulatory\\_proceedings\\_and\\_options\\_for\\_EU\\_harmonization.pdf?1468846264](http://brattle.com/system/news/pdfs/000/001/092/original/Review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_EU_harmonization.pdf?1468846264)

<sup>3</sup> En concreto, se ha utilizado como fecha de referencia el 31 de marzo de 2016 para los siguientes operadores: BT y Vodafone, ambos con sede en el Reino Unido.

<sup>4</sup> El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (integrado de red fija y móvil) y que coticen en bolsa.

Se estima en primer lugar los ratios de endeudamiento  $[D/(E+D)]$  y fondos propios  $[E/(E+D)]$  medios del sector y, posteriormente, obtiene el ratio de apalancamiento (D/E) sectorial. A continuación se muestra el resultado obtenido.

**Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables**

<b>Comparables</b>	<b>D/(E+D)</b>	<b>E/(E+D)</b>
Altice NV	0,73	0,27
BT Group PLC	0,25	0,75
Deutsche Telekom AG	0,42	0,58
Koninklijke KPN NV	0,39	0,61
Mobile Telesystems OJSC	0,44	0,56
Mobistar SA	0,24	0,76
NOS SGPS SA	0,28	0,72
Orange SA	0,44	0,56
Proximus	0,20	0,80
Swisscom AG	0,25	0,75
Telecom Italia SpA	0,57	0,43
Telefónica SA	0,48	0,52
Telekom Austria AG	0,51	0,49
Telenor ASA	0,25	0,75
TeliaSonera AB	0,35	0,65
Vodafone Group PLC	0,41	0,59
<b>PROMEDIO</b>	<b>0,39</b>	<b>0,61</b>
<b>D/E sectorial</b>	<b>0,63</b>	

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionado, la estructura financiera promedio arroja un valor para el ratio  $[D/E]$  de 0,63. En consecuencia, este valor se usa para el cálculo de todos los WACC que se estiman en el presente procedimiento.

### III.2 COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS $[k_d]$

De acuerdo a la metodología, se estima este parámetro a través del coste de la deuda del grupo en que el operador está integrado. En un orden práctico, 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 (fecha de referencia para el cálculo del WACC) 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.

En caso de no disponer de emisiones propias suficientes que cumplieran las condiciones indicadas, se podrían incluir emisiones de empresas comparables con el mismo rating y que operen en un país con un rating equivalente, o emplear como referencia el “*Interest Rate Swap*” (IRS) más el “*Credit Default Swap*” (CDS) del grupo.

#### Estimación del coste de la deuda para Telefónica fija y móviles

Ambas empresas pertenecen al mismo grupo y se realiza el promedio de las emisiones de la matriz común a ambas, Telefónica S.A. Las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

**Tabla 2 Emisiones consideradas para la estimación del  $k_d$  de Telefónica**

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EJ506645 Corp	08/01/2013	22/01/2013	23/01/2023	10	1,81%
EJ642791 Corp	17/04/2013	29/04/2013	27/04/2023	10	3,76%
EK534841 Corp	07/10/2014	17/10/2014	17/10/2029	15	2,79%
<b>PROMEDIO TELEFÓNICA</b>					<b>2,79%</b>

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Telefónica fija y móvil en el cálculo del WACC será de 2,79%.

#### Alegaciones recibidas respecto a $k_d$ de Telefónica

Telefónica solicita la inclusión de la cotización de los títulos de deuda con ticker EI567448, con fecha de emisión 16/02/2011 y fecha de vencimiento 16/02/2021.

#### Respuesta

Esta emisión de deuda se tuvo en cuenta en ejercicios anteriores y en este ejercicio se ha descartado por la proximidad de su fecha de vencimiento, lo que le resta representatividad como emisión a largo plazo.

#### Estimación del coste de la deuda para Vodafone

Se dispone de dos emisiones de Vodafone Group PLC que se pueden emmarcar en las condiciones descritas en la metodología que se resumen en la siguiente tabla:

**Tabla 3 Emisiones consideradas para la estimación del  $k_d$  de Vodafone**

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EJ552316 Corp	11/02/2013	19/02/2013	19/02/2023	10	3,73%
EI0259339 Corp	28/11/2008	01/12/2008	01/12/2028	20	2,53%
<b>PROMEDIO VODAFONE</b>					<b>3,13%</b>

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Vodafone en el cálculo del WACC será de 3,13%.

#### Estimación del coste de la deuda para Orange

En el caso de Orange, en el informe de audiencia se consideraron cuatro emisiones de Orange S.A. que cumplen con las condiciones descritas en la metodología. Las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

**Tabla 4 Emisiones consideradas para la estimación del  $k_d$  de Orange**

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EJ352177 Corp	05/09/2012	14/09/2012	01/03/2023	10	1,33%
EJ807990 Corp	27/08/2013	03/09/2013	09/01/2024	10	1,56%
EI894072 Corp	30/11/2011	30/11/2011	30/11/2026	15	2,48%
EJ699618 Corp	28/3/2013	11/04/2013	11/04/2028	15	2,23%
<b>PROMEDIO ORANGE</b>					<b>1,90%</b>

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos para Orange en el cálculo del WACC será de 1,90%.

#### Alegaciones recibidas respecto a $k_d$ de Orange

Orange solicita la aclaración de los motivos por los que no se han incluido las emisiones de deuda reportadas en su escrito del mes de mayo de 2016. Dicho escrito respondía al requerimiento incluido en el resuelve de la resolución de 5 de noviembre de 2015 en la que se aprobó la tasa de retorno de 2015.

Orange también solicita que no se considere la emisión de la deuda con ticker EJ352177 Corp porque su vencimiento no está incluido en el periodo establecido en el citado requerimiento de información. Dicho plazo está comprendido entre 1 de julio de 2023 y 31 de diciembre de 2027.

#### Respuesta

A continuación se explican los motivos por los que se excluyeron las emisiones informadas por Orange aunque el plazo de vencimiento está comprendido entre 1 de julio de 2023 y 31 de diciembre de 2027:



- Emisión UV9039305: descartada por ser una emisión realizada en coronas noruegas.
- Emisión EF1834920: descartada por ser una emisión realizada en libras esterlinas.
- Emisión EI830933: descartada por ser una emisión realizada en libras esterlinas.
- Emisión EI912551: descartada por ser una emisión realizada en dólares de Hong Kong.

En resumen, el criterio utilizado por esta Sala para no admitir nuevas emisiones ha sido comprobar si su moneda era euro con el fin de evitar la introducción de datos que incorporen riesgos ajenos a los contemplados en la metodología como los inherentes a la cotización y fluctuación de las divisas.

Con respecto a la emisión con ticker EJ352177 Corp, su plazo de vencimiento es cercano al requerido en la resolución de 5 de noviembre de 2015. De hecho, aunque Orange no lo cita, la última emisión de deuda (EJ699618 Corp) también tiene un vencimiento cercano pero fuera del periodo de referencia. El motivo de sus inclusiones es aumentar el número de comparables y, por tanto, la representatividad de la media. Por tanto, la diferencia de pocos meses en el plazo de vencimiento no se considera motivo suficiente para descartarlas.

### III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [ $R_f$ ]

De acuerdo a la metodología, se estima la tasa libre de riesgo [ $R_f$ ] a través de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años.

Como medida del rendimiento de los bonos se utiliza su rentabilidad hasta el vencimiento ("*yield to maturity*") obtenida en base a su cotización en mercados secundarios. Para ello, se calcula la media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los últimos seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2015 (fecha de referencia para el cálculo del WACC en el presente procedimiento), con el fin de disponer de un número suficientemente amplio de observaciones y encontrar un equilibrio entre minimizar los efectos de desviaciones producidas por circunstancias puntuales y tomar datos recientes.

Como resultado de aplicar este criterio a los datos obtenidos en Bloomberg se estima que [ $R_f$ ] tiene un valor de 1,88% para el período de referencia.

De acuerdo a la metodología, el valor de este parámetro es común para todos los operadores obligados. En consecuencia, este valor se usará para la estimación de todos los WACC que se calculan en el presente procedimiento.

### III.4 PRIMA DE MERCADO [ $P_m$ ]

De acuerdo a la metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [ $P_m$ ] 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.

En particular, la estimación realizada en el informe de audiencia es la siguiente:

**Tabla 5 Estimación de la Prima de Mercado<sup>5</sup>**

Fuentes seleccionadas	[Pm]	Región	Método
DMS	3,80%	España	Histórico
Pablo Fernández	6,20%	España	Encuesta 2016
<b>Mediana de los valores anteriores</b>	<b>5,00%</b>		

Referencias:

- Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook, 2016, Credit Suisse/ London Business School.
- Fernández, P., Ortiz, A. y Acín, I. (2016) Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers. IESE Business School.

De acuerdo a la metodología, el valor de este parámetro es común para todos los operadores obligados. En consecuencia, este valor se usará para la estimación de todos los WACC que se calculan en el presente procedimiento.

**Alegaciones recibidas respecto de la prima de mercado**

En base a las decisiones de la CNMC de años anteriores, Telefónica solicita la inclusión de referencias adicionales para estimar la mediana de valores de la Tabla 5. Las referencias propuestas son:

**Tabla 6 Propuesta de Telefónica de Prima de Mercado**

Fuentes seleccionadas	[Pm]	Método	¿Incluida en audiencia?
DMS	3,80%	Histórico	Sí
Pablo Fernández	6,20%	Encuestas	Sí
Media de informes de inversión	6,99%	Previsiones	No
Damodaran (S&P500)	8,94%	Histórico	No
Bloomberg	9,80%	Histórico	No
<b>Mediana</b>	<b>6,99%</b>		

<sup>5</sup> Esta prima de mercado –con los valores actualizados según los datos de 2016 disponibles– es consistente con la que propuso esta Sala en 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.

Telefónica argumenta 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. La media de los informes de inversión recoge la estimación de Société Générale de septiembre de 2016 y de Thompson Reuters (EIKON).

El operador también alega 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 est  justificada porque no se ha producido ningún hecho excepcional que justifique esta sensible disminución en el mercado español. Telefónica refuerza su argumento manifestando 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.

### **Respuesta**

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<sup>6</sup>. Con respecto a Damodaran, un reciente estudio de la Comisión Europea<sup>7</sup> advierte a las Autoridades Nacionales de Regulación contra la adopción de la metodología del riesgo país de dicho profesor<sup>8</sup>. Por ello, esta Sala se ratifica en su decisión de no considerar las referencias de Bloomberg y de Damodaran.

---

<sup>6</sup> El periodo disponible por la CNMC es 2006-2015.

<sup>7</sup> Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization (The Brattle Group, 2016) [http://brattle.com/system/news/pdfs/000/001/092/original/Review\\_of\\_approaches\\_to\\_estimate\\_a\\_reasonable\\_rate\\_of\\_return\\_for\\_investments\\_in\\_telecoms\\_networks\\_in\\_regulatory\\_proceedings\\_and\\_options\\_for\\_EU\\_harmonization.pdf?1468846264](http://brattle.com/system/news/pdfs/000/001/092/original/Review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_EU_harmonization.pdf?1468846264)

<sup>8</sup> En concreto, la nota al pie de página 32 de dicho informe señala: “*We would caution against NRAs adopting Professor Damodaran’s country risk methodology*”.

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

### III.5 TASA IMPOSITIVA [t]

De acuerdo a la metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal en la estimación del coste de la deuda antes de impuestos. El mismo parámetro se usa para el desapalancamiento y reapalancamiento de la beta y también en la estimación del WACC antes de impuestos.

En el ejercicio 2015 la tasa impositiva de varios países ha cambiado, en general, con tendencia a la baja. Entre ellos España, cuyo tipo general se ha reducido del 30% al 28% conforme la disposición transitoria trigésima cuarta de la Ley 27/2014 de 27 de noviembre del Impuesto sobre Sociedades.

Las tasas impositivas nominales de referencia para el procedimiento actual, se detallan en la siguiente tabla:

**Tabla 7 Tasas impositivas nominales de referencia**

País	Tasa impositiva considerada
Alemania	29,65%
Austria	25,00%
Bélgica	33,99%
España	28,00%
Francia	33,33%
Holanda	25,00%
Italia	31,40%
Luxemburgo	29,22%
Noruega	27,00%
Portugal	21,00%
Reino Unido	20,00%
Rusia	20,00%
Suecia	22,00%
Suiza	17,92%

### III.6 BETA DESAPALANCADA [B<sub>U</sub>] Y APALANCADA [B<sub>I</sub>]

En conformidad con la metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la beta los datos semanales de las  $\beta_{raw}$  del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años

anteriores a 31 de diciembre de 2015, usando los índices locales donde cotizan las compañías seleccionadas como comparables<sup>9</sup>.

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las betas calculadas para cada operador<sup>10</sup>.

Para apalancar y desapalancar<sup>11</sup> la beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal correspondiente:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1-t) \frac{D}{E}}$$

El conjunto de operadores para los que se estima beta desapalancada sectorial pertenecen al mismo grupo de comparables utilizados en el apartado de estructura financiera. El parámetro beta desapalancada [ $\beta_u$ ] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables y el resultado del cálculo arroja un valor para la beta desapalancada [ $\beta_u$ ] de 0,59.

**Tabla 8 Estimación de la beta desapalancada sectorial**

Comparable	$\beta_l$ raw	$\beta_l$ ajustada	D/E	t	$\beta_u$ ajustada
Atice NV	1,35	1,23	2,69	29%	0,42
BT Group PLC	0,81	0,87	0,32	20%	0,69
Deutsche Telekom AG	0,81	0,88	0,72	30%	0,58
Koninklijke KPN NV	0,91	0,94	0,65	25%	0,63
Mobile Telesystems OJSC	0,54	0,7	0,78	20%	0,43
Mobistar SA	0,76	0,84	0,31	34%	0,69
Nos SGPS SA	0,71	0,81	0,38	21%	0,62
Orange SA	1,02	1,01	0,79	33%	0,67
Proximus	0,71	0,8	0,25	34%	0,69
Swisscom AG	0,54	0,69	0,33	18%	0,54
Telecom Italia SpA	0,98	0,99	1,56	31%	0,48
Telefónica SA	0,99	1	0,94	28%	0,6
Telekom Austria AG	0,67	0,78	1,04	25%	0,44
Telenor ASA	0,84	0,89	0,34	27%	0,72
TeliaSonera AB	0,76	0,84	0,53	22%	0,59

<sup>9</sup> El listado de operadores comparables se recoge en el apartado III.1.

<sup>10</sup> En conformidad a la metodología el ajuste bayesiano se realiza mediante la fórmula de Marshall Blume:  $\beta_l \text{ ajustada} = \beta_{raw} * P + \beta_T * (1-P)$ , siendo P igual a 2/3,  $\beta_T$  es la beta teórica del mercado con valor igual a 1 y  $\beta_{raw}$  es la beta que se obtiene del análisis de regresión de las cotizaciones en el mercado.

<sup>11</sup> La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte de su grado de apalancamiento. Desapalancar la beta consiste en calcular la beta teórica de la empresa si no tuviera deuda a partir de la beta real de la empresa que se observa en el mercado. Apalancar la beta es el proceso inverso.

Comparable	$\beta_{i \text{ raw}}$	$\beta_{i \text{ ajustada}}$	D/E	t	$\beta_{u \text{ ajustada}}$
Vodafone Group PLC	0,91	0,94	0,7	20%	0,6
<b>PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (<math>\beta_u</math> sectorial)</b>					<b>0,59</b>

Para el cálculo de la beta reapalancada [ $\beta_i$ ] de los operadores integrados se aplica la fórmula de Hamada a la  $\beta_u$  sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,63) y de t (28%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [ $\beta_i$ ] de estos operadores igual a 0,85.

La consecuencia práctica de la aplicación de esta metodología es que el valor estimado para el parámetro [ $\beta_i$ ] es común al grupo de operadores para los que se estima el WACC en el presente procedimiento, al pertenecer al mismo grupo de comparables.

#### IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN PARA EL EJERCICIO 2016 Y ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE CAMBIO 2015-2016

En las siguientes tablas se detallan los parámetros aprobados por esta Sala correspondientes a los tres ejercicios anteriores (2013, 2014 y 2015). Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2016 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

**Tabla 9 Resultado desglosado por operador  
TELEFÓNICA Y TELEFÓNICA MÓVILES**

Parámetros	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015	WACC 2016
Tasa libre de riesgo [ $R_f$ ]	6,02%	4,34%	2,21%	1,88%
Prima riesgo de mercado [ $P_m$ ]	6,10%	6,98%	6,85%	5,00%
Beta desapalancada [ $\beta_u$ ]	0,4985	0,5065	0,5932	0,59
Ratio apalancamiento [D/E]	0,98	0,93	0,55	0,63
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	28,00%
Beta reapalancada [ $\beta_i$ ]	0,8394	0,8373	0,8234	0,85
Coste deuda antes de impuestos [ $K_d$ ]	5,78%	4,30%	3,16%	2,79%
D/(D+E)	49,42%	48,27%	35,67%	38,68%
E/(E+D)	50,58%	51,73%	64,33%	61,32%
Coste de los recursos propios [ $K_e$ ]= $R_f + (P_m * \beta_i)$	11,14%	10,18%	7,85%	6,16%
Coste de los recursos ajenos [ $K_d'$ ]= $K_d * (1-t)$	4,05%	3,01%	2,21%	2,01%
WACC después de impuestos WACC = $(E/(D+E) * K_e) + (D/(D+E) * K_d')$	7,64%	6,72%	5,84%	4,55%
<b>WACC antes de impuestos WACC<sub>AI</sub> = WACC/(1-t)</b>	<b>10,91%</b>	<b>9,60%</b>	<b>8,35%</b>	<b>6,32%</b>

<b>VODAFONE</b>				
<b>Parámetros</b>	<b>WACC 2013</b>	<b>WACC 2014</b>	<b>WACC 2015</b>	<b>WACC 2016</b>
Tasa libre de riesgo [Rf]	6,02%	4,34%	2,21%	1,88%
Prima riesgo de mercado [Pm]	6,10%	6,98%	6,85%	5,00%
Beta desapalancada [ $\beta_U$ ]	0,4985	0,5065	0,5932	0,59
Ratio apalancamiento [D/E]	0,98	0,93	0,55	0,63
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	28,00%
Beta reapalancada [ $\beta_I$ ]	0,8394	0,8373	0,8234	0,85
Coste deuda antes de impuestos [ $K_d$ ]	2,35%	3,23%	3,20%	3,13%
D/(D+E)	49,42%	48,27%	35,67%	38,68%
E/(E+D)	50,58%	51,73%	64,33%	61,32%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm* $\beta_I$ )	11,14%	10,18%	7,85%	6,16%
Coste de los recursos ajenos [Kd']= Kd*(1-t)	1,65%	2,26%	2,24%	2,25%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd')	6,45%	6,36%	5,85%	4,65%
<b>WACC antes de impuestos WACC<sub>AI</sub> = WACC/(1-t)</b>	<b>9,21%</b>	<b>9,09%</b>	<b>8,36%</b>	<b>6,45%</b>

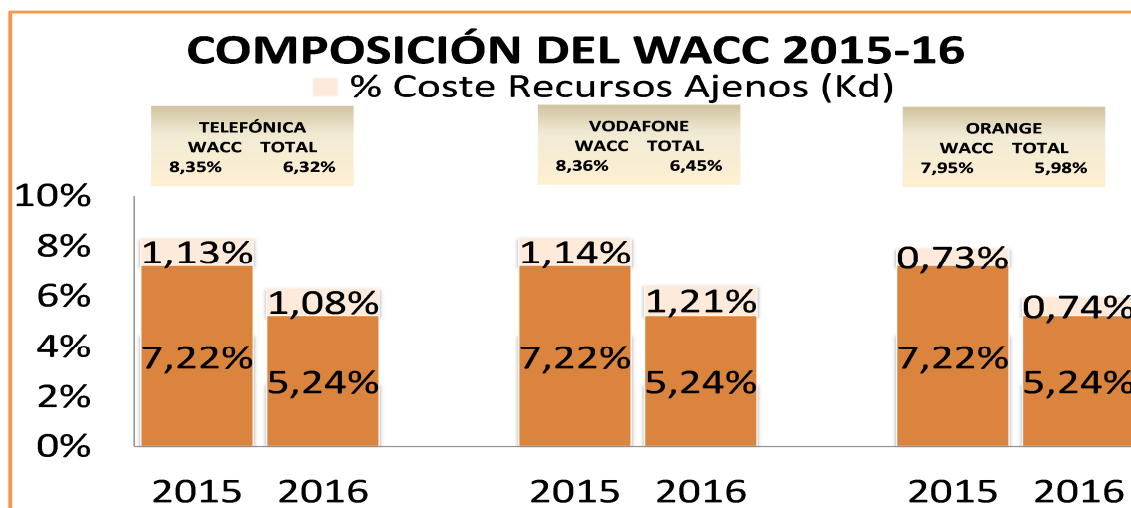
<b>ORANGE</b>				
<b>Parámetros</b>	<b>WACC 2013</b>	<b>WACC 2014</b>	<b>WACC 2015</b>	<b>WACC 2016</b>
Tasa libre de riesgo [Rf]	6,02%	4,34%	2,21%	1,88%
Prima riesgo de mercado [Pm]	6,10%	6,98%	6,85%	5,00%
Beta desapalancada [ $\beta_U$ ]	0,4985	0,5065	0,5932	0,59
Ratio apalancamiento [D/E]	0,98	0,93	0,55	0,63
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	28,00%
Beta reapalancada [ $\beta_I$ ]	0,8394	0,8373	0,8234	0,85
Coste deuda antes de impuestos [ $K_d$ ]	2,55%	3,06%	2,04%	1,90%
D/(D+E)	49,42%	48,27%	35,67%	38,68%
E/(E+D)	50,58%	51,73%	64,33%	61,32%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm* $\beta_I$ )	11,14%	10,18%	7,85%	6,16%
Coste de los recursos ajenos [Kd']= Kd*(1-t)	1,78%	2,14%	1,43%	1,37%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd')	6,52%	6,30%	5,56%	4,30%
<b>WACC antes de impuestos WACC<sub>AI</sub> = WACC/(1-t)</b>	<b>9,31%</b>	<b>9,00%</b>	<b>7,95%</b>	<b>5,98%</b>

Con el fin de analizar la evolución temporal de los parámetros, el siguiente gráfico muestra el desglose del WACC entre el porcentaje del coste de los recursos propios y el de los recursos ajenos para los años 2015 y 2016. Para determinar el importe de cada coste se ha tenido en cuenta tanto la estructura financiera como el efecto impositivo según las siguientes fórmulas:

- Aportación del coste de recursos propios al WACC:  $[k_e * E/(E+D)]/(1-t)$
- Aportación del coste de recursos ajenos al WACC:  $[k_d' * D/(E+D)]/(1-t)$

Para todos los operadores ha aumentado el peso en el WACC de los recursos ajenos con respecto a los recursos propios como se puede observar en el siguiente gráfico. En efecto, el peso de los recursos propios predomina en el cálculo del WACC de todos los operadores pero en una intensidad menor que en el ejercicio anterior.

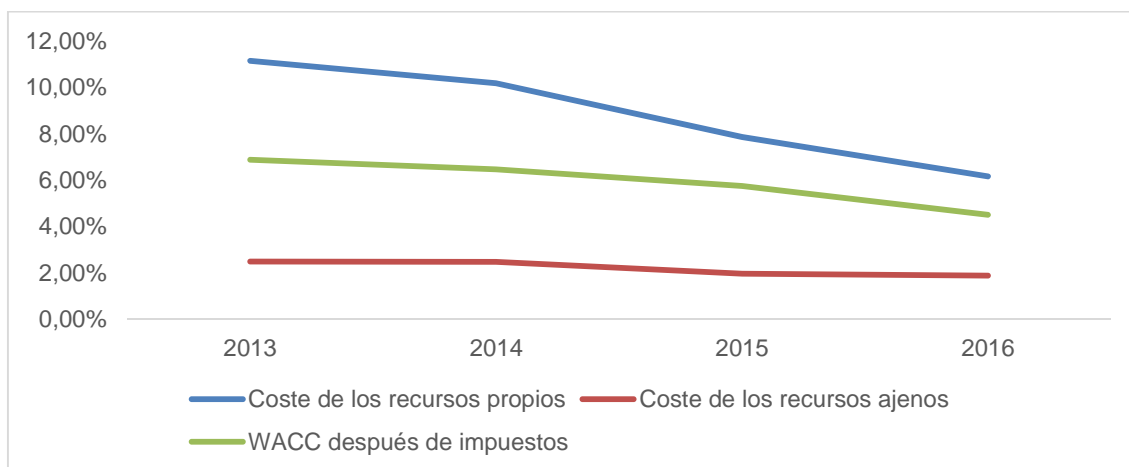
**Ilustración 1: Composición del WACC por operador por tipo de recurso**



Relacionado con lo anterior también se observa que el principal motivo de la reducción del WACC en el ejercicio 2016 con respecto el 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 como se observa en el gráfico siguiente en los que se muestra los datos después de impuestos.



**Ilustración 2: Evolución coste recursos propios y ajenos. Promedio.**



Por todo cuanto antecede, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

**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.

<b>WACC antes de impuestos 2016</b>	
Telefónica de España S.A.U.	6,32%
Telefónica Móviles España, S.A.U.	6,32%
Vodafone España, S.A.U.	6,45%
Orange Espagne S.A.U.	5,98%

**SEGUNDO.-** Requerir 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.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual y notifíquese a los interesados, haciéndoles saber que la misma pone fin a la vía administrativa y que pueden interponer contra ella recurso contencioso administrativo ante la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente al de su notificación.