
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. Y ORANGE ESPAGNE, S.A.U. DEL EJERCICIO 2014.

(WACC/DTSA/1819/14/WACC 2014 OP INTEGRADOS)

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA DE LA CNMC

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Eduardo García Matilla

D. Josep Maria Guinart Solà

D^a. Clotilde de la Higuera González

D. Diego Rodríguez Rodríguez

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 11 de diciembre de 2014

Visto el procedimiento relativo a la tasa de retorno a aplicar en el ejercicio 2014 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 16 de octubre de 2014 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2014 de Telefónica, Telefónica Móviles, Vodafone y Orange.

Tercero. Con fecha 27 de octubre se remitió a las empresas arriba citadas informe emitido por los Servicios de la CNMC correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al Sistema de Contabilidad de costes para el ejercicio 2014 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación para presentar alegaciones en conformidad con lo establecido en el artículo 84 de la LRJPAC.

Cuarto. Vodafone y Orange presentaron alegaciones el 6 y 14 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 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 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.”*

El artículo 19 del Reglamento de Mercados establece que se podrá establecer una obligación de control de precios para operadores con poder significativo en mercados al por menor si las obligaciones impuestas al por mayor y de selección de operador no bastan para alcanzar los objetivos del artículo 3 de la LGTel. El artículo 20 de dicho Reglamento establece que en estos casos, la Comisión podrá precisar el formato y el método contable de la contabilidad de costes del operador.

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 (implicando a los operadores destinatarios del presente informe) 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 a aplicar en la contabilidad de costes, para el ejercicio 2014, de los siguientes operadores obligados: Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U., Vodafone España, S.A. 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

Asimismo, en relación a la estimación del coste de los recursos propios (K_e), la metodología que la CNMC 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 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):

$$k_e = R_f + \beta_l * P_m$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

β_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.

La fecha de referencia para la toma de datos en todos los parámetros es 31 de diciembre de 2013, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural.

Al final de este apartado se resume la estimación del WACC a aplicar en el ejercicio contable de 2014 para cada uno de los operadores objeto del presente procedimiento.

Alegaciones recibidas respecto de la metodología

Vodafone en su escrito alega que dado que el ratio de apalancamiento utilizado para el cálculo del WACC para Telefónica, Telefónica Móviles, Vodafone y Orange es el mismo, obtenido de un conjunto de empresas comparables seleccionado, el coste medio de la deuda debería ser también el mismo para las cuatro compañías, y debería ser el promedio de las mismas empresas comparables seleccionadas. Consecuentemente, continua Vodafone, el valor del WACC debería ser el mismo para todos los operadores integrados, evitando arbitrariedades metodológicas.

Por su parte, Orange opina que es poco idóneo calcular un mismo WACC para las actividades de fijo y móvil, pues son dos actividades con un riesgo muy diferenciado, que implican necesidades de financiación en absoluto comparables y con una estructura de mercado completamente divergente.

Respuesta de esta Comisión

La discusión acerca del enfoque metodológico del cálculo del WACC está fuera del alcance del objeto de esta resolución. Cabe recordar, además, que los puntos planteados por Vodafone y Orange ya fueron planteados y decididos en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 en la que se estableció la metodología.

Por otro lado, las alegaciones de un operador que sean consideradas en este procedimiento se aplicarán de forma consistente a todos los operadores.

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 seleccionado¹: BT Group PLC, Orange SA, Swisscom AG, Telefónica SA, Deutsche Telekom AG, Telecom Italia SpA, Belgacom SA, Koninklijke KPN NV, Telekom Austria AG, Portugal Telecom SGPS SA, Mobistar SA, Mobile Telesystems OJSC, TeliaSonera AB, Telenor ASA y Vodafone Group PLC. No se excluye ninguna empresa de la muestra porque todas presentan ratios de apalancamiento razonables, entre 0 y 3.

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

Comparables	D/E
BT Group PLC	0,306
Orange SA	1,460
Swisscom AG	0,361
Deutsche Telekom AG	0,813
Telecom Italia SpA	2,185
Belgacom SA	0,304
Koninklijke KPN NV	1,358
Telekom Austria AG	1,628
Portugal Telecom SGPS SA	2,410
Mobistar SA	0,689
Mobile Telesystems OJSC	0,332
Telefónica de España, S.A.	1,009
Telenor ASA	0,261
TeliaSonera AB	0,384
Vodafone Group PLC.	0,493
PROMEDIO	0,93

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionado, la estructura financiera promedio arroja un valor para el ratio [D/E] de 0,93. 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

¹ 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.

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 (deuda emitida en los últimos 2 años),
- que tengan vencimiento próximo a 10 años (con vencimiento comprendido entre 8 y 12 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. En el informe remitido a los interesados en el trámite de audiencia las emisiones consideradas se habían realizado entre junio de 2009 y abril de 2013. La siguiente tabla muestra su desglose y el promedio calculado (4,33%) en dicho informe:

Tabla 2 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Telefónica en el informe de audiencia

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EH877655 Corp	Telefónica	22/06/2009	06/07/2009	15/07/2019	10	3,914%
EI219437 Corp	Telefónica	12/04/2010	26/04/2010	06/07/2020	10	4,467%
EI061428 Corp	Telefónica	24/11/2009	10/12/2009	12/09/2022	13	5,003%
EI567448 Corp	Telefónica	07/02/2011	16/02/2011	16/02/2021	10	4,757%
EJ452552 Corp	Telefónica	20/11/2012	14/12/2012	14/12/2022	10	3,061%
EJ462421 Corp	Telefónica	28/11/2012	29/11/2012	29/11/2022	10	4,546%
EJ506645 Corp	Telefónica	08/01/2013	22/01/2013	23/01/2023	10	3,981%
EJ642791 Corp	Telefónica	17/04/2013	29/04/2013	27/04/2023	10	4,909%
PROMEDIO TELEFÓNICA						4,33%

Fuente: Bloomberg

Como se analiza con mayor detalle más adelante en las respuestas a las alegaciones de Vodafone y Orange y con el fin de homogeneizar criterios entre los cuatro operadores, se recalcula el promedio excluyendo las emisiones cuyo vencimiento no sea próximo a los diez años.

Por tanto, el cálculo definitivo de se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 3 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Telefónica

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EI061428 Corp	Telefónica	24/11/2009	10/12/2009	12/09/2022	13	5,003%
EJ452552 Corp	Telefónica	20/11/2012	14/12/2012	14/12/2022	10	3,061%
EJ462421 Corp	Telefónica	28/11/2012	29/11/2012	29/11/2022	10	4,546%
EJ506645 Corp	Telefónica	08/01/2013	22/01/2013	23/01/2023	10	3,981%
EJ642791 Corp	Telefónica	17/04/2013	29/04/2013	27/04/2023	10	4,909%
PROMEDIO TELEFÓNICA						4,30%

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 4,30%.

Estimación del coste de la deuda para Vodafone

Se dispone únicamente de tres emisiones de Vodafone Group PLC que cumplan con las condiciones descritas en la Metodología. Con el fin de dar mayor robustez a la estimación, se añaden las emisiones de las mismas características realizadas por Telia Sonera AB.

Se selecciona a Telia Sonera por tener el mismo (*long-term*) rating² de compañía que Vodafone Group PLC (A-) y porque su matriz se haya establecida en Suecia, un país con el mismo rating país que el Reino Unido, donde está establecida Vodafone Group (AAA) al cierre del ejercicio 2013.

Las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 4 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Vodafone en el informe de audiencia

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EH855273 Corp	Vodafone	03/06/2009	10/06/2009	10/06/2019	10	2,810%
EJ372541 Corp	Vodafone	19/09/2012	26/09/2012	26/09/2022	10	3,904%
EJ552316 Corp	Vodafone	11/02/2013	19/02/2013	19/02/2023	10	3,958%
EI416236 Corp	Telia Sonera	23/09/2010	01/10/2010	01/10/2025	15	2,959%
EI194916 Corp	Telia Sonera	16/03/2010	01/04/2010	01/04/2025	15	2,969%
EI816510 Corp	Telia Sonera	15/09/2011	22/09/2011	22/03/2022	11	2,383%
EI572651 Corp	Telia Sonera	10/02/2011	18/02/2011	18/02/2020	9	1,878%
PROMEDIO VODAFONE						2,98%

Fuente: Bloomberg

² Por rating se entiende la valoración de riesgo realizada por una agencia especializada sobre la solvencia de un emisor de deuda. De entre las principales agencias de valoración (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) en este informe se hace referencia a las valoraciones de Standard & Poor's (S&P).

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se ha considerado en el informe de audiencia para Vodafone en el cálculo del WACC fue de 2,98%.

Alegaciones recibidas respecto de la estimación del coste de la deuda para Vodafone

Vodafone considera que el procedimiento de cálculo del coste medio de la deuda tiene las siguientes deficiencias:

- (a) Uso de emisiones de deuda no recientes (2009, 2010 y 2011) incumpliendo lo dispuesto en la metodología.
- (b) Uso de dos emisiones de deuda cuyo vencimiento es superior a 12 años incumpliendo ese requisito de la metodología. Ambas emisiones, además, corresponden al operador Telia Sonera.
- (c) Uso del promedio de cotización sin ponderar el volumen de cada emisión de deuda.
- (d) Uso arbitrario de valores de Telia con falta de rigor atendiendo a su clasificación en función del rating del país de su matriz.

Respuesta de esta Comisión

El informe de audiencia de la CNMC previo a esta resolución adoptó un enfoque extensivo e incluyó un listado amplio de cotizaciones con el fin de aumentar la representatividad del cálculo. Con respecto a los puntos (c) y (d) de la alegación de Vodafone, ambos tienen que ser desestimados porque la metodología prevé tanto el uso de la media aritmética como la inclusión de empresas comparables con el mismo rating.

Con respecto a los puntos (a) y (b), la CNMC comparte con Vodafone su inquietud que en el fondo viene derivada de la ausencia de un listado amplio de emisiones. En este punto se puede considerar que hay una disyuntiva entre los dos criterios de representatividad recogidos en la metodología:

- Tender a limitar las emisiones consideradas con una visión restrictiva de las características de representatividad: emisiones recientes, vencimiento cercano a 10 años, de volumen o importe significativo y que no estén vinculadas a proyectos muy sui géneris.
- Tender a ampliar el número de emisiones para neutralizar la influencia de emisiones atípicas.

Mientras que en el informe de audiencia se primaba el segundo criterio (ampliar número de emisiones), Vodafone se decantan por el primero (limitar las emisiones a las que cumplen todos los criterios establecidos en la metodología), y, por tanto, la aceptación íntegra de dichas alegaciones implicaría descartar 5 de las siete emisiones contempladas.

Por otro lado, Vodafone no ha aportado ni nuevas emisiones de deuda ni datos sustitutorios también contemplados en la metodología como son “*Interest Rate Swap*” (IRS) más el “*Credit Default Swap*” (CDS) del Grupo.

En vista de lo anterior, y con el fin de conjugar de forma equilibrada las interpretaciones recogidas en la Metodología, la CNMC estima parcialmente el punto (b) de la alegación de Vodafone y establece que las emisiones deben tener un vencimiento próximo a los 10 años (según la metodología, entre 8 y 12 años). Por ello, las emisiones relevantes son las que tienen un vencimiento posterior a los 8 años desde el inicio del periodo de cotización considerado (1 de julio de 2013) para el cálculo del promedio del YTM, pero anterior a los 12 años a contar desde el fin del periodo de cotización utilizado (31 de diciembre de 2013). Por tanto, se descartan las emisiones con un vencimiento fuera del periodo comprendido entre 1 de julio de 2021 y 31 de diciembre de 2025.

Con respecto al punto (a) de las alegaciones, se desestiman porque dado el reducido número de emisiones disponibles su renuncia implicaría una pérdida de representatividad, dado que esas emisiones, aunque fueron emitidas hace más de dos años, recogen las cotizaciones de mercado en 2013, y por tanto, el riesgo crediticio de la empresa en ese período. Es decir, a juicio de la CNMC, para estimar el coste de la deuda es más relevante que el plazo hasta el vencimiento de la emisión sea próximo a 10 años que su antigüedad.

Por tanto, la estimación definitiva del coste de la deuda se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 5 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Vodafone

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EJ372541 Corp	Vodafone	19/09/2012	26/09/2012	26/09/2022	10	3,904%
EJ552316 Corp	Vodafone	11/02/2013	19/02/2013	19/02/2023	10	3,958%
EI416236 Corp	Telia Sonera	23/09/2010	01/10/2010	01/10/2025	15	2,959%
EI194916 Corp	Telia Sonera	16/03/2010	01/04/2010	01/04/2025	15	2,969%
EI816510 Corp	Telia Sonera	15/09/2011	22/09/2011	22/03/2022	11	2,383%
PROMEDIO VODAFONE						3,23%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Vodafone en el cálculo del WACC será de 3,23%.

Estimación del coste de la deuda para Orange

En el caso de Orange, en el informe de audiencia se consideraron tres emisiones de Orange S.A. Con el fin de dar mayor robustez a la estimación, se añadieron las

emisiones de las mismas características realizadas por Telia Sonera AB. Se selecciona entre los comparables a Telia Sonera por tener el mismo rating de compañía que Orange SA (A-) y porque su matriz se haya establecida en Suecia, con rating similar (AAA) al de Francia³ (AA+), donde está establecida Orange SA.

Las emisiones consideradas en el informe de audiencia y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 6 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Orange en el informe de audiencia

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EI807931 Corp	Orange	07/09/2011	14/09/2011	14/09/2021	10	3,923%
EI133318 Corp	Orange	29/01/2010	09/02/2010	10/02/2020	10	2,340%
EC305226 Corp	Orange	26/10/2000	10/11/2000	10/11/2020	20	3,413%
EI416236 Corp	Telia Sonera	23/09/2010	01/10/2010	01/10/2025	15	2,959%
EI194916 Corp	Telia Sonera	16/03/2010	01/04/2010	01/04/2025	15	2,969%
EI816510 Corp	Telia Sonera	15/09/2011	22/09/2011	22/03/2022	11	2,383%
EI572651 Corp	Telia Sonera	10/02/2011	18/02/2011	18/02/2020	9	1,878%
PROMEDIO ORANGE						2,84%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se ha considerado en el informe de audiencia para Orange en el cálculo del WACC fue de 2,84%.

Alegaciones recibidas respecto de la estimación del coste de la deuda para Orange

Orange alega que el cálculo de la CNMC introduce distorsiones no justificadas, aleatorias, discriminatorias e incongruentes, tal y como refleja el hecho que el coste de un activo en relación con la rentabilidad esperada es mayor para Telefónica que para Orange o Vodafone, cosa que parece poco coherente atendiendo a la realidad del mercado.

Para evitar dicha inconsistencia Orange propone homogeneizar el parámetro de coste de deuda para operadores que actúan en un mismo mercado.

Orange también afirma que no es razonable considerar Telia Sonera como empresa comparable. Porque los rating empresa y país son diferentes entre ellas y lo ilustra con ratings de las empresas de valoración Moody's, S&P y Fitch.

³ Esta valoración no fue constante a lo largo del año 2013, llegando a bajar a AA.

Respuesta de esta Comisión

Con respecto a la inclusión de Telia Sonera la CNMC reitera sus argumentos del informe de audiencia, esto es, que usó exclusivamente los ratings de S&P y que la valoración de Francia se modificó a lo largo del año, por lo que en términos del conjunto del año 2013, se puede afirmar que tanto las dos empresas como Francia y Suecia tuvieron cierta similitud en su riesgo crediticio.

Dado que Orange en este procedimiento no ha aportado ni nuevas emisiones de deuda ni datos substitutorios también contemplados en la metodología como son “Interest Rate Swap” (IRS) más el “Credit Default Swap” (CDS) del Grupo, la CNMC entiende que no hay causa que justifique una modificación del cálculo de la deuda. En todo caso, y por motivos de coherencia, para Orange también se adopta el criterio establecido como respuesta a las alegaciones de Vodafone, es decir, se descartan las emisiones con un vencimiento fuera del periodo comprendido entre el 1 de julio de 2021 y 31 de diciembre de 2025.

Por tanto, la estimación definitiva del coste de la deuda se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 7 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Orange

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EI807931 Corp	Orange	07/09/2011	14/09/2011	14/09/2021	10	3,923%
EI816510 Corp	Telia Sonera	15/09/2011	22/09/2011	22/03/2022	11	2,383%
EI416236 Corp	Telia Sonera	23/09/2010	01/10/2010	01/10/2025	15	2,959%
EI194916 Corp	Telia Sonera	16/03/2010	01/04/2010	01/04/2025	15	2,969%
PROMEDIO ORANGE						3,06%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Orange en el cálculo del WACC será de 3,06%.

III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [Rf]

De acuerdo a la Metodología se estima la tasa libre de riesgo [Rf] a través de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años.

Como medida del rendimiento de los bonos a 10 años, 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 2013 (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 se estima que [Rf] tiene un valor de 4,34% 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 [Pm]

De acuerdo a la Metodología se estima el valor de la Prima de Mercado [Pm] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio, de actualización periódica y que realizan la estimación para España o Europa.

En particular, la estimación realizada es la siguiente:

Tabla 8 Estimación de la Prima de Mercado

Fuentes seleccionadas	[Pm]	País	Método
Dimson, Marsh and Staunton	4,1%	España	Histórico
Pablo Fernández	6,0%	España	Encuesta 2013
Media Informes de inversión	6,98%	Europa	Previsiones
Bloomberg	8,8%	España	Histórico
S&P 500	9,4%	España	Histórico
Mediana de los valores anteriores			6,98%

Referencias:

- Estimación de Bloomberg 2013: periodo seleccionado 2006-2013
- Dimson, Marsh and Staunton: citado en The Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook (Dimson, Marsh and Staunton, February 2013) y en A. Damodaran Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition
- S&P 500 citado en A. Damodaran Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition
- Pablo Fernández Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 51 countries in 2013
- Informes de bancos de inversión:
 - KPMG Equity Market Risk Premium – Research Summary 2014
 - Deutsche Bank - Research - World Outlook The calm before the storm June 2014
 - UBS Chief Investment CIO WMR Year Ahead 2013
 - GS – Why the risk premium could unlock so much value January 2013

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 6,98% 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.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.

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

Tabla 9 Tasas impositivas nominales por país

País	Tasa impositiva considerada
Alemania	29,55%
Austria	25,00%
Bélgica	33,99%
EEUU	40,00%
España	30,00%
Francia	33,33%
Holanda	25,00%
Italia	31,40%
India	33,22%
Luxemburgo	29,22%
Noruega	28,00%
Portugal	25,00%
Rusia	20,00%
Suiza	18,01%
Suecia	22,00%
Reino Unido	23,00%

III.6 BETA DESAPALANCADA [B_u] Y APALANCADA [B]

Conforme a la Metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β_{raw} del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2013, usando los índices locales donde cotizan las compañías seleccionadas como comparables⁴.

⁴ El listado de operadores comparables se recoge en el apartado III.1.

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador⁵.

Para apalancar y desapalancar⁶ la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal correspondiente:

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

No ha sido necesario realizar ninguna depuración de las referencias de la muestra de comparables por encontrarse todas dentro de los límites fijados en la Metodología.

El parámetro Beta desapalancada [β_u] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables seleccionado. El resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada [β_u] de 0,5065.

Tabla 10 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	β_l ajustada	D/E	t	β_u ajustada
BT Group PLC	1,0572	0,3063	23,00%	0,8555
Orange SA	0,7750	1,4599	33,33%	0,3927
Swisscom AG	0,6515	0,3613	18,01%	0,5026
Telefónica SA	0,8720	1,0090	30,00%	0,5110
Deutsche Telekom AG	0,7004	0,8132	29,55%	0,4453
Telecom Italia SpA	0,8649	2,1850	31,40%	0,3461
Belgacom SA	0,6692	0,3035	33,99%	0,5575
Koninklijke KPN NV	0,6732	1,3585	25,00%	0,3335
Telekom Austria AG	0,8194	1,6282	25,00%	0,3689
Portugal Telecom SGPS SA	1,0019	2,4101	25,00%	0,3569
Mobistar SA	0,6736	0,6891	33,99%	0,4630
Mobile Telesystems OJSC	0,7933	0,3322	20,00%	0,6267
TeliaSonera AB	0,7674	0,3836	22,00%	0,5906
Telenor ASA	0,8578	0,2614	28,00%	0,7219
Vodafone Group PLC	0,7252	0,4930	23,00%	0,5257
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)				0,5065

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de los operadores integrados se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de

⁵ En conformidad a la Metodología el ajuste bayesiano se realiza mediante la fórmula de Marshall Blume: $\beta_{l,ajustada} = \beta_{raw} * P + \beta_T * (1-P)$, siendo P igual a 2/3, donde β_T es la beta teórica del mercado con valor igual a 1 y β_{raw} es la beta que se obtiene del análisis de regresión de las cotizaciones en el mercado.

⁶ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte de su grado de apalancamiento (es decir, endeudamiento). 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.

apalancamiento (0,93) y de t (30%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [β_i] de estos operadores igual a 0,8373.

La consecuencia práctica de la aplicación de esta Metodología es que el valor estimado para el parámetro [β_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 DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2014

En las siguientes tablas se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los dos ejercicios anteriores (2012 y 2013) desde la implementación de la Metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2014 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

TELEFÓNICA FIJO Y MÓVIL 2014			
Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_i]	0,8021	0,8394	0,8373
Coste medio deuda antes de impuestos [K_d]	5,96%	5,78%	4,30%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%
Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm*β_i)	10,18%	11,14%	10,18%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= K_d*(1-t)	4,17%	4,05%	3,01%
WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)*K_e)+(D/(D+E)*K_d')]	7,33%	7,64%	6,72%
WACC antes de impuestos [WACC_{AI} = WACC/(1-t)]	10,48%	10,91%	9,60%

ORANGE 2014

Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394	0,8373
Coste medio deuda antes de impuestos [K_d]	3,92%	2,55%	3,06%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%
Coste de los recursos propios [K_e]= $Rf+(Pm*\beta_l)$	10,18%	11,14%	10,18%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= $K_d*(1-t)$	2,74%	1,78%	2,14%
WACC después de impuestos [$WACC = (E/(D+E)*K_e)+(D/(D+E)*K_d')$]	6,66%	6,52%	6,30%
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = WACC/(1-t)$]	9,51%	9,31%	9,00%

VODAFONE 2014

Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394	0,8373
Coste medio deuda antes de impuestos [K_d]	3,54%	2,35%	3,23%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%
Coste de los recursos propios [K_e]= $Rf+(Pm*\beta_l)$	10,18%	11,14%	10,18%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= $K_d*(1-t)$	2,48%	1,64%	2,26%
WACC después de impuestos [$WACC = (E/(D+E)*K_e)+(D/(D+E)*K_d')$]	6,53%	6,45%	6,36%
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = WACC/(1-t)$]	9,33%	9,21%	9,09%

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 2014 de los operadores Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A. y Orange Espagne S.A.U. según los valores reflejados en la siguiente tabla.

WACC antes de impuestos 2014	
Telefónica de España S.A.U.	9,60%
Telefónica Móviles España, S.A.U.	9,60%
Orange Espagne S.A.U.	9,00%
Vodafone España, S.A.	9,09%

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 2015 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 2022 y 31 de diciembre de 2026. En especial, se requiere el *Bloomberg ticker*, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2014.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2014.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y en el artículo 10.g) del Estatuto Orgánico de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, aprobado por el Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

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.