

RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TELEFÓNICA DE ESPAÑA S.A.U., TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, S.A.U, VODAFONE ESPAÑA, S.A.U. Y ORANGE ESPAGNE, S.A.U. DEL EJERCICIO 2015.

WACC/DTSA/0003/15/WACC 2015 OP INTEGRADOS

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Eduardo García Matilla

D. Josep Maria Guinart Solà

D. Diego Rodríguez Rodríguez

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 5 de noviembre de 2015

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2015 a los operadores integrados, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA** acuerda lo siguiente:

I. ANTECEDENTES

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

Segundo. Con fecha 21 de septiembre de 2015 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2015 de Telefónica, Telefónica Móviles, Vodafone y Orange.

Tercero. Con fecha 22 de septiembre se remitió a las empresas arriba citadas informe emitido por los Servicios de la CNMC correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al Sistema de Contabilidad de costes para el ejercicio 2015 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación

para presentar alegaciones en conformidad con lo establecido en el artículo 84 de la LRJPAC.

Cuarto. Orange presentó alegaciones el 2 de octubre.

II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

II.1 HABILITACIÓN COMPETENCIAL

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

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

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

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

En uso de la habilitación competencial citada la CNMC ha aprobado (entre otros) la definición y análisis de los mercados de: (i) acceso a la red telefónica

pública en una ubicación fija para clientes residenciales y no residenciales, (ii) de originación de llamadas en la red telefónica pública facilitada en una ubicación fija, (iii) de terminación de llamadas en las redes públicas individuales de cada operador de telefonía fija, (iv) de acceso (físico) al por mayor a infraestructura de red en una ubicación fija y de acceso de banda ancha al por mayor, (v) segmentos terminales de líneas arrendadas al por mayor, (vi) terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales. La conclusión de estos análisis es que estos mercados no son realmente competitivos, designándose en todos ellos los operadores con poder significativo de mercado (implicando a los operadores destinatarios del presente informe) e imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del WACC a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de los operadores obligados.

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

II.2 OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto de este procedimiento es realizar el cálculo de la tasa anual de coste de capital conforme a la Metodología¹ a aplicar en la contabilidad de costes, para el ejercicio 2015, de los siguientes operadores obligados: Telefónica de España, S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U., Vodafone España, S.A.U. y Orange Espagne, S.A.U.

III. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES

El WACC se define como el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación de la compañía o del negocio objeto de análisis.

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

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

Donde:

K_e : Coste de los recursos propios

K_d : Coste de los recursos ajenos

E: Valor de los fondos propios

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

D: Valor de la deuda
t: Tipo impositivo

Asimismo, en relación a la estimación del coste de los recursos propios (K_e), la metodología que la CNMC aplica se apoya en la aplicación de la teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), según la cual, la rentabilidad exigida por un inversor a un activo determinado estará en función del riesgo sistemático (aquel no eliminable por la diversificación) que implica la inversión en dicho activo. En este sentido, la rentabilidad de dicho activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Esta prima vendrá determinada por la rentabilidad esperada de mercado y la Beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable):

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

Donde:

R_f : Tasa libre de riesgo
 β_i : Beta apalancada
 P_m : Prima por riesgo de mercado

En el presente procedimiento se estiman, en primer lugar, cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se calcula el WACC antes y después de impuestos.

La fecha de referencia para la toma de datos en todos los parámetros es 31 de diciembre de 2014, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural. Al final de este apartado se resume la estimación del WACC a aplicar en el ejercicio contable de 2015 para cada uno de los operadores objeto del presente procedimiento.

Alegaciones recibidas respecto de la metodología

Orange propone un WACC diferenciado entre actividades de fijo y móviles, porque son dos actividades con un riesgo muy diferenciado, que implican necesidades de financiación en absoluto comparables y con una estructura de mercado completamente divergente. Orange argumenta también que su propuesta está alineada con la consulta pública del IRG de 2007 "*Principles of implementation and best practice for WACC calculation*".

Respuesta de esta Comisión

La discusión acerca del enfoque metodológico del cálculo del WACC está fuera del alcance del objeto de esta resolución. Cabe recordar, además, que el punto planteado por Orange ya fue planteado y decidido en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 en la que se estableció la metodología, y, a parecer de la CNMC, las causas que motivaron la elección metodológica en 2012

–convergencia e integración de los negocios fijo y móvil– se han reforzado tras las recientes operaciones societarias protagonizadas por Vodafone y Orange caracterizadas por fusionar sus negocios móviles con la actividad fija de los operadores Ono y Jazztel.

III.1 RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

De acuerdo a la Metodología, el ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información pública de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado²: BT Group PLC, Orange SA, Swisscom AG, Telefónica SA, Deutsche Telekom AG, Telecom Italia SpA, Proximus PLC (antes Belgacom SA), Koninklijke KPN NV, Telekom Austria AG, Pharol SGPS S.A. (antes Portugal Telecom SGPS SA), Mobistar SA, Mobile Telesystems OJSC, TeliaSonera AB, Telenor ASA, Vodafone Group PLC. No se excluye ninguna empresa de la muestra porque todas presentan ratios de apalancamiento razonables, entre 0 y 3.

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

Comparables	D/(E+D)	E/(E+D)
BT Group PLC	0,22	0,78
Deutsche Telekom AG	0,45	0,55
Koninklijke KPN NV	0,48	0,52
Mobile Telesystems OJSC	0,46	0,54
Mobistar SA	0,32	0,68
Orange SA	0,46	0,54
Pharol	0,00	1,00
Proximus	0,21	0,79
Swisscom AG	0,24	0,76
Telecom Italia SpA	0,63	0,37
Telefónica SA	0,48	0,52
Telekom Austria AG	0,50	0,50
Telenor ASA	0,23	0,77
TeliaSonera AB	0,31	0,69
Vodafone Group PLC	0,37	0,63
PROMEDIO	0,36	0,64
D/E sectorial	0,55	

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionado, la estructura financiera promedio arroja un valor para el ratio [D/E] de 0,55. En consecuencia, este

² El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (integrado de red fija y móvil) y que coticen en bolsa.

valor se usa para el cálculo de todos los WACC que se estiman en el presente procedimiento.

III.2 COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS [K_d]

De acuerdo a la Metodología, se estima este parámetro a través del coste de la deuda del Grupo en que el operador está integrado. En un orden práctico, se establece como guía para la estimación que la principal referencia es la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o “*yield to maturity*” (YTM) de las observaciones realizadas durante los seis meses anteriores al 31 de diciembre (fecha de referencia para el cálculo del WACC) de emisiones representativas del Grupo al que pertenece cada operador. Las características que aumentan la representatividad de las emisiones elegibles son las siguientes:

- Que se trate de emisiones recientes,
- que tengan vencimiento próximo a 10 años,
- que el volumen de la emisión sea suficientemente significativo,
- y que no esté vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada.

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

Estimación del coste de la deuda para Telefónica fija y móviles

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

Tabla 2 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Telefónica

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EI219437 Corp	12/04/2010	26/04/2010	27/04/2020	10	3,00%
EI061428 Corp	24/11/2009	10/12/2009	12/09/2022	13	3,61%
EH877655 Corp	22/06/2009	06/07/2009	15/07/2019	10	2,57%
EI567448 Corp	07/02/2011	16/02/2011	16/02/2021	10	3,26%
EJ506645 Corp	08/01/2013	22/01/2013	23/01/2023	10	1,85%
EJ642791 Corp	17/04/2013	29/04/2013	27/04/2023	10	3,71%
EF250867 Corp	22/01/2006	02/02/2006	02/02/2026	20	4,12%
PROMEDIO TELEFÓNICA					3,16%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Telefónica fija y móvil en el cálculo del WACC será de 3,16%.

Estimación del coste de la deuda para Vodafone

Se dispone de cuatro emisiones de Vodafone Group PLC que cumplan con las condiciones descritas en la Metodología que se resumen en la siguiente tabla:

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

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EH855273 Corp	03/06/2009	10/06/2009	10/06/2019	10	2,36%
EJ372541 Corp	19/09/2012	26/09/2012	26/09/2022	10	3,36%
EJ552316 Corp	11/02/2013	19/02/2013	19/02/2023	10	3,46%
ED2426317 Corp	27/11/20013	04/12/2003	04/12/2025	22	3,60%
PROMEDIO VODAFONE					3,20%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Vodafone en el cálculo del WACC será de 3,20%.

Estimación del coste de la deuda para Orange

En el caso de Orange, se consideran siete emisiones de Orange S.A. que cumplen con las condiciones descritas en la Metodología. Las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 4 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda de Orange

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EI807931 Corp	07/09/2011	14/09/2011	14/09/2021	10	3,02%
EC305226 Corp	26/10/2000	10/11/2000	10/11/2020	20	2,88%
EI894072 Corp	30/11/2011	30/11/2011	30/11/2026	15	2,47%
EJ807990 Corp	27/08/2013	03/09/2013	09/01/2024	10	1,69%
EJ352177 Corp	05/09/2012	14/09/2012	01/03/2023	10	1,41%
EI399076 Corp	07/09/2010	16/09/2010	16/09/2022	12	1,44%
EJ234424 Corp	11/06/2012	15/06/2012	15/06/2022	10	1,37%
PROMEDIO ORANGE					2,04%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Orange en el cálculo del WACC será de 2,04%.

III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [R_f]

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

Como medida del rendimiento de los bonos 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 2014 (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 [R_f] tiene un valor de 2,21% para el período de referencia.

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

III.4 PRIMA DE MERCADO [P_m]

De acuerdo a la Metodología se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio y de actualización periódica.

En particular, la estimación realizada es la siguiente:

Tabla 5 Estimación de la Prima de Mercado³

Fuentes seleccionadas	[P_m]	Región	Método
Credit Suisse - DMS	4,20%	España	Histórico
Pablo Fernández	6,20%	España	Encuesta 2013
Media Informes de inversión	6,85%	Europa	Previsiones
Bloomberg	9,10%	España	Histórico
Damodaran (S&P500)	10,48%	España	Histórico
Mediana de los valores anteriores	6,85%		

³ El resultado de la prima de mercado coincide con la estimación realizada en el informe de audiencia aunque se han descartado, por criterio de adecuación metodológica, dos referencias: (1) dato de Ibbotson Associates (6,96%) por no estar referenciado a Europa y (2) dato de DMS (5,50%) por estar referenciado a letras (emisiones a corto plazo).

Referencias:

- Dimson, Marsh and Staunton: citado en The Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2014
- Pablo Fernández Market Risk Premium used in 88 countries in 2014
- Informes de bancos de inversión: S&P 500, Goldman Sachs y KPMG
- Estimación de Bloomberg 2014: periodo seleccionado 2006-2014
- A. Damodaran Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition. Relative to S&P 500

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 6,85% para el período de referencia.

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

III.5 TASA IMPOSITIVA [t]

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

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

Tabla 6 Tasas impositivas nominales por país

País	Tasa impositiva considerada
Alemania	29,58%
Austria	25,00%
Bélgica	33,99%
España	30,00%
Francia	33,33%
Holanda	25,00%
Italia	31,40%
Luxemburgo	29,22%
Noruega	27,00%
Portugal	23,00%
Reino Unido	21,00%
Rusia	20,00%
Suecia	22,00%
Suiza	17,92%

III.6 BETA DESAPALANCADA [β_u] Y APALANCADA [β_l]

Conforme a la Metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β_{raw} del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2014, usando los índices locales donde cotizan las compañías seleccionadas como comparables⁴.

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

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

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

El conjunto de operadores para los que se estima beta desapalancada sectorial pertenecen al mismo grupo de comparables utilizados en el apartado de estructura financiera. El parámetro Beta desapalancada [β_u] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables y el resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada [β_u] de 0,5932.

Tabla 7 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	$\beta_{l \text{ raw}}$	$\beta_{l \text{ ajustada}}$	D/E	t	$\beta_u \text{ ajustada}$
BT Group PLC	0,93	0,95	0,29	21,00%	0,7770
Deutsche Telekom AG	0,68	0,79	0,81	29,58%	0,5025
Koninklijke KPN NV	0,70	0,80	0,93	25,00%	0,4729
Mobile Telesystems OJSC	0,51	0,67	0,84	20,00%	0,4041
Mobistar SA	0,67	0,78	0,46	33,99%	0,5968
Orange SA	0,81	0,87	0,87	33,33%	0,5518
Pharol	1,18	1,12	0,00	23,00%	1,1211
Proximus	0,62	0,75	0,26	33,99%	0,6390
Swisscom AG	0,55	0,70	0,32	17,92%	0,5542
Telecom Italia SpA	0,88	0,92	1,68	31,40%	0,4278

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

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

⁶ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte de su grado de apalancamiento. Desapalancar la beta consiste en calcular la beta teórica de la empresa si no tuviera deuda a partir de la beta real de la empresa que se observa en el mercado. Apalancar la beta es el proceso inverso.

Telefónica SA	0,86	0,91	0,92	30,00%	0,5506
Telekom Austria AG	0,60	0,73	1,02	25,00%	0,4158
Telenor ASA	0,79	0,86	0,29	27,00%	0,7086
TeliaSonera AB	0,73	0,82	0,44	22,00%	0,6080
Vodafone Group PLC	0,74	0,83	0,58	21,00%	0,5673
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)					0,5932

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de los operadores integrados se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,55) y de t (30%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [β_l] de estos operadores igual a 0,82.

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 el WACC en el presente procedimiento, al pertenecer al mismo grupo de comparables.

IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN PARA EL EJERCICIO 2015

En las siguientes tablas se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los tres ejercicios anteriores (2012, 2013 y 2014) desde la implementación de la Metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2015 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

TELEFÓNICA Y TELEFÓNICA MÓVILES				
Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%	2,21%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%	6,85%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065	0,5932
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93	0,55
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394	0,8373	0,8234
Coste deuda antes de impuestos [K_d]	5,96%	5,78%	4,30%	3,16%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%	35,67%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%	64,33%
Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm* β_l)	10,18%	11,14%	10,18%	7,85%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= K_d *(1-t)	4,17%	4,05%	3,01%	2,21%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)* K_e)+(D/(D+E)* K_d')	7,33%	7,64%	6,72%	5,84%
WACC antes de impuestos WACC_{AI} = WACC/(1-t)	10,48%	10,91%	9,60%	8,35%

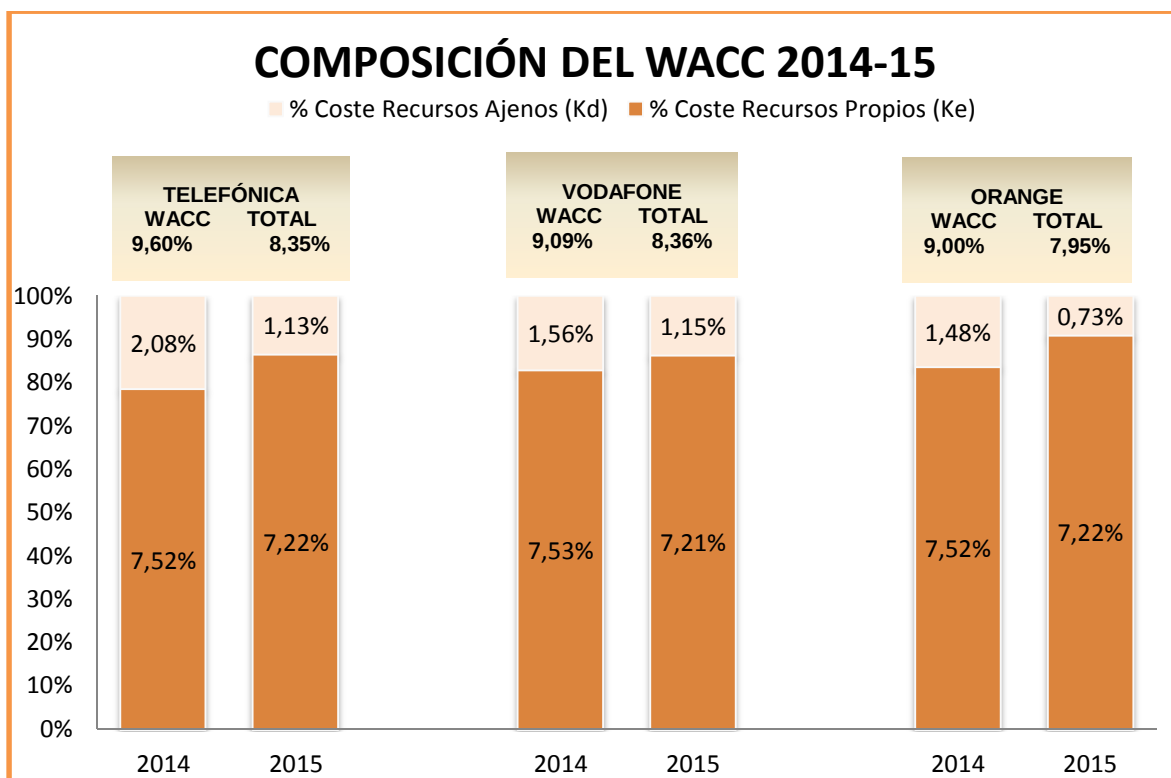
VODAFONE				
Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%	2,21%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%	6,85%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065	0,5932
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93	0,55
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394	0,8373	0,8234
Coste deuda antes de impuestos [K_d]	3,54%	2,35%	3,23%	3,20%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%	35,67%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%	64,33%
Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm* β_l)	10,18%	11,14%	10,18%	7,85%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= K_d *(1-t)	2,48%	1,64%	2,26%	2,24%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)* K_e)+(D/(D+E)* K_d')	6,53%	6,45%	6,36%	5,85%
WACC antes de impuestos WACC_{AI} = WACC/(1-t)	9,33%	9,21%	9,09%	8,36%

ORANGE				
Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%	2,21%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%	6,85%
Beta desapalancada [β_u]	0,4920	0,4985	0,5065	0,5932
Ratio apalancamiento [D/E]	0,90	0,98	0,93	0,55
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,8021	0,8394	0,8373	0,8234
Coste deuda antes de impuestos [K_d]	3,92%	2,55%	3,06%	2,04%
D/(D+E)	47,38%	49,42%	48,27%	35,67%
E/(E+D)	52,62%	50,58%	51,73%	64,33%
Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm* β_l)	10,18%	11,14%	10,18%	7,85%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= K_d *(1-t)	2,74%	1,78%	2,14%	1,43%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)* K_e)+(D/(D+E)* K_d')	6,66%	6,52%	6,30%	5,56%
WACC antes de impuestos WACC_{AI} = WACC/(1-t)	9,51%	9,31%	9,00%	7,95%

El siguiente gráfico muestra el desglose del WACC entre el porcentaje del coste de los recursos propios y el de los recursos ajenos para los años 2014 y 2015. Para determinar el importe de cada coste se ha tenido en cuenta tanto la estructura financiera como el efecto impositivo según las siguientes fórmulas:

- Aportación del coste de recursos propios al WACC: $[K_e * E/(E+D)]/(1-t)$
- Aportación del coste de recursos ajenos al WACC: $[K_d * D/(E+D)]/(1-t)$

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



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

RESUELVE

PRIMERO.- Establecer la tasa anual del coste del capital para 2015 de los operadores Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A.U. y Orange Espagne S.A.U. según los valores reflejados en la siguiente tabla.

WACC antes de impuestos 2015

Telefónica de España S.A.U.	8,35%
Telefónica Móviles España, S.A.U.	8,35%
Orange Espagne S.A.U.	7,95%
Vodafone España, S.A.U.	8,36%

SEGUNDO.- Requerir a Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A.U. y Orange Espagne S.A.U. que con anterioridad a 1 de junio de 2016 entreguen a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

- (i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda de su grupo empresarial con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2023 y 31 de diciembre de 2027. En especial, se requiere el *Bloomberg ticker*, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2015.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2015.

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

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