

RESOLUCIÓN POR LA CUAL SE ACUERDA NOTIFICAR A LA COMISIÓN EUROPEA 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 2025 DE TELEFÓNICA

(WACC/DTSA/003/25)

CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidente

D. Ángel García Castillejo

Consejeros

D. Josep Maria Salas Prat

D. Carlos Aguilar Paredes

D.^a María Jesús Martín Martínez

D. Enrique Monasterio Beñaran

Secretaria

D.^a María Ángeles Rodríguez Paraja

En Madrid, a 15 de septiembre de 2025

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 notificación a la Comisión Europea del proyecto de medida relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2025 de Telefónica.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero. Metodologías e informe del BEREC

La CNMC aplica una metodología basada en el coste medio ponderado del capital para determinar el beneficio razonable o la tasa de retribución en los distintos sectores que regula y supervisa. En cada sector la aplicación de la metodología presenta particularidades, derivadas de diferencias regulatorias, restricciones específicas establecidas por la normativa sectorial, propuestas de homogeneización a nivel europeo, las características de las empresas reguladas, etc. Todo ello implica que, aunque se parta de un esquema común, la definición y el cálculo de algunos parámetros pueden variar en función del sector y del contexto regulatorio aplicable.

En el caso del sector de las comunicaciones electrónicas, el marco regulatorio lo determina la publicación el 6 de noviembre de 2019, por la Comisión Europea (CE) de 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.

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 CNMC, entre otros reguladores, publicó con fecha 5 de junio de 2025 el informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC para su aplicación en 2025³.

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/all-documents/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2025>

Segundo. Consulta pública

Con fecha de 24 de julio de 2025 se inició procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2025 de Telefónica y se publicó en el BOE del 1 de agosto de 2025 el trámite de información pública del procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2025, el cual duró desde el 4 de agosto de 2025 hasta el 15 de septiembre de 2025.

El 11 de septiembre se recibieron alegaciones de Telefónica.

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 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 y (ii) mercado de acceso de alta calidad al por mayor facilitado en una ubicación fija. 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 Telefónica (PSM en los mercados citados anteriormente).

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 2025. De conformidad con los preceptos citados, la CNMC resulta competente para el cálculo del WACC.

Atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 LCNMC⁴, 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

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

competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

Segundo. Notificación del proyecto de medida

De conformidad con lo dispuesto en la LGTel y en el artículo 32 del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas, la presente medida ha de ser notificada 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 Pública⁵, a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y a la Secretaría de Estado de Telecomunicaciones e Infraestructuras Digitales.

Los organismos notificados podrán presentar observaciones a la CNMC en el plazo de un mes, suspendiéndose el transcurso del plazo para resolver y notificar la correspondiente resolución, de conformidad con los apartados b) y d) del artículo 22.1 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (LPAC).

En virtud de lo anterior, y habiéndose tomado en consideración las alegaciones presentadas a la consulta pública, se procede a notificar el proyecto de medida que se adjunta al presente escrito a la Comisión Europea, al ORECE, a las ANR de otros Estados miembros de la Unión Europea y a los Ministerios de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública para que en el plazo máximo de un mes presenten sus observaciones.

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.

⁵ 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.

RESUELVE

Primero.- Aprobar el proyecto de medida que se adjunta a la presente Resolución relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2025 de Telefónica.

Segundo.- Notificar a la Comisión Europea, a las Autoridades Nacionales de Reglamentación de otros Estados miembros de la Unión Europea, al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas (ORECE), y a los Ministerios de Economía, Comercio y Empresa y el de Transformación Digital y de la Función Pública, para que en el plazo máximo de un mes presenten sus observaciones al mismo.

Comuníquese a Telefónica de España S.A.U. que, en cumplimiento de lo dispuesto en los apartados b) y d) del artículo 22.1 de Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, queda suspendido el transcurso del plazo para resolver y notificar la correspondiente Resolución a los interesados.

PROYECTO DE MEDIDA RELATIVO A LA DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2025 DE TELEFÓNICA

TABLA DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	8
II. LA FUNCIÓN DEL BEREK Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS	8
III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2025	9
Primero. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES	9
A. TASA LIBRE DE RIESGO	9
B. PRIMA DE MERCADO	10
C. TASA IMPOSITIVA	12
Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA	12
A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES	12
B. ESTRUCTURA FINANCIERA	13
C. PRIMA DE LA DEUDA	13
D. COEFICIENTE BETA	14
IV. ALEGACIONES	16
V. PROPUESTA DE WACC 2025	19

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado	10
Tabla 2 Empresas comparables	12
Tabla 3 Estructura financiera de empresas comparables	13
Tabla 4 Prima de la deuda de empresas comparables	14
Tabla 5 Beta de empresas comparables	15
Tabla 6 WACC 2022-2025 desglosado por parámetros	19

I. INTRODUCCIÓN

La CNMC aplica una metodología basada en el coste medio ponderado del capital para determinar el beneficio razonable o la tasa de retribución en los distintos sectores que regula y supervisa. En cada sector la aplicación de la metodología presenta particularidades, derivadas de diferencias regulatorias, restricciones específicas establecidas por la normativa sectorial, propuestas de homogeneización a nivel europeo, las características de las empresas reguladas, etc.. Todo ello implica que, aunque se parta de un esquema común, la definición y el cálculo de algunos parámetros pueden variar en función del sector y del contexto regulatorio aplicable.

En el sector de las comunicaciones electrónicas, 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 costes. Actualmente, el operador sujeto es Telefónica de España, S.A.U. (de aquí en adelante, Telefónica) para los mercados de telefonía y banda ancha fija empresarial.

Para el cálculo del WACC, la CNMC aprobó una metodología el 6 de mayo de 2021⁶ en la que se incorporó lo dispuesto en la Comunicación de la Comisión Europea (CE) de 6 de noviembre⁷ 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 2025 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 2025 fue publicado por el BEREC el 5 de

⁶ 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_4.pdf

⁷ 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

junio de 2025⁸. 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 para toda Europa.
- Cálculo de los valores de cada una de las empresas comparables para los tres parámetros de empresa (beta, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda) estimados por la CNMC.

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.

III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2025

A continuación, se muestra el cálculo del WACC para su aplicación en los modelos de contabilidad regulatoria del ejercicio 2025 y en aquellos procedimientos que requieran de este parámetro hasta la aprobación del WACC correspondiente al ejercicio 2026.

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 2020 a 31 de marzo de 2025. El resultado es de **2,05%** y la fuente es el informe BEREC 2025.

Cabe señalar que en las últimas tres resoluciones del cálculo de la WACC (2022, 2023 y 2024), la CNMC realizó un ajuste en la Tasa libre de riesgo cuyo objeto fue dar más peso a los valores recientes de la rentabilidad del bono español.

El ajuste consistía en ponderar el cálculo del BEREC, que utilizaba la media de los 5 años anteriores, con la media de un semestre de datos más recientes de la

⁸ Disponible en:

<https://www.berec.europa.eu/en/all-documents/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2025>

cotización del bono español a 10 años. Este ajuste se realizó porque a partir de febrero de 2022 los tipos de interés subieron de forma abrupta y la serie histórica del BEREC no recogía este hecho, pues acababa justamente en marzo de 2022. En todo caso, a medida que la serie de 5 años del BEREC recogía más periodo con los tipos de interés elevado, la CNMC ha ido reduciendo el peso de la serie semestral más reciente, como se puede observar en la siguiente tabla:

Ponderación cálculo Rf	2022	2023	2024	2025
Media 5 años BEREC	50%	67%	75%	100%
Semestre abril - octubre	50%	33%	25%	0%
Valor Rf	1,57%	1,89%	1,93%	2,05%

En 2025, la DTSA plantea aplicar la metodología de cálculo del WACC ya sin necesidad de aplicar ajustes excepcionales como en los años anteriores. Cabe recordar que, en sus cartas de comentarios, la Comisión Europea aceptó los ajustes mencionados, pero solicitaba a la CNMC que volviese a utilizar únicamente la serie de 5 años cuanto antes, que es precisamente lo que se propone para 2025.

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 DMS⁹ 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 1923-2024	27,70%	17,40%	21,20%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2024	13,00%	5,00%	8,40%	DMS
Bélgica	1900-2024	10,20%	5,60%	4,60%	DMS
Bulgaria	2006-2024	14,35%	3,04%	11,78%	Bloomberg
Chipre	2015-2024	19,93%	0,62%	19,61%	Bloomberg
Croacia	2006-2024	7,96%	2,85%	5,28%	Bloomberg

⁹ Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en *2025 UBS Global Investment Returns Yearbook 2025*.

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Dinamarca	1900-2024	11,50%	6,20%	5,50%	DMS
Eslovaquia	2005-2024	8,60%	3,53%	5,60%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2024	9,09%	3,17%	6,53%	Bloomberg
España	1900-2024	11,30%	7,70%	3,90%	DMS
Estonia	2021-2024	6,01%	-2,05%	9,41%	Bloomberg
Finlandia	1900-2024	15,90%	6,80%	9,00%	DMS
Francia	1900-2024	12,70%	7,00%	5,70%	DMS
Grecia	1993-2024	21,50%	11,10%	1,30%	DMS
Hungría	2001-2024	9,36%	4,55%	5,66%	Bloomberg
Italia	1900-2024	14,10%	7,30%	6,60%	DMS
Letonia	2005-2024	10,11%	0,97%	10,35%	Bloomberg
Lituania	2005-2024	8,37%	3,49%	5,65%	Bloomberg
Luxemburgo	Datos no disponibles				
Malta	Datos no disponibles				
Países Bajos	1900-2024	10,20%	4,60%	5,90%	DMS
Polonia	2001-2024	8,77%	5,60%	4,04%	Bloomberg
Portugal	1900-2024	15,70%	6,40%	9,20%	DMS
Rep. Checa	2006-2024	8,69%	3,27%	5,92%	Bloomberg
Rep. de Irlanda	1900-2024	10,90%	6,10%	5,00%	DMS
Rumanía	2006-2024	10,93%	2,22%	9,64%	Bloomberg
Suecia	1900-2024	11,60%	6,20%	5,70%	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 bursátil¹⁰ promedio del periodo 2020-2024 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 PIB¹¹ del periodo 2020-2024 y la longitud de la serie temporal disponible. De esta forma, se puede calcular la serie anual de prima de mercado europea.

¹⁰Fuente principal: <https://data.worldbank.org/indicator/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.

¹¹ Fuente: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en

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 5,96% 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 2025.

C. TASA IMPOSITIVA

Según la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal del Impuesto de Sociedades en España¹², que para 2025 es de un **25%**.

Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA

A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES

En el ejercicio 2025, 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 2025 se mantiene la misma lista de empresas comparables que en el ejercicio 2024, 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 S.A.	Bélgica
Tele2 AB	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

¹² Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

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 2020 y 31 de marzo de 2025 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	57,78%
DIGI	71,25%
Elisa OYJ	12,62%
KPN	34,44%
NOS	43,09%
Orange SA	57,61%
Proximus	47,17%
Tele 2	25,90%
Telecom Italia	76,52%
Telefónica	63,73%
Telekom Austria	30,99%
Telenor	36,14%
Telia	41,60%
Vodafone	64,01%
PROMEDIO	47,35%

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 2025 y muestra el cálculo para las empresas comparables ¹³:

Tabla 4 Prima de la deuda de empresas comparables

Empresas Comparables	Prima de la deuda (pb¹⁴)
Deutsche Telekom	125
DIGI ¹⁵	-
Elisa OYJ ¹⁶	-
KPN	110
NOS ¹⁶	-
Orange SA	71
Proximus	84
Tele 2	133
Telecom Italia	223
Telefónica	53
Telekom Austria ¹⁶	-
Telenor	114
Telia	128
Vodafone	125
PROMEDIO	117

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija será 1,17% (117 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

¹³ 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.

¹⁴ Puntos Básicos. 100 puntos básicos equivalen a 1%.

¹⁵ Para el ejercicio 2025, BEREC no ha calculado las primas de la deuda de DIGI, Elisa, NOS y Telekom Austria, ya que no cuentan con ningún bono que cumpla el requisito establecido relativo a la fecha de vencimiento (véase la página 27, nota al pie 53 del informe del BEREC)

rentabilidad promedio del índice STOXX Europe TMI durante los últimos 5 años 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 2025.

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	0,74	57,78%	0,37
DIGI	0,48	71,25%	0,21
Elisa OYJ	0,47	12,62%	0,42
KPN	0,51	34,44%	0,37
NOS	0,57	43,09%	0,37
Orange SA	0,57	57,61%	0,30
Proximus	0,59	47,17%	0,36
Tele 2	0,53	25,90%	0,42
Telecom Italia	1,08	76,52%	0,33
Telefónica	0,93	63,73%	0,40
Telekom Austria	0,68	30,99%	0,50
Telenor	0,32	36,14%	0,24
Telia	0,48	41,60%	0,32
Vodafone	0,85	64,01%	0,37
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 = 47,35%

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

IV. ALEGACIONES

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%, para el año 2024, Barclays emplea un 7,50% frente el 5,33 de la CNMC y, finalmente para 2025, Barclays utiliza un 7,60% para Telefónica cuando la CNMC estima un 5,41%.

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 hacen 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. El operador también señala otras incertidumbres que podrían afectar a los costes de financiación de las empresas: tensiones geopolíticas, nuevos aranceles, incrementos en los tipos de los instrumentos de deuda a largo plazo o escasez de algunas materias primas.

Telefónica también cita 4 artículos académicos que concluyen en la necesidad de disminuir las diferencias entre los WACC regulados y los WACC del mercado para el impulso y el progreso de las inversiones en el sector de las comunicaciones electrónicas.

Por un lado, Dobbs (2011) concluye que, para evitar pérdidas de bienestar e incentivar la inversión, el WACC regulado debe ser superior al del mercado. A su vez, Guthrie (2012) argumenta que los operadores necesitan retornos superiores al WACC (fijar un *premium* adicional) para emular sus decisiones de inversión en el mercado en las que tienen en cuenta pérdida de opciones de crecimiento futuras, caso contrario retrasarían sus decisiones de inversión.

En el artículo Schober et al. (2014) se afirma que las estimaciones realizadas por los WACC regulados frecuentemente ignoran los riesgos específicos de las empresas que, por el contrario, sí son valorados y puestos en precio por los mercados.

Por último, Bazhutov (2023) muestra cómo las distintas elecciones metodológicas de cálculo de parámetros del WACC (grupo de pares, ventana de estimación, índice) pueden generar unos valores para el WACC muy lejos de las expectativas de mercado.

Vistas las conclusiones de los artículos anteriores sobre los problemas de WACC regulado inferior al reconocido por el mercado, Telefónica manifiesta que este hecho incide en el modelo de costes de fijación de precios mayoristas y, más importante aún, produce una distorsión competitiva al favorecer el alquiler de otras redes frente a las inversiones que se podría haber realizado y perjudica la valoración de los activos de las empresas.

Por todas estas razones expuestas, Telefónica solicita que cuando haya circunstancias que lo justifiquen y/o se produzca la revisión metodológica por parte de la Comisión Europea, el cálculo del WACC debería ser adaptado y modificado para poder responder rápidamente y de manera flexible a los cambios

y poder proporcionar unas cifras en los costes de financiación en consonancia con las del mercado.

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 y también del ámbito académico. 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 los WACC 2022 - 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 reciente y así, dar respuesta a la circunstancia de que una serie histórica no puede recoger cambios bruscos repentinos en el mercado. Si se volviera a producir una situación similar, la CNMC realizaría el correspondiente análisis para determinar la conveniencia de ajustar el cálculo.

Por otro lado, el debate sobre la prima de mercado y la elección entre valores históricos o prospectivos tiene sentido en el marco de la Comunicación de la CE sobre la WACC. En esta resolución, lo relevante es aplicar de forma coherente los criterios ya establecidos por la CE.

En este contexto, la utilización de una prima de mercado europea combinada con una tasa libre de riesgo nacional responde a la lógica de la Comunicación y refleja adecuadamente la situación de los mercados financieros. Del mismo modo, la referencia a series históricas recientes para la prima de mercado es consistente con el enfoque adoptado por la CE, frente a alternativas de carácter prospectivo.

Con respecto a los artículos académicos, el único posterior a la actual metodología es Bazhutov, D., Betzer, A., & Stehle, R. (2023). *Beta estimation in the European network regulation context: what matters, what doesn't, and what is indispensable. Financial markets and portfolio management*, 37(3), páginas 239 a 275. Algunas de sus sugerencias para el cálculo de la beta (frecuencia semanal, periodo temporal de 5 años) están alineadas con la actual metodología y, en efecto, otras características (grupo de comparables, índice de referencia, tipo de ajuste, ...) no.

En cualquier caso, una potencial revisión de estos parámetros debería abordarse en el marco de una futura revisión de la Comunicación de la CE, y no en el presente procedimiento.

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 perjuicio de posibles ajustes ante circunstancias no previstas como realizó la CNMC de 2022 a 2024.

V. PROPUESTA DE WACC 2025

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 (2022, 2023 y 2024). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2025 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC propuesto para Telefónica.

Tabla 6 WACC 2022-2025 desglosado por parámetros

Parámetros Calculado	WACC 2022	WACC 2023	WACC 2024	WACC 2025
Parámetros económicos generales				
Tasa libre de riesgo [R_f]	1,57%	1,89%	1,93%	2,05%
Prima riesgo mercado [P_m]	5,70%	5,92%	5,95%	5,96%
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [$D/(D+E)$]	0,42	0,45	0,47	0,47
Prima de la deuda [ρ]	1,31%	1,48%	1,21%	1,17%
Beta desapalancada [β_a]	0,41	0,38	0,36	0,36
Beta de la deuda [β_d]	0,1	0,1	0,1	0,1
Beta reapalancada [β_e]	0,64	0,61	0,59	0,59
$E/(E+D)$	0,58	0,55	0,53	0,53
Coste de los recursos propios [K_e] = $R_f + (P_m * \beta_e)$	5,19%	5,52%	5,43%	5,54%
Coste de los recursos ajenos [K_d] = $(R_f + \rho)$	2,88%	3,37%	3,14%	3,22%
WACC después de impuestos $WACC = (E/(D+E) * K_e) + (D/(D+E) * K_d * (1-t))$	3,90%	4,16%	3,99%	4,06%
WACC antes de impuestos $WACC_{AI} = WACC / (1-t)$	5,20%	5,55%	5,33%	5,41%

En la tabla anterior se puede observar cómo el WACC muestra un ligero incremento de 0,08 puntos porcentuales con respecto a 2024 (del 5,33% al 5,41%).

La mayoría de los parámetros mantienen el mismo valor que en el ejercicio anterior a excepción de 2. Por un lado, la tasa libre de riesgo aumenta un 6% y es el principal factor que explica la ligera subida del WACC. Cabe recordar que la tasa libre de riesgo es una media de las rentabilidades del bono español a 10 años en los últimos 5 años, por tanto, su subida se debe a que el valor de 2025 incorpora (periodo 2020-25) en mayor medida que el WACC del año pasado (periodo 2019-24) el incremento de los tipos de interés producido desde febrero de 2022. Por otro lado, hay un parámetro que refleja un ligero descenso del 3,3%, la prima de la deuda, debido a que en general, para la mayoría de las empresas del listado de comparables, el coste de la deuda ha crecido menos que la tasa libre de riesgo.

En virtud de los Antecedentes de Hecho y de los Fundamentos Jurídicos Procedimentales expuestos, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia notifica a la Comisión Europea un proyecto de medida en el que se propone el siguiente

RESUELVE

PRIMERO - Aprobar 5,41% como la tasa anual del coste del capital para 2025 del operador Telefónica de España S.A.U.

SEGUNDO - La presente Resolución surtirá efectos al día siguiente de la publicación en el Boletín Oficial del Estado de su parte resolutive.

GLOSARIO

AI: Antes de Impuestos

ANR: Autoridad Nacional de Reglamentación

BCE: Banco Central Europeo

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

CE: Comisión Europea

CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

DMS: Dimson, Marsh & Staunton

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

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)

S&P500: Standard & Poor's

T: Tipo impositivo

UE: Unión Europea

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

WACC_{AI}: WACC antes de impuestos

YTM: *Yield to Maturity* (rentabilidad hasta el vencimiento)

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