

RESOLUCIÓN DE DETERMINACIÓN DEL COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL DE TELEFÓNICA DEL EJERCICIO 2024

(WACC/DTSA/002/24)

CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidenta

D.^a Pilar Sánchez Núñez

Consejeros

D. Josep Maria Salas Prat

D. Carlos Aguilar Paredes

Secretario

D. Miguel Bordiu García-Ovies

En Madrid, a 19 de diciembre de 2024

La Sala de Supervisión Regulatoria del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) con la composición expresada, ha dictado la siguiente resolución de determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica y su notificación a la Comisión Europea y al Organismo de Reguladores de Comunicaciones Electrónicas.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero. Metodologías e informe del BEREC

El 6 de noviembre de 2019, la Comisión Europea (CE) publicó la Comunicación sobre la armonización a nivel europeo del cálculo del WACC¹ de la infraestructura heredada en el sector de las comunicaciones electrónicas². En esta Comunicación se detallan criterios de cálculo que sirven de referencia a los reguladores de comunicaciones electrónicas de la Unión Europea. Dicha Comunicación prevé la elaboración de un informe anual por parte del BEREC con los parámetros del cálculo del WACC.

Con fecha 6 de mayo de 2021, la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC aprobó la Resolución por la cual se determina la nueva metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado (WACC) de los operadores de comunicaciones electrónicas declarados con poder significativo de mercado (en adelante, la metodología 2021).

BEREC, con la colaboración de la CE, entre otros reguladores, publicó con fecha 12 de junio de 2024 el informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC para su aplicación en 2024³.

Segundo. Consulta pública

Con fecha de 19 de julio de 2024 se inició procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica y se publicó en el BOE del 29 de julio de 2024 el trámite de información pública del procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2024, el cual duró desde el 30 de julio de 2024 hasta el 12 de septiembre de 2024.

Durante el período de consulta pública se recibieron alegaciones de Telefónica (12 de septiembre).

¹ *Weighted Average Cost of Capital, en español Coste Medio Ponderado del Capital.*

² Disponible en: https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62833

³ Disponible en:

<https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2024>

Tercero. Proyecto de medida

Con fecha 7 de noviembre de 2024, la Sala de Supervisión Regulatoria aprobó la Resolución por la que se acuerda notificar a la Comisión Europea, el ORECE, a las Autoridades Nacionales de Regulación (en adelante, ANR) de los otros Estados miembros de la Unión Europea, al Ministerio de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública⁴, a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y a la Secretaría de Estado de Telecomunicaciones e Infraestructuras Digitales el proyecto de medida relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica.

Con fecha 5 de diciembre de 2024, la Comisión Europea ha dirigido a la CNMC un escrito en el que indica que tiene una observación positiva al proyecto de medida notificado (con referencia ES/2024/2544).

Con fecha 10 de diciembre de 2024, la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa ha presentado un escrito en el que indica que no tiene ninguna observación al proyecto de medida notificado.

II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

Primero. Habilitación competencial

De conformidad con lo establecido en el artículo 100.2.c de la Ley 11/2022, de 28 de junio, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia tiene como objeto el establecimiento de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones que no se desarrollan en un entorno de competencia efectiva. Además, el artículo 18.1.f de la LGTel señala que la Comisión podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder

⁴ De conformidad con lo establecido en el artículo 5.3 (primer párrafo) del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones notificará al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (...) los proyectos de medidas que pretenda adoptar en el ámbito de sus competencias definidas en los apartados 1, 3.c), 3.d) y 3.e) del artículo 23 y en el artículo 24, junto a sus motivaciones, y que puedan tener repercusiones en los intercambios entre Estados miembros. Actualmente, todas las competencias ministeriales que se tuvieron en cuenta en la aprobación del citado precepto se encuentran subsumidas dentro del ámbito competencial de los Ministerios de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública.

significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

El artículo 3.a de la citada LGTel recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos *“fomentar la competencia efectiva y sostenible en los mercados de telecomunicaciones para potenciar al máximo los intereses y beneficios para las empresas y los consumidores, principalmente en términos de bajada de los precios, calidad de los servicios, variedad de elección e innovación, teniendo debidamente en cuenta la variedad de condiciones en cuanto a la competencia y los consumidores que existen en las distintas áreas geográficas, y velando por que no exista falseamiento ni restricción de la competencia en la explotación de redes o en la prestación de servicios de comunicaciones electrónicas, incluida la transmisión de contenidos”*.

Por su parte, el artículo 100.2.a de la 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 y el ámbito geográfico de los mismos, cuyas características pueden justificar la imposición de obligaciones específicas, en los términos establecidos en los artículos 15 y 16 y su normativa de desarrollo”

Asimismo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 del Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, mediante el que se aprueba el Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, (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 Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones 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) terminación de llamadas al por mayor en redes telefónicas públicas individuales facilitada en una ubicación fija, (ii) mercado de acceso local al por mayor facilitado en una ubicación y

acceso central al por mayor facilitado en una ubicación fija para productos del mercado de masas, (iii) mercado de acceso de alta calidad al por mayor facilitado en una ubicación fija y (iv) del servicio portador de difusión de la señal de televisión. La conclusión de estos análisis es que estos mercados no son realmente competitivos, designándose en todos ellos los operadores con poder significativo de mercado (PSM) e imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste del capital medio ponderado (WACC). Actualmente esta obligación recae en los operadores Cellnex (PSM en el mercado del servicio portador de la señal de televisión) y Telefónica (PSM en el resto de los mercados citados anteriormente).

Cabe señalar que el 13 de junio de 2024, la CNMC aprobó el SCC 2022 de Cellnex en el que resolvió estimar la propuesta de Cellnex de presentar la contabilidad de costes con carácter plurianual, lo cual implica que los próximos resultados que la CNMC requiere presentar a Cellnex son los del ejercicio 2025, antes del 31 de julio de 2026. Por lo tanto, Cellnex no presentará sus resultados del ejercicio 2024 y, por ende, la CNMC no calculará un WACC para Cellnex para 2024. Por ello, en el presente expediente esta Comisión calculará el WACC de 2024 únicamente para Telefónica.

Por lo tanto, el objeto de este procedimiento es determinar la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes de Telefónica del ejercicio 2024. De conformidad con los preceptos citados, la CNMC resulta competente para el cálculo del WACC.

Atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 LCNMC⁵, y en virtud de lo dispuesto en el artículo 14.1.b) del Estatuto Orgánico de la CNMC, aprobado por el Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto (Estatuto Orgánico de la CNMC), el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

Segundo. Adopción de la medida definitiva

Conforme al artículo 32 del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas, y al artículo 5 del Reglamento de Mercados, la CNMC notificará las resoluciones que puedan tener repercusiones en los intercambios entre los

⁵ Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

Estados miembros, junto a sus motivaciones, a la Comisión Europea, al ORECE y a las ANR de los otros Estados miembros de la Unión Europea, cuando dichas resoluciones se refieran a la definición y análisis de mercados, la identificación de operadores con poder significativo de mercado y la imposición, mantenimiento, modificación y supresión de obligaciones específicas a dichos operadores.

Tras haber recibido y analizado las alegaciones presentadas por los operadores a la consulta pública, se procedió a notificar el proyecto de medida relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica a la Comisión Europea, el ORECE y a las ANR de los otros Estados miembros de la Unión Europea. Dichos proyectos de medida deberán ser asimismo remitidos al Ministerio de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública⁶, a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y a la Secretaría de Estado de Telecomunicaciones e Infraestructuras Digitales, para que formularan sus observaciones.

En fecha 5 de diciembre de 2024, la Comisión Europea remitió un escrito al proyecto de medida notificado en el que consideraba justificada la propuesta de la CNMC y no solicitaba ningún cambio.

Asimismo, en fecha 10 de diciembre de 2024, la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa ha dirigido un escrito en el que indica que no tiene ninguna observación al proyecto de medida notificado.

En consecuencia, en virtud de la presente Resolución se aprueba el establecimiento de la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica en los mismos

⁶ De conformidad con lo establecido en el artículo 5.3 (primer párrafo) del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones notificará al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (...) los proyectos de medidas que pretenda adoptar en el ámbito de sus competencias definidas en los apartados 1, 3.c), 3.d) y 3.e) del artículo 23 y en el artículo 24, junto a sus motivaciones, y que puedan tener repercusiones en los intercambios entre Estados miembros. Actualmente, todas las competencias ministeriales que se tuvieron en cuenta en la aprobación del citado precepto se encuentran subsumidas dentro del ámbito competencial de los Ministerios de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública.

términos que el proyecto de medida aprobado el 7 de noviembre de 2024, tal y como consta en el Documento 1 adjuntado⁷.

Por último, procede la comunicación de la presente Resolución a la Comisión Europea y al ORECE, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 32, apartado 8, del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas.

En atención a lo recogido en los anteriores Antecedentes de Hecho y Fundamentos Jurídicos Procedimentales, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

RESUELVE

PRIMERO. Aprobar la determinación de 5,33% como la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica de España S.A.U., que se adjunta como Documento 1.

SEGUNDO. Comunicar a la Comisión Europea y al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2024 de Telefónica.

TERCERO. Acordar la publicación del presente acto en el Boletín Oficial del Estado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15.1 de la LGTel.

CUARTO. La presente Resolución surtirá efectos a partir del día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual y notifíquese a los interesados:

COMISIÓN EUROPEA

MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA

⁷ La única modificación es la incorporación de los datos reales de septiembre de 2024 de cotización del bono español a 10 años en el cálculo del Rf, los cuales no estaban disponibles al elaborar el proyecto de medida. Esta actualización ha resultado en un valor del WACC del 5,33%, ligeramente inferior al 5,34% estimado en el proyecto de medida del 7 de noviembre.

MINISTERIO PARA LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL Y DE LA FUNCIÓN PÚBLICA

TELEFÓNICA DE ESPAÑA S.A.U. UNIPERSONAL

La presente resolución agota la vía administrativa, no siendo susceptible de recurso de reposición. Puede ser recurrido, no obstante, ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional en el plazo de dos meses, de conformidad con lo establecido en la disposición adicional cuarta, 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio.

DOCUMENTO 1

DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2024 DE TELEFÓNICA WACC/DTSA/002/24/ WACC 2024

TABLA DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	11
II. LA FUNCIÓN DEL BEREK Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS	12
III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2024	13
Primero. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES	13
A. TASA LIBRE DE RIESGO	13
B. PRIMA DE MERCADO	18
C. TASA IMPOSITIVA	19
Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA	20
A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES	20
B. ESTRUCTURA FINANCIERA	20
C. PRIMA DE LA DEUDA	21
D. COEFICIENTE BETA	22
IV. Otras alegaciones	24
V. PROPUESTA DE WACC	27

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado	18
Tabla 2 Empresas comparables	20
Tabla 3 Estructura financiera de empresas comparables	21
Tabla 4 Prima de la deuda de empresas comparables	22
Tabla 5 Beta de empresas comparables	23
Tabla 6 WACC 2021-2024 desglosado por parámetros	27

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años (1 de abril de 2019 – 31 de agosto de 2024) y valor resultante de la aplicación de la metodología (1 de abril de 2019 – 31 de marzo de 2024)	14
Ilustración 2 Factores de cambio WACC 2023 y 2024	28

I. INTRODUCCIÓN

La CNMC calcula cada año el coste del capital medio ponderado (también conocido como WACC, del inglés *Weighted Average Cost of Capital*) de los operadores sujetos a la obligación de contabilidad de costes⁸. Actualmente, los operadores sujetos son Telefónica de España, S.A.U. (de aquí en adelante, Telefónica) para los mercados mayoristas de banda ancha y terminación fija, y Cellnex Telecom, S.A.⁹ (de aquí en adelante, Cellnex) para el servicio portador de difusión de la señal de televisión.

Sin embargo, no se calcula un WACC para Cellnex para el ejercicio 2024 debido a que no debe presentar sus resultados del SCC del ejercicio 2024, de acuerdo con el Resuelve Tercero de la Resolución de Verificación del SCC Cellnex 2022¹⁰. La CNMC estimó la propuesta de Cellnex de presentar la contabilidad de costes con carácter trienal, lo cual implica que los próximos resultados que la CNMC requiere presentar a Cellnex son los del ejercicio 2025. Por lo tanto, Cellnex no presentará sus resultados del ejercicio 2024 y, por ende, la CNMC no calculará un WACC para Cellnex para 2024 sino únicamente para Telefónica.

Para el cálculo del WACC, la CNMC aprobó una metodología el 6 de mayo de 2021¹¹ en la que se incorporó lo dispuesto en la Comunicación de la Comisión

⁸ La CNMC estima el coste medio ponderado del capital en diferentes sectores que regula y supervisa. Cabe precisar que pueden existir algunas diferencias de la definición específica de la metodología de cálculo de alguno de los parámetros del WACC debidas a aspectos regulatorios, diferencias sectoriales en la utilización del WACC, características heterogéneas de las empresas reguladas, propuestas de homogeneización a nivel europeo para cada sector como la Comunicación de la Comisión Europea utilizada como referencia en esta metodología, comparativas europeas de modelos retributivos y recomendaciones de buenas prácticas regulatorias, etc.

⁹ RETEVISIÓN I, S.A. UNIPERSONAL, tal como consta en el Registro de Operadores de Telecomunicaciones de Comunicaciones Electrónicas de la CNMC, es la empresa dentro del grupo Cellnex Telecom que opera en el mercado mayorista del servicio portador de difusión de la señal de televisión. El grupo Cellnex es, en todo caso, la empresa que cotiza en los mercados financieros de donde se obtienen gran parte de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y por ello haremos referencia a “Cellnex” a lo largo del documento.

¹⁰ Resolución por la que se aprueba la verificación de los resultados de la contabilidad de costes de CELLNEX TELECOM, S.A. referidos al ejercicio 2022 (VECO/DTSA/001/24: SCC 2022 CELLNEX) <https://www.cnmc.es/sites/default/files/5367002.pdf>

¹¹ Resolución sobre el procedimiento sobre la aprobación de la nueva metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores de comunicaciones electrónicas declarados con poder significativo de mercado:
https://www.cnmc.es/sites/default/files/3503513_0.pdf

Europea (CE) de 6 de noviembre¹² de 2019 sobre la armonización a nivel europeo del cálculo del WACC de la infraestructura heredada en el sector de las comunicaciones electrónicas (en el resto del documento referida como Comunicación de la CE).

Por lo tanto, el objeto de este procedimiento es determinar el valor de la tasa de retorno para el ejercicio 2024 para Telefónica.

II. LA FUNCIÓN DEL BEREC Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS

El BEREC, con la colaboración de la CE, publica anualmente un informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC. El informe correspondiente al ejercicio 2024 fue publicado por el BEREC el 12 de junio de 2024¹³. Este informe debe ser utilizado por las ANR en sus cálculos anuales del WACC. El informe contiene la siguiente información:

- Cálculo de la tasa libre de riesgo para cada Estado Miembro a partir de los datos de Eurostat.
- Cálculo de la prima de riesgo de mercado única a nivel de UE.
- Cálculo de los valores de cada una de las empresas comparables para los tres parámetros de empresa que esta Comisión utilizará para obtener un único valor para cada uno de esos parámetros.

Por tanto, los valores de la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo de mercado son calculados directamente por el BEREC, mientras que los valores de la beta, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda son calculados por esta Comisión a partir de los valores dados por el BEREC. El informe del BEREC tiene como finalidad que haya una mayor armonización en los cálculos del WACC en las diferentes ANR europeas.

¹² *Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector* https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62833

¹³ Disponible en: <https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2024>

III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2024

A continuación, se muestra el cálculo del WACC para su aplicación en los modelos de contabilidad regulatoria del ejercicio 2024 y en aquellos procedimientos que requieran de este parámetro hasta la aprobación del WACC correspondiente al ejercicio 2025.

Primero. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES

A. TASA LIBRE DE RIESGO

Según la Metodología, la tasa libre de riesgo [R_f] se estima a través de la rentabilidad semanal del bono español con vencimiento a 10 años por un periodo de 5 años, del 1 de abril de 2019 a 31 de marzo de 2024. El resultado es de 1,51% y la fuente es el informe BEREC 2024.

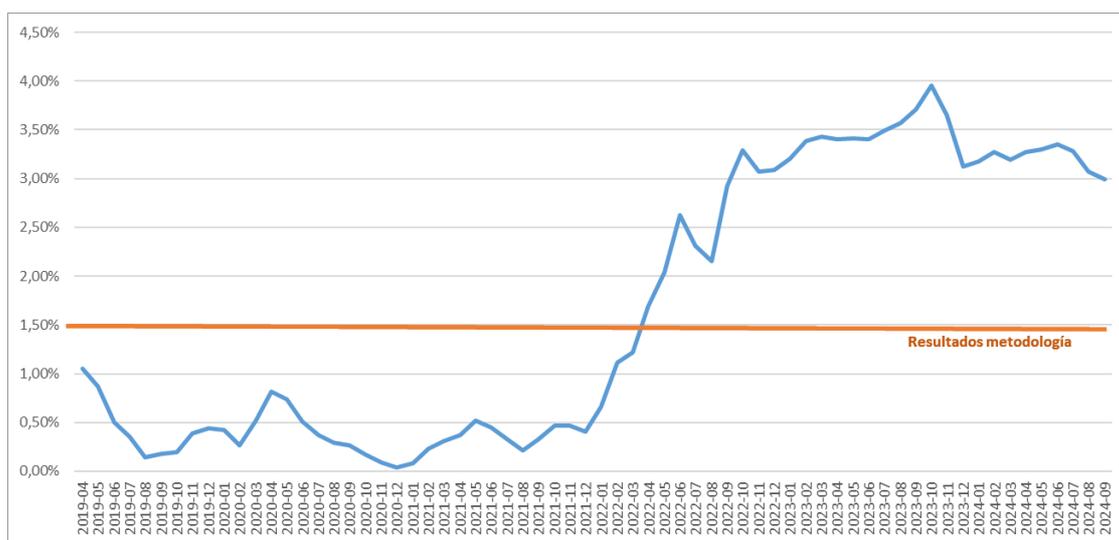
Tal como se señaló en las Resoluciones del WACC 2022 y 2023, a comienzos del año 2022 la situación económica internacional sufrió un cambio brusco, el cual se reflejó en la tendencia creciente de los tipos de interés y en la inflación¹⁴. En este sentido, la Metodología para el cálculo del WACC emplea un enfoque histórico para estimar sus parámetros (de abril del 2019 a marzo de 2024). Sin embargo, el valor aprobado se aplicará a la contabilidad de 2024 y a cualquier otro cálculo que precise del WACC entre la aprobación de este expediente hasta la aprobación del próximo WACC, correspondiente al ejercicio 2025.

Como consecuencia, hay un cierto desacople entre los valores económicos-financieros empleados en el cálculo del WACC y los valores existentes en el periodo de aplicación del WACC. Por ejemplo, en agosto de 2024 la rentabilidad del bono español a 10 años (3,07%) era más del doble que el valor estimado para la tasa libre de riesgo de este WACC siguiendo estrictamente la metodología (1,51%), tal como se puede observar en la Ilustración 1: el valor estimado de la tasa libre de riesgo (línea naranja) en el informe del BEREC 2024

¹⁴ Mientras que en el periodo comprendido entre marzo de 2016 hasta julio de 2022 el tipo de interés del BCE se situaba en 0%, a partir de julio de 2022, el tipo de interés del BCE subió progresivamente hasta 4,5% en septiembre de 2023 y fue en junio de 2024 cuando el tipo de interés disminuyó por primera vez (de 4,5% a 4,25%) desde que comenzó la subida en julio de 2022. Aunque en 2024 se ha atenuado la subida (el tipo de interés del BCE se sitúa en 3,40% desde el 17 de octubre de 2024), su nivel es significativamente mayor al anterior característico del periodo anterior a julio de 2022.

presenta una desviación significativa con respecto a los valores observados más recientes.

Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años (1 de abril de 2019 – 30 de septiembre de 2024) y valor resultante de la aplicación de la metodología (1 de abril de 2019 – 31 de marzo de 2024)



En el WACC 2022 la CNMC calculó la media aritmética entre el valor calculado en el informe del BEREC 2022 (abril 2017 – marzo 2022) y el valor medio de la rentabilidad del bono español a 10 años entre el 1 de abril de 2022 y 30 de septiembre de 2022.

En el WACC 2023 la CNMC calculó la media ponderada entre el valor calculado en el informe del BEREC 2023 (abril 2018 – marzo 2023) con peso de (2/3) y el valor medio de la rentabilidad del bono español a 10 años entre el 1 de abril de 2023 y 30 de septiembre de 2023 con peso de (1/3). Asimismo, la CNMC señaló su intención de volver de forma progresiva a la utilización en exclusiva del valor del informe del BEREC.

A continuación, se analiza si un ajuste como el realizado en 2022 y 2023 sigue estando justificado. Por un lado, es cierto que en la serie temporal del informe del BEREC 2024 ya están incluidos los datos de la rentabilidad del bono español a 10 años de 2022, 2023 y los 3 primeros meses de 2024, los cuales presentan valores más en línea con los actuales. Es decir, en la segunda mitad del tramo de la serie temporal de 5 años ya se captan los altos valores de la rentabilidad del bono español a 10 años derivados de la situación económico-financiera internacional.

Por otro lado, el valor para España mostrado en el informe del BEREC sigue sin estar alineado con las rentabilidades actuales, tal como se muestra en la Ilustración 1, por lo que esta Comisión considera que debe mantenerse un ajuste. No obstante, debe darse más peso al dato histórico del BEREC que los años anteriores, con el objetivo de volver a utilizar una serie histórica de 5 años sin ningún tipo de ponderación una vez que los datos históricos están más alineados con los más recientes.

Por ello, para el ejercicio 2024 esta Comisión pondera con 3/4 el valor calculado en el informe del BEREC y con 1/4 el valor resultante de la media aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2024 y 30 de septiembre de 2024. Con ello, se busca dar un mayor peso a la serie temporal del BEREC respecto al cálculo del año pasado al mismo tiempo que se tienen en cuenta en el cálculo los valores más recientes, con el objeto de que la situación económica y financiera actual esté adecuadamente reflejada y por consistencia con las decisiones anteriores de determinación del WACC.

Por tanto, el R_f se calcula como la suma de 3/4 de 1,51% (serie temporal de 5 años del informe del BEREC) más 1/4 de 3,21% (serie de 6 meses de abril a septiembre de 2024 calculados por esta Comisión). **Como resultado de este cálculo, se obtiene una R_f de 1,93%.**

Asimismo, el 1,93% está alineado con los valores del resto de Estados Miembros mostrados en el informe del BEREC. En primer lugar, está dentro del rango de valores de los diferentes Estados Miembros de la UE, de hecho, hay siete Estados Miembros (Irlanda, Chipre, Rumanía, Italia, Grecia, Polonia y Hungría) con un valor más alto¹⁵. En segundo lugar, es inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “*credit rating*” similar (2,51%)¹⁶.

En conclusión, en comparación con el valor original contenido en el informe del BEREC, el valor de 1,93% es una estimación más representativa de la tasa libre de riesgo para España dado el contexto económico actual. Además, el cálculo

¹⁵ BEREC Report Regulatory Accounting in Practice 2023. RA Report Chapter 5 – WACC. <https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-regulatory-accounting-in-practice-2023>

¹⁶ Esta media se ha calculado a partir de las tasas libres de riesgo de los Estados Miembros que, al igual que España, cuentan con un *credit rating* de riesgo moderado (BAA) a 31 de marzo de 2024: Chipre, Croacia, Hungría, Italia y Rumanía.

Bulgaria posee también un *credit rating* BAA pero su valor para la tasa libre de riesgo no se muestra en el BEREC Report Regulatory Accounting in Practice 2023.

realizado supone un paso más en la vuelta gradual a la utilización de la serie histórica del BEREC como fuente exclusiva de cálculo de la tasa libre de riesgo.

Alegación de Telefónica

Ante la diferencia en las cifras de la tasa libre de riesgo actual y la calculada por el BEREC para España, Telefónica muestra su acuerdo con la propuesta de los Servicios de la DTSA de seguir adaptando la cifra de la tasa libre de riesgo a las rentabilidades actuales.

Sin embargo, Telefónica discrepa de la propuesta de ponderar con 3/4 el valor calculado en el informe del BEREC y con 1/4 el valor resultante de la media aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2024 y el 30 de septiembre de 2024. Considera más adecuado que se siga manteniendo la proporción de 2/3 para el valor calculado en el informe del BEREC 2024 (abril 2019 - marzo 2024) y de 1/3 para el valor del bono español a 10 años entre el 1 de abril de 2024 y el 30 de septiembre de 2024. Telefónica argumenta que la serie histórica de la rentabilidad del bono español a 10 años aún presenta una desviación muy elevada con respecto a las rentabilidades actuales.

En este sentido, Telefónica señala que BNetzA, en su último WACC calculado, utilizó la media aritmética entre el valor de la serie histórica del informe del BEREC 2023 y el valor de 1 de abril de 2023 a 30 de junio de 2023. Por su parte, ARCEP calculó la media aritmética entre la cifra del informe del BEREC 2023 y la cifra entre el 1 de abril de 2023 y el 31 de agosto de 2023. Como resultado, el WACC de Orange calculado por ARCEP en Francia (5,50%) es superior al propuesto en España por la CNMC para Telefónica (5,35%) y este es sólo treinta puntos básicos más alto que el de Deutsche Telekom calculado por BNetzA en Alemania (5,05%).

Además, Telefónica indica que la cifra de tasa libre de riesgo provisional propuesta por los Servicios de la DTSA (1,95%), sigue siendo muy inferior a la tasa libre de riesgo de los estados miembros con un “credit rating” similar (2,51%).

Por lo anterior, Telefónica solicita que se siga manteniendo la proporción de 2/3 para el valor calculado en el informe del BEREC 2024 (abril 2019 - marzo 2024) y de 1/3 para el valor del bono español a 10 años entre el 1 de abril de 2024 y el 30 de septiembre de 2024, tal como se hizo en el cálculo del WACC 2023 por parte de la CNMC.

Respuesta a la alegación

Mientras que Telefónica y la CNMC coinciden en la necesidad de seguir utilizando los datos del semestre de abril a septiembre en el cálculo, esta Sala no comparte que se deba mantener la ponderación de 2/3 para la serie histórica (abril 2019 – marzo 2024) y 1/3 para la serie más reciente (abril 2024 – septiembre 2024). Como se ha señalado, la serie histórica ya capta en mayor medida que en los dos ejercicios anteriores las elevadas rentabilidades observadas desde principios de 2022 y también es un paso más en la vuelta a utilizar únicamente la serie histórica para el cálculo de la tasa libre de riesgo.

En cuanto a las comparaciones que realiza Telefónica con los WACC calculados por el regulador francés (ARCEP) y alemán (BNetzA), cabe señalar que los valores aprobados por esos dos reguladores se refieren al año 2023, mientras que en este expediente se determina la WACC de 2024. Por lo tanto, no es adecuado la comparación entre valores de dos años diferentes ya que los valores para todos los parámetros que conforman el WACC son diferentes.

Además, es importante indicar que actualmente se está dando una convergencia en las rentabilidades de los bonos soberanos de los Estados de la UE en comparación con otros periodos, por ejemplo, la crisis de deuda soberana del periodo 2008-2016. Es reseñable el hecho de que recientemente el bono francés a 10 años ha presentado rentabilidades iguales o superiores al bono español a 10 años¹⁷.

Por otro lado, respecto al hecho de que la tasa libre de riesgo propuesta por los Servicios de la DTSA sea muy inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “credit rating” similar es importante advertir que el valor de 2,51% está importantemente influenciado por el valor de Hungría (3,97%), el cual está fuera de la Eurozona y es sustancialmente más alto que el de los otros países con la misma calificación crediticia (Chipre, Croacia, Italia y Rumanía).

En conclusión, esta Sala desestima la alegación de Telefónica y mantiene la propuesta de los Servicios para el ejercicio 2024 de ponderar con 3/4 el valor calculado en el informe del BEREC y con 1/4 el valor resultante de la media

¹⁷ Por ejemplo, el 3 de octubre de 2024 la rentabilidad del bono francés a 10 años fue de 2,92%, valor ligeramente superior a la del bono español para la misma fecha (2,91%).
(<https://datosmacro.expansion.com/bono/francia;>
[https://datosmacro.expansion.com/bono/espana\)](https://datosmacro.expansion.com/bono/espana)

aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2024 y el 30 de septiembre de 2024

B. PRIMA DE MERCADO

De acuerdo con la Metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] mediante el uso de un valor común para toda la Unión Europea. Para este ejercicio se utilizan como fuentes DMS¹⁸ y Bloomberg para la obtención de los datos para todos los Estados Miembros de la UE.

Los datos de origen, obtenidos del informe del BEREC, se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Austria	1900-1920 y 1923-2023	27,8%	17,6%	21,1%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2023	13,0%	5,0%	8,3%	DMS
Bélgica	1900-2023	10,2%	5,6%	4,6%	DMS
Bulgaria	2006-2023	14,9%	2,7%	12,7%	Bloomberg
Chipre	2015-2023	17,4%	-0,1%	18,1%	Bloomberg
Croacia	2006-2023	7,7%	2,7%	5,2%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2023	11,6%	6,2%	5,6%	DMS
Eslovaquia	2005-2023	5,0%	3,5%	2,1%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2023	9,0%	3,1%	6,6%	Bloomberg
España	1900-2023	11,2%	7,7%	3,8%	DMS
Estonia	2021-2023	5,2%	-4,6%	11,6%	Bloomberg
Finlandia	1900-2023	16,1%	6,8%	9,1%	DMS
Francia	1900-2023	12,8%	7,1%	5,7%	DMS
Grecia	1993-2023	21,6%	11,3%	1,0%	DMS
Hungría	2001-2023	8,9%	4,4%	5,4%	Bloomberg
Italia	1900-2023	14,1%	7,3%	6,6%	DMS
Letonia	2005-2023	9,9%	0,7%	10,4%	Bloomberg
Lituania	2005-2023	8,1%	3,3%	5,6%	Bloomberg
Luxemburgo		Datos no disponibles			
Malta		Datos no disponibles			

¹⁸ Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en *2024 UBS Global Investment Returns Yearbook 2024*.

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Países Bajos	1900-2023	10,2%	4,7%	5,9%	DMS
Polonia	2001-2023	8,6%	5,4%	4,1%	Bloomberg
Portugal	1900-2023	15,9%	6,4%	9,4%	DMS
Rep. Checa	2006-2023	8,7%	3,3%	5,9%	Bloomberg
Rep. de Irlanda	1900-2023	10,8%	6,1%	4,9%	DMS
Rumanía	2006-2023	11,0%	1,9%	10,0%	Bloomberg
Suecia	1900-2023	11,6%	6,3%	5,7%	DMS

Para obtener el valor europeo anual de retorno del mercado, el BEREC ha ponderado la cifra anual de cada país en función de la capitalización bursátil¹⁹ promedio del periodo 2019-2023 y de la longitud en años de la serie temporal disponible. El criterio de ponderación para los valores anuales de la rentabilidad de los bonos ha sido el PIB²⁰ del periodo 2019-2023 y la longitud de la serie temporal disponible. De esta forma, se puede calcular la serie anual de la prima de mercado europea.

Como resultado de aplicar el criterio descrito y tras realizar la media aritmética de la serie, se estima que **la prima de mercado [P_m] tiene un valor de 5,95% para el periodo de referencia**. Este resultado se ha obtenido del valor estimado por el BEREC en la modalidad de media aritmética en su informe de junio de 2024.

C. TASA IMPOSITIVA

Según la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal del Impuesto de Sociedades en España, que para 2024 es de un **25%**.

¹⁹Fuente principal: <https://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. La capitalización del mercado es el precio de las acciones multiplicado por el número de acciones en circulación (incluidas sus diversas clases) para las empresas nacionales que cotizan en bolsa. Quedan excluidos los fondos de inversión, los fondos comunes de inversión y las empresas cuyo único objetivo comercial es poseer acciones de otras empresas que cotizan en bolsa. Los datos son valores de fin de año.

²⁰ Fuente: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en

Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA

A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES

En el ejercicio 2024, esta Comisión propone emplear todas las empresas comparables incluidas en la lista del Informe del BEREC para el cálculo de los parámetros de empresa. Cabe destacar que, para el ejercicio 2024, en el Informe del BEREC se ha excluido a Telenet Group Holdings N.V. con respecto a listado del ejercicio 2023 ya que no cotiza en bolsa desde octubre de 2023 cuando fue absorbida por Liberty Global²¹, por lo que el listado queda conformado por 14 empresas.

Tabla 2 Empresas comparables

Operador	País de sede principal
Deutsche Telekom AG	Alemania
DIGI Communications N.V.	Rumanía
Elisa Oyj	Finlandia
Koninklijke KPN	Países Bajos
NOS	Portugal
Orange S.A.	Francia
Proximus Group	Bélgica
Tele2	Suecia
Telecom Italia S.p.A.	Italia
Telefónica S.A.	España
Telekom Austria AG	Austria
Telenor	Noruega
Telia Company AB	Suecia
Vodafone Group plc	Reino Unido

B. ESTRUCTURA FINANCIERA

De acuerdo con la Metodología, la ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado para un periodo de 5 años. Para tal fin, se ha calculado la media de valores semanales de endeudamiento a largo plazo y de capitalización bursátil del periodo comprendido entre 1 de abril de 2019 y 31 de

²¹ Para más información, véase <https://press.telenet.be/liberty-global-acquires-100-of-telenet-following-the-simplified-squeeze-out-and-telenet-is-delist-ed-on-13-october-2023>

marzo de 2024 para cada una de las empresas comparables. Posteriormente, se ha calculado la media aritmética de los valores para cada empresa.

La siguiente tabla muestra los valores resultantes para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, obtenida del informe BEREC:

Tabla 3 Estructura financiera de empresas comparables

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	58,08%
DIGI	72,83%
Elisa OYJ	12,57%
KPN	35,62%
NOS	41,31%
Orange SA	56,68%
Proximus	38,78%
Tele 2	25,41%
Telecom Italia	78,06%
Telefónica	62,75%
Telekom Austria	33,11%
Telenor	36,23%
Telia	40,70%
Vodafone	61,17%
PROMEDIO	46,66%

C. PRIMA DE LA DEUDA

Según la Metodología, la prima de la deuda se calcula como la diferencia entre los rendimientos de los bonos a 10 años de cada una de las empresas comparables y los rendimientos de la deuda pública a diez años del país en el que tiene su sede principal cada una de las empresas, respectivamente.

Para su cálculo, se identifican todas las emisiones de deuda para cada operador que cumplen los criterios establecidos en la Metodología. Con la media aritmética para cada semana de las primas de la deuda (diferencia entre rentabilidad del bono corporativo y el bono gubernamental) de las emisiones identificadas se genera una serie temporal de 5 años de valores semanales de la prima de la deuda. Por último, la prima de la deuda estimada para cada empresa es la media aritmética de todos los valores semanales de la serie temporal antes señalada.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2024 y muestra el cálculo para las empresas comparables ²²:

Tabla 4 Prima de la deuda de empresas comparables

Empresas Comparables	Prima de la deuda (pb²³)
Deutsche Telekom	132
DIGI ²⁴	N/A
Elisa OYJ	90
KPN	116
NOS ²⁴	N/A
Orange SA	83
Proximus	90
Tele 2	150
Telecom Italia	234
Telefónica	47
Telekom Austria ²⁴	N/A
Telenor	119
Telia	137
Vodafone	136
PROMEDIO	121

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija será 1,21% (121 pb). Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España calculada anteriormente.

D. COEFICIENTE BETA

De acuerdo con la Metodología, la beta apalancada (“raw beta”) se calcula como la variabilidad de la rentabilidad de las acciones de una empresa respecto a la rentabilidad promedio del índice STOXX Europe TMI durante los últimos 5 años

²² En el anexo del informe del BEREC se pueden encontrar de manera detallada todas las emisiones de deuda de cada empresa utilizadas y los respectivos bonos gubernamentales junto la evolución de la prima de la deuda para cada empresa en la serie temporal.

²³ Puntos Básicos. 100 puntos básicos equivalen a 1%.

²⁴ Para el ejercicio 2024, BEREC no ha calculado las primas de la deuda de DIGI, NOS y Telekom Austria, ya que no cuentan con ningún bono que cumpla el requisito establecido relativo a la fecha de vencimiento (entre 6 y 14 años después del año para el que se calcula la WACC, véase la página 25, nota al pie 61 del informe del BEREC).

tomando datos con frecuencia semanal. Empleando la estructura financiera de cada empresa comparable y la beta de la deuda (con valor 0,1) se han obtenido las respectivas betas desapalancadas.

El resultado se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2024.

La fórmula para apalancar la beta es la de Miller en conformidad con la Comunicación de la Comisión Europea de noviembre de 2019:

$$\beta_A = \beta_D * \frac{D}{E + D} + \beta_E * \frac{E}{E + D}$$

donde:

β_A = beta desapalancada, valor a calcular

β_D = beta de la deuda = 0,1

β_E = beta apalancada = obtenido de Bloomberg para cada compañía

D/(E+D) = apalancamiento = obtenido de Bloomberg para cada compañía

E/(E+D) = fondos propios sobre valor de la empresa = 1 – D/(E+D)

Tabla 5 Beta de empresas comparables

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,72	58,08%	0,36
DIGI	0,50	72,83%	0,21
Elisa OYJ	0,48	12,57%	0,43
KPN	0,53	35,62%	0,38
NOS	0,63	41,31%	0,41
Orange SA	0,58	56,68%	0,31
Proximus	0,57	38,78%	0,39
Tele 2	0,53	25,41%	0,42
Telecom Italia	1,06	78,06%	0,31
Telefónica	0,93	62,75%	0,41
Telekom Austria	0,67	33,11%	0,48
Telenor	0,30	36,23%	0,23
Telia	0,54	40,70%	0,36
Vodafone	0,85	61,17%	0,39
PROMEDIO			0,36

Una vez obtenida la beta desapalancada calculada como la media aritmética de las betas desapalancadas de cada operador, se procede a reapalancar ese valor con la estructura financiera media de las empresas comparables y con la beta de la deuda, obteniendo la beta reapalancada a emplear en la fórmula del WACC. La fórmula es:

$$\beta_{E'} = \frac{\beta_A}{1 - \frac{D}{E+D}} - \frac{\beta_D * \frac{D}{E+D}}{1 - \frac{D}{E+D}}$$

donde:

β_A = antes calculada = 0,36

β_D = beta de la deuda = 0,1

$\beta_{E'}$ = beta (re)apalancada = valor a calcular

D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 46,66%

El resultado de la beta reapalancada para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija es de **0,59**.

IV. OTRAS ALEGACIONES

Diferencia entre el WACC regulado y el WACC de analistas financieros

Telefónica indica que hay importantes diferencias entre las cifras del WACC utilizadas por los analistas financieros para el mercado español de telecomunicaciones y las cifras aprobadas por la CNMC en los últimos años. Por ejemplo, en 2022 la CNMC aprueba un WACC de 5,20% para Telefónica cuando HSBC utiliza un 8,30%, en 2023 un WACC del 5,55% para Telefónica cuando Bank of America estima un 8,00%, y para el año 2024, Barclays emplea un 7,50% para el mercado español de telecomunicaciones cuando los Servicios de la CNMC proponen un 5,35% para Telefónica.

De acuerdo con Telefónica, la utilización de un menor coste de capital (WACC) que no corresponde a la realidad utilizada por el mercado financiero causa importantes perjuicios a los operadores de comunicaciones electrónicas porque significa menores precios mayoristas y por tanto menores ingresos, y la inadecuada retribución del capital y la valoración de los activos, lo cual hace

menos atractivo el sector de las comunicaciones electrónicas para los inversores.

Telefónica considera que la principal causa de estas diferencias se debe a la utilización de los parámetros calculados por el BEREC de acuerdo con la Comunicación de la CE porque esta contiene una serie de deficiencias metodológicas. A su juicio, son las siguientes:

- el enfoque utilizado para estimar la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo de mercado únicamente con datos históricos.
- la combinación de una prima de riesgo de mercado europea única para todos los estados miembros con tasas libre de riesgo distintas.
- la poca flexibilidad de la metodología manifestada especialmente en los dos últimos años para hacer frente al rápido cambio de un período de tipos de interés bajos a una subida de los tipos de interés debido a un aumento de la inflación.

Telefónica considera que, a la hora de realizar una inversión, el tipo de interés debe abordarse de manera prospectiva y no utilizando datos históricos, más si cabe en un sector con una fuerte presión competitiva que se manifiesta con precios deflacionarios y elevadas portabilidades, y donde las olas tecnológicas y los ciclos de renovación de activos son más cortos.

Por todas estas razones expuestas, Telefónica solicita que se adapte la cifra del WACC a las condiciones actuales del mercado dentro de la flexibilidad de la que dispone el regulador.

Respuesta a la alegación

En primer lugar, esta Sala reconoce que el cálculo del WACC puede ser realizado a través de diferentes metodologías por los diferentes *stakeholders* del sector financiero. De hecho, cuando la Comisión Europea elaboró su Comunicación analizó diversas opciones para el cálculo de cada uno de los parámetros que conforman el WACC.

Sin embargo, una vez aprobada la Comunicación de la CE, las ANR deben seguir en la mayor medida posible los principios establecidos en dicha Comunicación. En todo caso, cabe recordar que la CNMC ha realizado en el WACC 2022, WACC 2023 y en la propuesta del WACC 2024 una adaptación en el cálculo de la tasa libre de riesgo para utilizar datos más recientes que la serie histórica de

5 años y reflejar en mejor medida la situación económico-financiera actual. Este ajuste se ha ido graduando a medida que la serie histórica del BEREC va reflejando mejor la situación actual de tipos de interés.

En cuanto a la prima de mercado, tal como se señala en la Comunicación de la CE, es adecuado la utilización de un valor único para toda la UE ya que las pruebas empíricas sugieren que los mercados financieros de la Unión están cada vez más integrados y los inversores en el sector de las telecomunicaciones de la UE no tienen una «preferencia nacional», puesto que un porcentaje importante de los accionistas de las empresas de comunicaciones electrónicas son extranjeros.

Además, es con la utilización de una tasa libre de riesgo nacional como se reflejan las verdaderas diferencias entre las condiciones de financiación de los Estados Miembros.

Por lo tanto, una combinación de una tasa libre de riesgo nacional y una prima de mercado europea es adecuada para el cálculo del WACC.

En cuanto a la utilización de una serie histórica para el cálculo de la prima de mercado la Comunicación de la CE se basa en el que el pasado es el mejor predictor del futuro y DMS es la principal referencia en el sector financiero para el cálculo de este parámetro, tal como refleja el hecho de que en la consulta pública para la elaboración de la Comunicación de la CE una gran mayoría de los participantes consideraron utilizar una serie histórica como la fuente adecuada para el cálculo de la prima de mercado.

Acerca de este punto, Telefónica manifiesta que, a la hora de realizar una inversión, el tipo de interés debe abordarse de manera prospectiva en vez de utilizar datos históricos. Cabe destacar que la propia alegación del operador da la clave: aconseja el uso de referencias y valores prospectivos para un WACC con finalidad de analizar rendimientos y/o flujos monetarios futuros de una inversión. Sin embargo, el WACC que se calcula en esta resolución, es un WACC que se calcula anualmente para la aplicación en la contabilidad en curso de Telefónica y, si es necesario, para las revisiones actuales de ofertas mayoristas. Por este motivo, el uso de valores históricos recientes es una referencia más adecuada que la incorporación de valores prospectivos que alcanzan fechas posteriores a la de la aplicación del WACC.

En conclusión, esta Sala considera que la Metodología actual, basada en la Comunicación de la CE, es la adecuada para los fines regulatorios que se persigue y cualquier modificación debería resultar de un cambio previo en la

Comunicación de la CE sin menoscabo de que se realice algún ajuste justificado, como el aplicado en la tasa libre de riesgo en los últimos años.

V. CÁLCULO DE LA WACC 2024

En la siguiente tabla se detallan las estimaciones de los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes al operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija (Telefónica) para los tres ejercicios anteriores (2021, 2022 y 2023). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC 2024 para Telefónica.

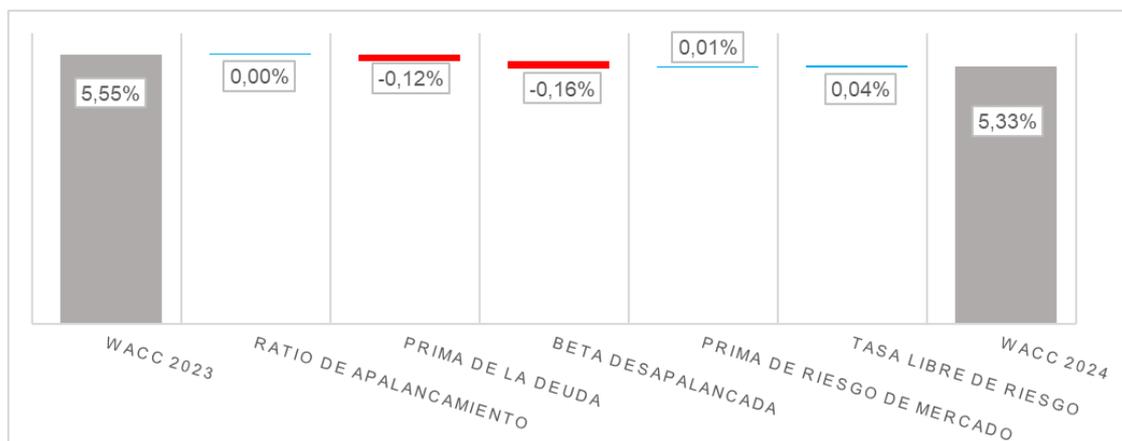
Tabla 6 WACC 2021-2024 desglosado por parámetros

Parámetros calculado	WACC 2021	WACC 2022	WACC 2023	WACC 2024
Parámetros económicos generales				
Tasa libre de riesgo [R _f]	1,01%	1,57%	1,89%	1,93%
Ajuste QE	1,00%	0%	0%	0%
Prima riesgo mercado [P _m]	5,50%	5,70%	5,92%	5,95%
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [D/(D+E)]				
Telefónica	0,39	0,42	0,45	0,47
Prima de la deuda [ρ]				
Telefónica	1,15%	1,31%	1,48%	1,21%
Beta desapalancada [β _a]				
Telefónica	0,47	0,41	0,38	0,36
Beta de la deuda [β _d]				
Telefónica	0,1	0,1	0,1	0,1
Beta reapalancada [β _e]				
Telefónica	0,71	0,64	0,61	0,59
E/(E+D)				
Telefónica	0,61	0,58	0,55	0,53
Coste de los recursos propios [K _e]= R _f +(P _m *β _e) + QE				
Telefónica	4,91%	5,19%	5,52%	5,43%
Coste de los recursos ajenos [K _d]= (R _f + ρ)				
Telefónica	2,16%	2,88%	3,37%	3,14%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)*K _e)+(D/(D+E)*K _d *(1-t))				
Telefónica	3,62%	3,90%	4,16%	3,99%
WACC antes de impuestos WACC_{AI} = WACC/(1-t)				
Telefónica	4,82%	5,20%	5,55%	5,33%

En la tabla anterior se puede observar cómo el WACC sufre una ligera caída de 0,22 puntos porcentuales con respecto a 2023 (del 5,55% al 5,33%).

En cuanto a la comparativa detallada entre los años 2023 y 2024, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución de cada parámetro en la variación final del WACC antes de impuestos.

Ilustración 2 Factores de cambio WACC 2023 y 2024



Los principales factores de disminución del WACC entre los años 2023 y 2024 son la caída de la beta desapalancada y de la prima de la deuda. La caída de la prima de la deuda se ha debido principalmente a la absorción de Telenet por parte de Liberty Global (y su consecuente cese como empresa cotizada) y la ausencia de emisiones de deuda que de DIGI que se ajustasen a los criterios establecidos por BEREC, ya que esas empresas tenían los dos valores más elevados para la prima de la deuda (3,29% y 3,05%, respectivamente) en el informe del BEREC de 2023.

Por el contrario, los aumentos de la tasa libre de riesgo y de la prima de riesgo de mercado originan los efectos al alza de variación en el WACC.

VI. COMENTARIOS DE LA COMISIÓN EUROPEA

En su carta de comentarios emitida el 5 de diciembre de 2024, la Comisión Europea formuló la siguiente observación:

“La Comisión observa que la CNMC se aparta de la metodología de Comunicación del CMPC al calcular el TSR, un parámetro clave del CMPC²⁵. Al

²⁵ Nota aclaratoria de la CNMC: CMPC son las siglas de Coste Medio Ponderado del Capital, es decir, la WACC. TSR son las siglas de Tasa Sin Riesgo, denominada por la CNMC Tasa Libre de Riesgo.

mismo tiempo, la Comisión reconoce la justificación de la CNMC para esta desviación y reconoce que es menor que en el cálculo anterior del CMPC.

La Comisión recuerda que las autoridades nacionales de reglamentación deben contribuir al desarrollo del mercado interior promoviendo enfoques reguladores coherentes, lo que incluye el uso de una metodología coherente del CMPC. Por lo tanto, la Comisión invita a la CNMC a aplicar plenamente la metodología de Comunicación del CMPC en el futuro.”

Es decir, la CE señala que la propuesta de la CNMC de emplear un enfoque reglamentario alternativo para el cálculo de la tasa libre de riesgo está justificada y puede emplearse en la medida final, ya que está en consonancia con los objetivos establecidos en el Código con vistas a reflejar la actual situación macroeconómica. Por otro lado, la CE apoya el hecho de que la CNMC avance en la dirección de volver a seguir íntegramente la metodología de la Comunicación en el cálculo de la tasa libre de riesgo.

La CNMC coincide con la observación de la Comisión Europea, reafirmando su compromiso de seguir avanzando hacia un regreso completo a la aplicación estricta de la Comunicación en el cálculo de la tasa libre de riesgo. En 2025, la CNMC revisará nuevamente la posibilidad de adoptar de manera completa la Comunicación para este parámetro.

GLOSARIO

AI: Antes de Impuestos

ANR: Autoridad Nacional de Reglamentación

Bank of America: La Corporación Bank of America es una empresa estadounidense de tipo bancario y de servicios financieros multinacional.

Barclays: Barclays PLC es una compañía británica multinacional de servicios financieros.

BCE: Banco Central Europeo

BEREC: *Body of European Regulators for Electronic Communications*. Agencia reguladora de las telecomunicaciones en la UE.

CE: Comisión Europea

CMPC: Coste medio ponderado del capital

DMS: Dimson, Marsh & Staunton. Estos 3 académicos publican anualmente los datos históricos de rentabilidades del mercado de capitales de diferentes países.

ERP / P_m: *Equity Risk Premium* (prima de riesgo de mercado o prima de riesgo de las acciones)

HSBC: HSBC Holdings plc es una empresa multinacional británica de banca y servicios financieros.

STOXX Europe TMI: es un índice bursátil compuesto de las principales compañías por capitalización bursátil europeas diseñado por STOXX Ltd.

K_d: Coste de la deuda

K_d': Coste de la deuda después de impuestos

K_e: Coste del *equity* (coste de los fondos propios)

R_f: *Risk-free rate* (tasa libre de riesgo o tipo sin riesgo)

T: Tipo impositivo

UE: Unión Europea

WACC: *Weighted average cost of capital* (Coste medio ponderado del capital)

WACC_{AI}: WACC antes de impuestos

β: Parámetro Beta

β_D: Beta de la deuda

β_E : *Equity* Beta (Beta apalancada)

β_E : *Relevered* Beta (Beta reapalancada)

β_A : *Asset* Beta (Beta desapalancada)

ρ : Prima de la deuda