
RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TESAU, TME, VODAFONE Y ORANGE DEL EJERCICIO 2013 (EXPEDIENTE AEM 2013/1631).**1 ANTECEDENTES DE HECHO**

Primero. Con fecha 13 de diciembre de 2012, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones¹ (en adelante, CMT) 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 por la CMT (en adelante, la Metodología) tramitada con número de expediente MTZ 2012/1616.

El Resuelve tercero de citada la Resolución por que se aprueba la Metodología de estimación del WACC elimina la obligación hasta el momento existente por la cual los operadores obligados debían presentar a esta Comisión, al comienzo de cada ejercicio, una propuesta de la WACC a aplicar a dicho ejercicio. En su lugar, se establece que serán los Servicios de esta Comisión los que, de acuerdo a la Metodología aprobada, someterán de oficio cada año a consulta de los interesados, la estimación del coste medio ponderado del capital (WACC). Dicha estimación se basará en la información financiera al cierre del ejercicio anterior al de aplicación del coste medio ponderado del capital.

Segundo. El 3 de Septiembre de 2013 se inicia el presente procedimiento al objeto de realizar una estimación de la WACC a aplicar en la contabilidad de costes, para el ejercicio 2013, de los siguientes operadores obligados: Telefónica de España, S.A.U. (en adelante, TESAU), Telefónica Móviles España, S.A.U. (en adelante, TME), Vodafone España, S.A.U. (en adelante, Vodafone) y France Telecom España, S.A.U. (en adelante, Orange). Junto a la notificación del inicio del procedimiento, se remitió un Informe de los Servicios de esta Comisión con una estimación de la WACC a aplicar a cada uno de los operadores citados.

¹ La disposición adicional segunda de la Ley 3/2013, de 4 de junio, establece que la constitución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) implicará la extinción de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) y que las referencias que la normativa vigente contiene de la CMT se entenderán realizadas a la CNMC. Por su parte, el artículo 1 de la Orden ECC/1796/2013, de 4 de octubre, señala que el día 7 de octubre de 2013 se iniciará la puesta en funcionamiento de la CNMC. En consecuencia, desde el 7 de octubre de 2013, la CNMC se ha puesto en funcionamiento, continuando el ejercicio de las funciones de la extinta CMT.

Tercero. Con fecha 17 de Septiembre de 2013 se recibieron alegaciones de TESAU al informe de los Servicios de esta Comisión citado en el antecedente de hecho segundo. En el cuerpo de la presente Resolución se analizan las alegaciones realizadas y se exponen las conclusiones de esta Comisión al respecto.

Cuarto. Con fecha 17 de Septiembre de 2013 se recibieron alegaciones de TME al informe de los Servicios de esta Comisión citado en el antecedente de hecho segundo. En el cuerpo de la presente Resolución se analizan las alegaciones realizadas y se exponen las conclusiones de esta Comisión al respecto. TESAU y TME presentan alegaciones idénticas y por tanto se valoran conjuntamente en el presente procedimiento; nos referiremos en ese caso a estos dos operadores como “Telefónica”.

Quinto. Con fecha 17 de Septiembre de 2013 se recibieron alegaciones de Orange al informe de los Servicios de esta Comisión citado en el antecedente de hecho segundo. En el cuerpo de la presente Resolución se analizan las alegaciones realizadas y se exponen las conclusiones de esta Comisión al respecto.

2 FUNDAMENTOS DE DERECHO

2.1. HABILITACIÓN COMPETENCIAL

El artículo 48.4 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”

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 Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones 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 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.”*

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 CMT 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 y troncales 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 interesados en el presente procedimiento, TESAU, TME, Vodafone Y Orange) e imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste medio ponderado del capital a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de los operadores obligados.

La obligación de contabilidad de costes y de separación de cuentas se mantiene en la revisión del mercado 6² para TESAU y, en particular:

“Telefónica deberá ofrecer los servicios de líneas alquiladas mayoristas terminales a precios regulados y adoptar un sistema de contabilidad de costes, de conformidad con los artículos 13.1.e) de la LGTel y 11 del Reglamento de Mercados y el artículo 13 de la Directiva de Acceso

Los precios de las líneas alquiladas mayoristas terminales prestadas sobre interfaces tradicionales estarán orientados en función de los costes

² Resolución de 11 de abril de 2013 por la cual aprueba la definición y el análisis del mercado de segmentos de terminación de líneas arrendadas al por mayor, la designación del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas y se acuerda su notificación a la Comisión Europea y al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas (ORECE) (MTZ 2012/2017)

de producción. La CMT determinará el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, precisando el formato y el método contable que se habrá de utilizar. Asimismo garantizará que Telefónica ponga a disposición del público la descripción del sistema de contabilidad de costes empleado, determinando a tal efecto la forma, fuentes y medios conforme al artículo 11 del Reglamento de Mercados.

A los efectos del modelo de costes, para los estándares de costes históricos y corrientes, Telefónica deberá atender a lo establecido en la Resolución sobre principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes, aprobada por el Consejo de la CMT con fecha 10 de junio de 2010, así como en la Resolución de 13 de diciembre de 2007 sobre la adaptación del Sistema de Contabilidad de costes de Telefónica al nuevo marco regulatorio y cualquier otra que la complemente. En relación con el estándar de costes incrementales, Telefónica deberá atender a lo establecido en la Resolución de 25 de mayo de 2006 sobre los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del estándar de costes incrementales de Telefónica, en la Resolución sobre la actualización de los principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes, de 10 de junio de 2010, y en la Resolución sobre la aprobación del sistema de contabilidad de costes incrementales a largo plazo de Telefónica de España, S.A.U., de fecha 22 de julio de 2011, así como cualquier Resolución posterior de esta Comisión que afectara de alguna manera a dicho estándar de costes.

También se impone a TESAU la obligación de separar sus cuentas en relación con los servicios mayoristas de líneas terminales:

“Telefónica deberá separar sus cuentas en relación con los servicios mayoristas de líneas terminales que prestan, de conformidad con los artículos 13.1 c) de la LGTel y 9 del Reglamento de Mercados y el artículo 11 de la Directiva de Acceso. El cumplimiento de esta obligación permitirá a la CMT el control del cumplimiento de la obligación 2 del presente Anexo.

Esta obligación es de aplicación tanto para las líneas alquiladas terminales prestadas con interfaces tradicionales como con interfaces Ethernet.

La CMT determinará el formato y metodología en que Telefónica deberá dar cumplimiento a estas obligaciones. En tanto la CMT no determine dichos aspectos, Telefónica deberá utilizar los establecidos en las Resoluciones citadas en el apartado anterior”.

La obligación de contabilidad de Costes y de separación de cuentas se mantiene en la Revisión del Mercado 7³ para los operadores móviles de red (tercera ronda de análisis de mercados).

TME (Movistar), Vodafone y Orange deberán utilizar el formato y metodología establecidos en dicha Resolución, sujetándose a lo allí establecido y, en particular:

“Movistar, Vodafone y Orange deberán separar sus cuentas en relación con las actividades de acceso e interconexión que prestan, de conformidad con los artículos 13.1 c) de la LGTel y 9 del Reglamento de Mercados y el artículo 11 de la Directiva de Acceso.” [...]

[...] “En lo que respecta al sistema de contabilidad de costes necesario para calibrar los datos de entrada del modelo ascendente, los operadores citados deberán utilizar lo establecido en la Resolución de la CMT sobre la actualización de los principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes (AEM 2010/270), de 10 de junio de 2010.

Asimismo, los sistemas de contabilidad de costes de Movistar, Vodafone y Orange deberán respetar lo dispuesto en la Resolución de la CMT sobre la adaptación de los sistemas de contabilidad de los operadores móviles de red al nuevo marco regulatorio (AEM 2007/1035), de 13 de diciembre de 2007.

Por último:

Movistar deberá respetar lo dispuesto en la Resolución de la CMT de 19 de junio de 2008 sobre la adaptación al nuevo marco regulatorio y homogeneización del sistema de contabilidad de costes de Telefónica Móviles de España, S.A.U. (AEM 2008/262).

Vodafone deberá respetar lo dispuesto en la Resolución de la CMT de 19 de junio de 2008 sobre la adaptación al nuevo marco regulatorio y homogeneización del sistema de contabilidad de costes de Vodafone España, S.A. (AEM 2008/263).

Orange deberá respetar lo dispuesto en la Resolución de la CMT de 19 de junio de 2008 sobre la adaptación al nuevo marco regulatorio y

³ Resolución de 10 de mayo de 2012 por la cual se aprueba la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea y al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas (MTZ 2011/2503).

homogeneización del sistema de contabilidad de costes de France Telecom España, S.A. (AEM 2008/261).

Lo anterior es sin perjuicio de lo establecido en el apartado II.4.3.3 del cuerpo del presente documento por el que se retira a los tres operadores la obligación de realizar una auditoría externa anual a la contabilidad regulatoria.”

Asimismo, de conformidad con el artículo 2.2 de la Ley 3/2013, la Comisión se regirá por lo dispuesto en la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, y en la legislación especial de los mercados y sectores sometidos a su supervisión a que hacen referencia los artículos 6 a 11 de esta Ley y, supletoriamente, por la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LRJPAC), por la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, de acuerdo con lo previsto en su Disposición adicional décima, por la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, y por el resto del ordenamiento jurídico.

El presente procedimiento fue iniciado por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en virtud de la habilitación competencial antes citada. Sin embargo, la Disposición Adicional Segunda, apartado 1, de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, señala que la constitución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia implicará la extinción, entre otros organismos, de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones.

En virtud de lo anterior, de conformidad con lo dispuesto en la Disposición Transitoria Quinta, apartado 1, de la Ley 3/2013, una vez constituida la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 de la citada Ley, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Regulación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

⁴ La citada Disposición señala que los procedimientos iniciados con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 3/2013, de 4 de junio, continuarán tramitándose por los órganos de la autoridad a los que la citada Ley atribuye las funciones anteriormente desempeñadas por los organismos extinguidos.

2.2. OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto del presente procedimiento es realizar una estimación de la tasa anual de retorno regulada a aplicar a TESAU, TME, Vodafone y Orange para el ejercicio 2013.

El valor que se apruebe para dichas tasas de retorno se aplicará para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes regulatoria de dichos operadores, al objeto de contemplar una tasa razonable de rendimiento sobre las inversiones realizadas, según la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de capital} = \text{VNC} \times \text{WACC}$$

Donde VNC representa el valor neto contable a corrientes de los activos y WACC representa la tasa anual de retorno aprobada por esta Comisión para el ejercicio.

Según se expone en el antecedente de hecho primero, la estimación se realiza conforme a la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CMT, aprobada en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 (MTZ 2012/1616).

La fecha de referencia para la toma de datos de los parámetros con que se realiza la estimación es 31 de diciembre de 2012.

3 ESTIMACIÓN DE LOS PARÁMETROS DEL WACC

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:

$\text{WACC} = K_e * E/(D+E) + K_d * (1-t) * D/(D+E)$

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 se apoya en la aplicación de la teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Según dicha teoría, 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:

R_f : Tasa libre de riesgo

β_l : Beta apalancada

P_m : Prima por riesgo de mercado

Se incluye como Anexo I un glosario de términos financieros usados en la presente Resolución.

3.1. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA, RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

El ratio de apalancamiento se calcula a partir de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables validado en la Metodología. Los operadores para los que se realiza la estimación del WACC en el presente procedimiento pertenecen todos al siguiente grupo de comparables: BT Group PLC, France Telecom 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, Vodafone Group PLC.

Depuración de las referencias de la muestra de comparables:

- Se excluye como referencia a Portugal Telecom al observarse a 31/12/2012 un apalancamiento superior a 3, límite superior de exclusión considerado en la Metodología.

Para el conjunto de comparables seleccionado, la estructura financiera promedio arroja un valor para el ratio [D/E] de 0,98. En consecuencia, este valor se usará para el cálculo de todas las WACC que se estiman en el presente procedimiento.

Alegaciones recibidas respecto de la estimación del ratio de apalancamiento [D/E]

Orange aporta en sus alegaciones datos diferentes para la estimación del ratio de apalancamiento a los considerados por los Servicios de esta Comisión en el informe sometido a audiencia. Manifiesta Orange que los datos aportados han sido “*obtenidos de fuentes financieras publicadas (Reuters, Bloomberg, Morningstar, Webs corporativas, etc.)*”. La conclusión a que llega Orange sobre la estimación del parámetro [D/E] es de 1,02; próximo al 0,98 estimado por los Servicios de esta Comisión. Orange solicita “*la publicación por parte de esa Comisión de los datos y las fuentes empleadas en los cálculos, lo que aclarará las diferencias, dotará de contenido a la cifra definitiva y permitirá comprobar la correcta aplicación de la metodología*”.

Telefónica manifiesta que la estimación del ratio de apalancamiento realizada por la los Servicios de esta Comisión “*se encuentra alejada de los parámetros de medio plazo de mercado, presentando un apalancamiento muy elevado*”. Para apoyar esta afirmación, Telefónica aporta los siguientes datos:

- Telefónica considera más adecuado un apalancamiento del 40% ya que resulta más próximo al objetivo de rating de empresas *Investment Grade*.
- Resulta consistente con la estructura financiera cuyo *Enterprise Value (EV)* equivale a 5x respecto del EBITDA, considerado por Telefónica consenso de analistas/bancos de inversión para el sector en Europa.
- El apalancamiento considerado por los Servicios de esta Comisión implícitamente supone el cumplimiento de alguna de las siguientes hipótesis: (i) una valoración EV/EBITDA de 4x (alejada del consenso señalado en el punto anterior); (ii) múltiplo de apalancamiento/EBITDA próximo a 2,5x, valor que no resulta soportable como objetivo de endeudamiento por parte de las agencias de calificación.
- Una tabla con informes de analistas que aportan datos de EV/EBITDA (x) y Deuda neta/EBITDA, EBITDA margin (%), Capex to sales (%),... etc.

Respuesta de esta Comisión

Respecto de lo manifestado por Orange, se estima que la Metodología aprobada ha sido correctamente aplicada para la estimación del parámetro [D/E], toda vez que el

conjunto de comparables utilizado corresponde con el validado en la Metodología, la fecha de referencia es la adecuada (31/12/2012), los filtros aplicados son los definidos en dicha Metodología y la fuente consultada, *Bloomberg*, es comúnmente aceptada por la comunidad financiera y por tanto, considerada fiable.

La estimación del parámetro se realiza, de acuerdo a la Metodología, a partir de los datos de capitalización bursátil (incluyendo intereses minoritarios) y la deuda financiera del conjunto de comparables seleccionado:

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

De lo que resulta la siguiente lista de operadores comparables y correspondientes ratios de apalancamiento a la fecha de referencia:

OPERADOR	D/E ratio
France Telecom	1,63
Telefonica	1,26
Deutsche Telekom	1,07
Swisscom	0,43
Belgacom	0,27
KPN	2,59
Telekom Austria	1,53
Portugal Telecom	3,10
Telecom Italia	2,39
BT	0,49
Telenor	0,28
Telia	0,47
Mobistar	0,35
Vodafone	0,44
MTS	0,47

Tal y como se detallaba en el informe de los Servicios, se excluye de dicha muestra a Portugal Telecom, al observarse que en la fecha de referencia su apalancamiento era superior a 3, límite superior de exclusión considerado en la Metodología. Puede comprobar Orange que, realizada la exclusión de Portugal Telecom, el promedio resultante del conjunto de comparables restante, es de 0,98, motivo por que se concluye que tal cifra es la que debe utilizarse para estimar el ratio de apalancamiento relevante para el presente expediente.

Respecto de las manifestaciones de Telefónica, que contrasta los múltiplos/ratios que valora el mercado con la estimación del ratio de apalancamiento realizada por esta Comisión, conviene señalar que los datos aportados por Telefónica pretenden orientar respecto del consenso de determinados parámetros en la valoración y el rating crediticio de empresas del sector y que el objeto del presente procedimiento es bien diferente, limitándose por ello a calcular el promedio de ratio de apalancamiento que efectivamente se ha producido a la fecha de referencia entre un

grupo representativo de empresas comparables. La consecuencia práctica para el presente procedimiento es que los parámetros aportados por Telefónica no deben corregir la estimación realizada por esta Comisión.

Conclusión sobre la estimación del ratio de apalancamiento [D/E]

Se publican los datos usados para realizar la estimación y se considera que la Metodología se ha aplicado correctamente para el conjunto de comparables seleccionado.

En consecuencia, la estructura financiera promedio arroja un valor para el ratio [D/E] de 0,98. Este valor se usará para el cálculo de todas las WACC que se estiman en el presente procedimiento.

3.2. ESTIMACIÓN DEL COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS DE [KD]

De acuerdo a la Metodología, se estima el coste de la deuda a través del coste de la deuda del Grupo en que el operador está integrado.

En un orden práctico, se establece que la principal referencia para la estimación la constituye 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.

Se considera que aumenta la representatividad de las emisiones elegibles cuando:

- Se trate de emisiones recientes (deuda emitida en los últimos 2 años),
- tengan vencimiento próximo a 10 años (con vencimiento comprendido entre 8 y 12 años),
- el volumen de la emisión sea suficientemente significativo,
- y no estén vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada.

Una buena estimación se obtendrá de un número suficiente de emisiones, reduciendo así la influencia de posibles emisiones atípicas (condiciones ventajosas o gravosas).

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, en su defecto, emplear como referencia el “*Interest Rate Swap*” (IRS) más el “*Credit Default Swap*” (CDS) del Grupo.

En cualquier caso, se debe tratar de evitar tomar como referencia emisiones de deuda con rentabilidades atípicas (por haberse emitido con algún tipo de garantía, o condiciones que se desconocen) que no sean representativas del coste de la deuda real, propio del rating de la compañía y/o la coyuntura del país en el que se realiza la emisión.

Estimación del coste de la deuda para TELEFÓNICA Y TME

En el caso de TESAU y TME (que pertenecen al mismo Grupo), se observan las emisiones de la matriz común a ambas, Telefónica S.A., y se realiza el promedio descrito. Las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para TESAU y para TME en el cálculo del WACC será de 5,78%.

Alegaciones recibidas respecto de la estimación de K_d para TESAU y TME

Orange manifiesta en sus alegaciones que la estimación realizada por los Servicios de esta Comisión para la el coste de la deuda de TESAU/TME es un 146% superior a la de Vodafone y un 127% superior a la de Orange, considerando Orange que ello no resulta ajustado a la realidad financiera ni competitiva.

Para apoyar sus alegaciones, Orange aporta información adicional cuya fuente declara ser información corporativa publicada por el Grupo Telefónica:

- Datos de emisiones de bonos y obligaciones del Grupo Telefónica realizadas en 2011 y 2012. La información que se aporta contiene datos sobre la fecha de emisión y vencimiento, el nominal, la divisa y su equivalente en euros de la emisión, y el cupón con que se emite (tablas 1 y 2 enviadas por Orange). Tales datos se aportan con el fin de mostrar la estrategia de financiación del Grupo Telefónica, encaminada a reducir considerablemente el coste de la deuda a largo plazo.
- Datos de seis emisiones del Grupo Telefónica de las que se aporta el nominal de la emisión en millones de euros, el plazo, el vencimiento, el cupón, la periodicidad del cupón, el código ISIN y el dato de YTM (Junio 2013), aunque

de este último no indica Orange sobre qué periodo ha realizado el promedio (tabla 3 de las envidas por Orange).

Por último, manifiesta Orange que el coste de la Deuda del Grupo Telefónica no debería ser superior en estos momentos al de las emisiones del bono español, como consecuencia, argumenta Orange, de tener esta compañía un rating superior al asignado por Moody's a España.

Respuesta de esta Comisión

En primer lugar, cabe insistir en lo ya manifestado a Orange en el momento de contestar a sus alegaciones a la estimación del coste de la deuda de TESAU/TME para el ejercicio 2012, que si bien podría existir un cierto consenso sobre la estrategia de financiación del Grupo Telefónica, dicha estrategia no es objeto de valoración en la Metodología aprobada por esta Comisión. No obstante es cierto que, de ser efectiva, se acabará reflejando en el parámetro por el que la Metodología realiza la estimación (YTM 6m) y se recogerá en la estimación del WACC correspondiente.

Respecto de la información adicional de las emisiones de bonos y obligaciones del Grupo Telefónica aportada por Orange (tablas 1 y 2), algunas de las operaciones identificadas, si bien son de emisión reciente, no pueden ser consideradas como referencia por ser el plazo menor al considerado representativo en la Metodología. De las que tienen un plazo entre 8 y 12 años, no se aporta el dato del promedio YTM de los seis meses anteriores a la fecha de referencia (YTM 6m 31/12/2012) y no pueden considerarse en el promedio para corregir la estimación del coste de la deuda del Grupo Telefónica.

Respecto de la tercera de las tablas con datos de emisiones aportadas por Orange respecto del Grupo Telefónica, cabe concluir que:

- De la comparación del plazo y de la fecha de vencimiento que se informa, se deduce que no se trata de emisiones recientes, lo cual merma su representatividad para la estimación.
- En ningún caso se aporta un dato fundamental para la estimación, que es YTM, promedio de los seis meses anteriores a la fecha de referencia para las estimaciones, que en el presente procedimiento es el cierre del ejercicio 2012 (YTM 6m 31/12/2012).

Respecto de las alegaciones presentadas por Orange manifestando que el coste de la Deuda no debería ser superior en estos momentos al de las emisiones del bono español, tales motivos ya fueron alegados por Orange y fueron tenidos en cuenta por esta Comisión en el procedimiento por que se establecía la metodología de estimación del WACC, tramitado con número expediente MTZ 2012/1616. En

concreto en la Resolución en que se resolvía el recurso⁵ de reposición interpuesto por Orange contra la estimación del WACC de 2012, en la que se argumentaba por esta Comisión que:

“la lógica financiera y las estadísticas históricas apuntan en sentido contrario [...]. Lo esperable es que la rentabilidad de invertir en la deuda de las empresas sea superior a la de invertir en deuda soberana de los principales mercados en que tales empresas desarrollan su actividad económica, en relación al riesgo relativo asumido por el inversor (que se entiende menor en el caso de la deuda soberana). No obstante, también es cierto que recientemente se han producido calificaciones de riesgo por compañías de reconocido prestigio, como la de Moody’s que aporta Orange en su recurso, que contravienen esta lógica y las series históricas de datos comparativos, debido principalmente a la especulación a que de hecho está sometida la deuda soberana de algunos países europeos, entre ellos España. Es en este contexto en el que encuadramos que se emitan calificaciones de rating crediticio superiores para Telefónica que para España”.

Se considera que los motivos para desestimar tales alegaciones siguen siendo los mismos y por tanto continúan siendo válidos, desestimándose las alegaciones de Orange sin necesidad de motivación adicional.

Conclusión sobre la estimación del coste de la deuda para TESAU y TME

La información adicional aportada por Orange para la estimación del coste de la deuda del Grupo Telefónica no resulta relevante para corregir la estimación realizada. En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para TESAU y TME en el cálculo del WACC será de 5,78%.

Estimación del coste de la deuda para Vodafone

En el caso de Vodafone, se dispone únicamente de dos 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.

⁵ Recurso de reposición tramitado con número de expediente AJ 2013/1616

Se selecciona a Telia Sonera por tener el mismo rating 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 (AAA), donde está establecida Vodafone Group al cierre del ejercicio 2012.

La fuente utilizada para los rating crediticios es *Standard & Poors* (S&P), con la misma fecha de referencia que para el resto de parámetros, 31/12/2012.

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

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Vodafone en el cálculo del WACC será de 2,35%.

Estimación del coste de la deuda para Orange

En el caso de Orange, se consideran tres emisiones de France Telecom que cumplen con las condiciones descritas en la Metodología. La tercera de las operaciones consideradas tiene una representatividad limitada al no ser de emisión reciente; no obstante, se ha incluido entre las referencias para la estimación al quedar 8 años hasta el vencimiento y ya que la medida del YTM incorpora la situación actual del mercado.

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 entre los comparables a Telia Sonera por tener el mismo rating de compañía que France Telecom (A-) y porque su matriz se haya establecida en Suecia, con rating equivalente (AAA) al de Francia (AA+), donde está establecida France Telecom.

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

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Orange en el cálculo del WACC será de 2,55%.

Alegaciones recibidas respecto de la estimación de Kd para Orange

Orange reitera sus alegaciones contra de la Metodología de estimación del coste de la deuda “*de homogeneizar estimadores y resultados, utilizando un valor de referencia para todos los operadores*”.

Además, considera Orange que se han utilizado “*premisas inadecuadas*”.

- Orange considera inadecuado promediar la deuda de su matriz (France Telecom) con Telia Sonera AB, al no tener en cuenta el diferencial de riesgo país entre Francia y Suecia.
- Orange considera que existe una muestra suficiente de emisiones de deuda del grupo France Telecom que cumplen con las condiciones descritas en la Metodología, no siendo necesario realizar un promedio con empresas comparables. Orange aporta datos adicionales de emisiones a los que constan a esta Comisión.

Respuesta de esta Comisión

Respecto de las alegaciones presentadas por Orange contra la Metodología, tales motivos ya fueron presentados por Orange y fueron tenidos en cuenta en el procedimiento por que se establecía la metodología de estimación del WACC, tramitado con número expediente MTZ 2012/1616 en el que se argumentaba por esta Comisión que:

- “*Si bien es cierto, como se señala, que los operadores no tienen la misma estructura financiera, debe atenderse a la teoría financiera general que establece que las decisiones de inversión y financiación, si bien están necesariamente ligadas, son independientes, de tal forma que las decisiones de una compañía respecto a su estructura financiera no deberían condicionar el coste de capital general aplicado en la evaluación de la inversión que se propone*”;
- “*En referencia a la propuesta de hacer distinción entre los servicios de red fija y móvil, se cree que en la actualidad esta división es cada vez más difusa, dado que las compañías comparables del sector de las telecomunicaciones, y en particular las que se dedicaban mayoritariamente a red fija, han pasado a constituir grupos integrados que ofrecen servicios de red fija y telefonía móvil*;

lo que supone una dificultad práctica en la estimación precisa del parámetro individualmente para cada negocio”

- *“aunque las inversiones que implican cada uno de los servicios (red fija y red móvil) son diferentes, es habitual en los grandes grupos de telefonía que las decisiones de financiación se tomen a nivel corporativo, siendo los operadores que sólo operan en el ámbito de la red móvil en España, operadores integrados a nivel global; lo que apoya la práctica de utilizar un grupo de comparables del sector integrado.”*

Se considera que los motivos para desestimar estas alegaciones siguen siendo los mismos y por tanto continúan siendo válidos. En consecuencia, se desestiman estas alegaciones sin necesidad de motivación adicional.

En referencia a las manifestaciones de Orange respecto de la inclusión de las emisiones de Telia Sonera AB en el promedio de su deuda, hemos de concluir que es acorde a la Metodología, al tener Suecia un riesgo país (AAA) que se considera equivalente al de Francia (AA+). Es práctica financiera comúnmente aceptada considerar ambas calificaciones crediticias como “*High grade*”, es decir, dentro del grupo de *rating* calificado con menor riesgo de impago (“*default*”).

Respecto de la nueva información sobre emisiones realizadas por su matriz aportada por Orange, de la comparación del plazo declarado y la fecha de vencimiento, se deduce que se trata de emisiones recientes; el plazo manifestado es acorde al señalado como representativo en la Metodología, aunque en ningún caso se aporta un dato fundamental para la estimación, que es YTM, promedio de los seis meses anteriores a la fecha de referencia para las estimaciones, en el presente procedimiento, el cierre del ejercicio 2012 (YTM 6m 31/12/2012). Orange indica que la fecha de referencia es Junio de 2013, y no indica sobre qué periodo se ha realizado el promedio. En consecuencia, ninguna de las emisiones que aporta Orange puede ser considerada en el promedio, ya que para ninguna de ellas se aporta el dato relevante para la estimación.

Conclusión sobre la estimación del coste de la deuda para Orange

Por los motivos expuestos en los párrafos anteriores, la información adicional aportada por Orange no resulta relevante para corregir la estimación realizada. Por lo demás se considera que la Metodología ha sido correctamente aplicada y debe mantenerse el resultado de la estimación.

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Orange en el cálculo del WACC será de 2,55%.

3.3. ESTIMACIÓN DE LA TASA LIBRE DE RIESGO [*RF*]

De acuerdo a la Metodología que aplica esta Comisión 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 2012 (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 6,02% 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 todas las WACC que se calculan en el presente procedimiento.

3.4. ESTIMACIÓN DE LA 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:

Fuentes seleccionadas	[Pm]	País	Método
Ibbotson Associates	8,00	España	Histórico
Dimson, Staunton & Marsh	4,10	España	Histórico
Credit Suisse - HOLT	6,10	Europa	Previsiones
Media Pablo Fernández	5,87	España	Encuesta
<i>Pablo Fernández - Analistas</i>	<i>5,60</i>	<i>España</i>	
<i>Pablo Fernández - Profesores</i>	<i>5,70</i>	<i>España</i>	
<i>Pablo Fernández - Inversores</i>	<i>6,30</i>	<i>España</i>	
Media Infomes Bancos de Inversión	7,46	Europa	Previsiones

Estimación [Pm]	6,10
<i>mediana de los valores anteriores</i>	

Referencias:

Ibbotson International Risk Premia Report 2013, ERP histórico período 1979-2012 (Período modificado respecto a la fuente original)
 Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton. Damodaran Report, 2013
 Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011, February 2011
 Fernández: Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012: A Survey with 7,192 Answers, IESE Business School, May 15 2013
 Informes de Bancos de Inversión:
KPMG - Equity Market Risk Premium – Research Summary - January 2013
DB - World Outlook 2013, September 2012
GS - 'Why the risk premium could unlock so much value' - January 2013
UBS - CIO Year Ahead - CIO Wealth Management - December 2012

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 6,10% 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 todas las WACC que se calculan en el presente procedimiento.

3.5. TASA IMPOSITIVA [T]

De acuerdo a la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal tanto en la estimación del coste de la deuda antes de impuestos, como para el desapalancamiento y reapalancamiento de la Beta, como para la estimación de la WACC antes de impuestos.

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

País	Tasa impositiva considerada
Alemania	29,37%
Austria	25,00%
Bélgica	33,99%
España	30,00%
Francia	33,33%
Holanda	25,00%
Italia	31,40%
Luxemburgo	28,80%
Noruega	28,00%
Portugal	25,00%
Rusia	20,00%
Suiza	21,17%
Suecia	26,30%
UK	28,00%
USA	40,00%

3.6. ESTIMACIÓN DE LA BETA DESAPALANCADA [BU] Y APALANCADA [BL]

Conforme a la Metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2012, usando los índices locales donde cotizan las compañías seleccionadas como comparables⁶.

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador⁷.

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

$$\beta_u = \beta_l / [1+(1-t)(D/E)] \text{ y } \beta_l = \beta_u * [1+(1-t)(D/E)]$$

⁶ El conjunto de operadores para los que se estima la WACC en el presente procedimiento pertenecen al mismo grupo de comparables (operadores de servicios integrados). En coherencia, el grupo de comparables seleccionado es el ya detallado en el apartado donde se estima la estructura financiera.

⁷ Conforme a la Metodología el ajuste bayesiano se realiza mediante la fórmula de Marshall Blume:

$$\beta = \beta_u * P + 1,0 * (1-P), \text{ siendo } p \text{ igual a } 2/3$$

Depuración de las referencias de la muestra de comparables:

- En coherencia con lo señalado en la estimación de la estructura financiera, se excluye como referencia a Portugal Telecom al observarse a 31/12/2012 un apalancamiento superior a 3, límite superior de exclusión considerado en la Metodología.
- Se excluye como referencia a KPN, al observarse una Beta menor que 0,3 , límite inferior de exclusión considerado en la Metodología.

El parámetro Beta desapalancada [β_u] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables seleccionado, depurada la muestra según lo expuesto en el párrafo anterior. El resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada [β_u] de 0,4985.

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

Para el reapalancamiento de la Beta desapalancada obtenida como promedio del grupo de comparables, se utiliza el apalancamiento representativo, ya calculado en el apartado de Estructura financiera [D/E] = 0,98 y la tasa impositiva nominal española del 30%. Como resultado del cálculo se estima la Beta reapalancada con un valor de 0,8394.

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

Así pues, la estimación del valor del parámetro para los operadores cuya WACC se calcula es de [β_l] = 0,8394

4 RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN DE LA WACC PARA EL EJERCICIO 2013

En las siguientes tablas se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes al ejercicio anterior (2012), se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2013 realizadas en el apartado anterior y se calcula la WACC con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados que son objeto del presente procedimiento.

TESAU 2013

Parámetros	WACC 2012 APROBADA	WACC 2013 APROBADA
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394
Coste medio deuda antes de impuestos [Kd]	5,96%	5,78%
D/(D+E)	47,38%	49,42%
E/(E+D)	52,62%	50,58%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm*β_l)	10,18%	11,14%
Coste de los recursos ajenos [Kd']= Kd*(1-t)	4,17%	4,05%
WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd)]	7,33%	7,64%
WACC antes de impuestos [WACC_{AI} = WACC/(1-t)]	10,48%	10,91%

TME 2013

Parámetros	WACC 2012 APROBADA	WACC 2013 APROBADA
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98
Tasa impositiva [t]	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394
Coste medio deuda antes de impuestos [Kd]	5,96%	5,78%
D/(D+E)	47,38%	49,42%
E/(E+D)	52,62%	50,58%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm*β_l)	10,18%	11,14%
Coste de los recursos ajenos [Kd']= Kd*(1-t)	4,17%	4,05%
WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd)]	7,33%	7,64%
WACC antes de impuestos [WACC_{AI} = WACC/(1-t)]	10,48%	10,91%

VODAFONE 2013

Parámetros	WACC 2012 APROBADA	WACC 2013 APROBADA
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98
Tasa impositiva [t]	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394
Coste medio deuda antes de impuestos [Kd]	3,54%	2,35%
D/(D+E)	47,38%	49,42%
E/(E+D)	52,62%	50,58%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm*β_l)	10,18%	11,14%
Coste de los recursos ajenos [Kd'] = Kd*(1-t)	2,48%	1,64%
WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd)]	6,53%	6,45%
WACC antes de impuestos [WACC_{AI} = WACC/(1-t)]	9,33%	9,21%

ORANGE 2013

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

Alegaciones recibidas respecto de la estimación de la WACC de TESAU/TME

Telefónica considera que el valor final estimado para la WACC 2013 para TESAU y TME “*dista considerablemente del promedio de la tasa de descuento utilizada por analistas y bancos de inversión para la valoración de las unidades de negocio de Telefónica en España*”. Telefónica aporta dos tablas de datos, una de las valoraciones realizadas para 2012 y otra para 2013, identificando el analista que emite el informe, la fecha emisión y la estimación de WACC después de impuestos para TESAU y para TME.

Respuesta de esta Comisión

Respecto de las manifestaciones realizadas por Telefónica en relación al valor del WACC después de impuestos para 2013, cabe señalar que las estimaciones aportadas por la operadora varían en un rango entre 7,1% y 11,2% y que la estimación realizada por esta Comisión (7,64%) está dentro de este rango, por lo cual se concluye que el valor es razonable en relación a las referencias aportadas para TESAU y para TME. En consecuencia, se desestiman las alegaciones presentadas por Telefónica en este punto y se ratifica la estimación realizada según se detalla en las tablas anteriores.

Vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, la Sala de Supervisión Regulatoria del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, en su sesión de 14 de noviembre de 2013,

RESUELVE

ÚNICO – Establecer la tasa anual del coste del capital para 2013 de los operadores TESAU, TME, Vodafone Y Orange según los valores reflejados en la siguiente tabla.

WACC antes de impuestos aprobada para el ejercicio 2013	
TESAU	10,91%
TME	10,91%
VODAFONE	9,21%
ORANGE	9,31%

En el caso de Vodafone, la WACC se aplicará al ejercicio contable 2013/14 (1/4/2013 a 31/03/2014)

La presente Resolución pone fin a la vía administrativa de conformidad con lo establecido en el artículo 36.2 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. En consecuencia, contra la presente Resolución podrá interponerse directamente recurso contencioso-administrativo ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 36.2 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, y en la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa; todo ello sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

ANEXO 1: GLOSARIO

CAPEX que deriva de la expresión en inglés “CAPital EXpenditures” y se refiere a las inversiones en bienes de capital realizadas por una compañía con la intención de crear beneficios futuros.

CDS/IRS:

Credit Default Swap (CDS por sus siglas en inglés). Es un instrumento financiero por el cual el vendedor de los CDS compensará al comprador de los mismos en caso de impago. El comprador realiza desembolsos periódicos a favor del vendedor (el llamado CDS “spread”) y, en caso de impago, recibe del vendedor una compensación (normalmente el valor nominal del crédito o valor “a la par” o una cantidad substancialmente inferior de ejecutarse un procedimiento de subasta sobre dicha deuda), tomando el vendedor posesión del crédito impagado.

Los CDS cotizan de forma diaria y esta cotización indica la calidad crediticia que el mercado asigna al prestatario. En caso de que el mercado perciba un mayor riesgo de impago, la cotización de los CDS aumentará, en el sentido de un mayor pago habrá de realizarse – mayor “spread” – como protección contra el evento de impago del emisor. Las cotizaciones de CDS son usadas por la comunidad financiera para realizar un seguimiento del riesgo que el mercado atribuye a las compañías cuyos CDS cotizan y pueden ser comparados con las calificaciones crediticias que emiten las agencias de rating.

Interest Rate Swap (IRS por sus siglas en inglés). Se trata de un contrato por el que las partes “permutan tipos de interés”, frecuentemente uno de ellos un interés fijo y otro variable, el variable ligado a una referencia como el LIBOR o el EURIBOR. Inicialmente se crearon para soslayar los controles sobre cambios de moneda, pues tanto el principal sobre el que se calculan los intereses como el flujo monetario correspondiente al interés intercambiado pueden estar nominados en divisas distintas. Hoy las compañías usan los IRS para limitar la exposición a las fluctuaciones de tipos de interés a que se ven sometidas, o para obtener una tasa ligeramente inferior a la que obtendrían sin el IRS.

En ausencia de presiones especulativas, los IRS son una referencia de consenso sobre el tipo de interés de mercado de la operación financiera de que se trate.

Enterprise Value (EV) o “Valor Empresa” es una medida del valor de mercado de un negocio. Se calcula mediante la adición de (i) la capitalización bursátil de la compañía, (ii) la deuda, los intereses minoritarios y las acciones preferentes (estas tres a valor de mercado), que se minoran por (iii) los activos líquidos (comúnmente conocido como “caja y equivalentes”), (iv) y las inversiones en empresas asociadas y en general otros activos considerados no necesarios para el negocio que se está valorando.

EBITDA es el acrónimo para la expresión en inglés “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*”, que refiere al beneficio contable antes de ser minorado por los importes calculados de intereses, impuestos, imputación de inversiones periodificadas y amortizaciones de los activos.

Investment Grade: Es comúnmente considerado por la comunidad financiera que las compañías con un rating superior a BB+ son “*Investment grade*” al considerarse que tienen bajo riesgo de impago (“*low risk of default*”). En ese sentido se consideran “*Investment Grade*”:

- *High Grade* (Grado elevado): AAA/AA+/AA/AA-
- *Upper-Medium Grade* (Grado medio-alto): A+/A/A-
- *Lower-Medium Grade* (Grado medio-bajo): BBB+/BBB/BBB-

Calificaciones crediticias inferiores a BBB- son consideradas “*Non Investment Grade*” o especulativas.

Se utiliza la terminología de Standard & Poors para largo plazo (S&P, long term)

Yield to maturity (YTM) refiere a la “rentabilidad hasta el vencimiento” de un bono u otro activo financiero de rentabilidad fija. YTM es la tasa de descuento que iguala el valor actual de los flujos de caja futuros que generará dicho activo con el precio del bono. Se asume que los pagos pendientes (cupón y principal) serán atendidos en las fechas previstas y que dichos cupones pendientes serán reinvertidos a la tasa actual de rentabilidad del bono.

La referencia utilizada en la Metodología es el promedio del YTM observado en los seis meses anteriores a la fecha de referencia de las emisiones consideradas.