
RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE ABERTIS TELECOM, S.A.U. DEL EJERCICIO 2014.**(WACC/DTSA/1820/14/WACC 2014 ABERTIS)****SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA DE LA CNMC****Presidenta**D^a. María Fernández Pérez**Consejeros**

D. Eduardo García Matilla

D. Josep Maria Guinart Solà

D^a. Clotilde de la Higuera González

D. Diego Rodríguez Rodríguez

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 11 de diciembre de 2014

Visto el procedimiento relativo a la tasa de retorno a aplicar en el ejercicio 2014 a Abertis, 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 20 de octubre de 2014 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2014 de Abertis.

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

Cuarto. Abertis presentó alegaciones el 10 de noviembre.

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 el 30 de abril de 2013 se aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, entre ellas la de separación de cuentas y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste medio ponderado del capital (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 a aplicar en la contabilidad de costes de Abertis Telecom, S.A.U. para el ejercicio 2014 conforme a la Metodología de la CNMC.

III. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES

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

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

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

Donde:

K_e : Coste de los recursos propios

K_d : Coste de los recursos ajenos

E: Valor de los fondos propios

D: Valor de la deuda

t: Tipo impositivo

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

$$k_e = Rf + \beta_l * Pm$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

β_l : Beta apalancada

Pm: Prima por riesgo de mercado

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

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

Al final de este apartado se resume la estimación del WACC a aplicar en el ejercicio contable de 2014 por Abertis.

Alegaciones recibidas respecto de la metodología

Abertis alega inconformidad con el resultado de la estimación del cálculo al considerar que su nivel es atípicamente bajo y que no responde a la evolución del mercado y riesgo acontecida en 2013. Asimismo, Abertis remarca la pérdida de ingresos de explotación por motivos ajenos a la operatividad de la empresa como por ejemplo, el cierre de 9 canales TDT en mayo 2014 y otros 8 canales se encuentran pendientes de resolución judicial. Según Abertis, otra amenaza a sus ingresos es la contracción presupuestaria de sus principales clientes, cadenas de televisión, derivada de la disminución de los ingresos publicitarios. Por último, también cita decisiones de la Comisión Europea respecto a la devolución de las ayudas de extensión de la cobertura y convocatoria de nuevos concursos de adjudicación en los que prime la neutralidad tecnológica, más allá de la tecnología TDT que comercializa Abertis.

Adicionalmente, propone la inclusión de tres empresas (El Towers, Tower Bersama y Bharti Infratel), empresas líderes de gestión de infraestructuras en Italia, Indonesia e India respectivamente, en la lista de empresas comparables.

Respuesta de esta Comisión

Sobre el primer aspecto, en efecto, la metodología tiene un enfoque sectorial para varios parámetros (en especial, estructura financiera y β) que no incorporan las circunstancias que afectan a una empresa de manera individualizada, como es en este caso Abertis, independientemente de que se trate de circunstancias que favorezcan o perjudiquen comparativamente a dicha empresa.

No obstante lo anterior, el parámetro de la estimación del WACC que está personalizado para Abertis, el coste de la deuda, se ha reducido significativamente (alrededor de 2 puntos porcentuales). Este punto explica gran parte de la reducción del WACC que apunta Abertis en sus alegaciones. Aunque es cierto que Abertis pertenece a un grupo que opera en diversos mercados y que cabe la posibilidad de que ese coste no recoja exclusivamente la evolución del riesgo del negocio de difusión audiovisual de Abertis, sí se puede afirmar que ese coste de deuda refleja adecuadamente el coste de financiación al que puede optar todo el grupo Abertis.

El otro parámetro que presenta mayor descenso es el R_f que se basa en el bono español a diez años cuya cotización se ha reducido sensiblemente entre el año 2012 y 2013. Esta disminución ha afectado a todos los operadores de comunicaciones electrónicas para los que la CNMC calcula el WACC¹.

Con respecto a la segunda alegación y en coherencia con el punto anterior de usar empresas distintas del mercado europeo, esta Comisión considera adecuada la incorporación de las tres empresas propuestas por Abertis por operar en el mismo

¹ Abertis, Telefónica Móviles, Telefónica, Vodafone y Orange.

segmento de mercado (transmisión audiovisual), cotizar en bolsa y superar los criterios de exclusión, esto es, no presentar valores atípicos de apalancamiento o beta. Además, esta inclusión está en línea con lo señalado en la resolución de la metodología que señalaba que la selección de compañías de referencia debe ser actualizada regularmente, pudiéndose justificar la inclusión de nuevas compañías de referencia, o bien la exclusión de otras previamente consideradas en la muestra por los motivos de exclusión antes expuestos.

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 seleccionado. La fecha de referencia de las estimaciones es el cierre del ejercicio 2013. El conjunto de empresas comparables² seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA; American Tower Corp; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications S.A. y GTL Infrastructure. De forma adicional, también se incluyen las propuestas por Abertis en el trámite de audiencia pública: El Towers, Tower Bersama y Bharti Infratel

De la muestra de empresas comparables se ha excluido GTL, por mostrar unos datos atípicos con un ratio de apalancamiento superior a 3 de acuerdo con la Metodología.

Para el conjunto de comparables seleccionados para Abertis, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,41 tal y como se aprecia en la siguiente tabla obtenida de Bloomberg:

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

Comparables	D/E
American Tower	0,459
Crown Castle	0,472
EUTELSAT	0,767
INMARSAT	0,349
SBA	0,509
SES	0,454
El Tower	0,246
Tower Bersama	0,156
Bharti Infratel	0,276
PROMEDIO	0,41

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 para la estimación la constituye la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o “*yield to*

² El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (transmisión audiovisual) y que coticen en bolsa.

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 se consideran que aumentan la representatividad de las emisiones elegibles, son las siguientes:

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

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

En el informe de audiencia se consideraron 5 emisiones con un YTM promedio en los últimos 6 meses de 2013 de 3,22%.

En el desarrollo del procedimiento y derivado del trámite de audiencia, con el fin de homogenizar los criterios aplicados a todos los operadores sujetos a la metodología de cálculo del WACC, la CNMC considera que es especialmente relevante que las emisiones seleccionadas tengan un vencimiento próximo a 10 años (según la metodología, entre 8 y 10 años). Dado que el período para el que se ha estimado el YTM transcurre desde el 1 de julio de 2013 hasta el 31 de diciembre de 2013, se restringen las emisiones admitidas a aquellas cuyo vencimiento está comprendido entre el 1 de julio de 2021 (8 años después del primer YTM considerado) y el 31 de diciembre de 2025 (12 años después del último YTM considerado). De esta forma, las emisiones consideradas se reducen de cinco a cuatro conforme se muestra en la siguiente tabla:

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

Ticker	Compañía	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EG645497 Corp	Abertis	13/07/2007	20/07/2007	27/10/2021	14	3,382%
EF764767 Corp	Abertis	11/10/2006	27/10/2006	27/10/2021	15	3,349%
ED798994 Corp	Abertis	28/01/2005	01/02/2005	21/12/2024	20	2,453%
EJ7085016 Corp	Abertis	05/06/2013	20/06/2013	20/06/2023	10	3,804%
PROMEDIO ABERTIS						3,25%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Abertis en el cálculo del WACC será de 3,25%.

III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [R_f]

De acuerdo a la Metodología se calcula el promedio de la rentabilidad del bono español con vencimiento a diez años.

Para ello, se toma la rentabilidad hasta el vencimiento realizando una media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2013 (fecha de referencia para el cálculo del WACC en el presente procedimiento), con el fin de disponer de un número suficientemente amplio de observaciones y encontrar un equilibrio entre minimizar los efectos de desviaciones producidas por circunstancias puntuales y tomar datos recientes.

Como resultado de aplicar este criterio se estima que R_f tiene un valor de 4,34% para el período de referencia.

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, de actualización periódica y que realizan la estimación para España o Europa.

En particular, la estimación realizada es la siguiente:

Tabla 3 Estimación de la Prima de Mercado

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

Referencias:

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

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

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 4 Tasa impositivas nominales por país

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

III.6 BETA DESAPALANCADA [B_U] Y APALANCADA [B_L]

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

continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador³.

Para apalancar y desapalancar⁴ la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal:

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

En coherencia con lo señalado en el apartado III.1, el conjunto de empresas comparables seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA; American Tower Corp; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications S.A., GTL Infrastructure, El Towers, Tower Bersama y Bharti Infratel. Siendo que de la muestra de empresas comparables se ha excluido GTL por los motivos allí expuestos.

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 0,6038.

Tabla 5 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	β_l ajustada	D/E	t	β_u ajustada
Crown Castle International Corp	0,94	0,47	40,00%	0,73
SES SA	0,62	0,45	29,22%	0,47
American Tower Corp	0,76	0,46	40,00%	0,60
SBA Communications Corp	0,90	0,51	40,00%	0,69
Inmarsat PLC	0,96	0,35	23,00%	0,76
Eutelsat Communications SA	0,57	0,77	33,33%	0,37
El Towers	0,59	0,25	31,40%	0,50
Tower Bersama	0,69	0,16	25,00%	0,62
Bharti Infratel	1,23	0,28	33,99%	1,04
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)				0,64

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

⁴ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte del grado de apalancamiento (es decir, endeudamiento) de la misma. 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.

Para el cálculo de la beta reapalancada $[\beta_i]$ de Abertis se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,41) y de t (30%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada $[\beta_i]$ de Abertis igual a 0,83.

IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2014

En la siguiente tabla se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los dos ejercicios anteriores, desde la implementación de la Metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2014 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para Abertis Telecom.

ABERTIS 2014			
Parámetros	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%
Beta desapalancada $[\beta_u]$	0,7320	0,7430	0,6426
Ratio apalancamiento [D/E]	0,52	0,46	0,41
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada $[\beta_i]$	0,9967	0,9826	0,8269
Coste medio deuda antes de impuestos $[K_d]$	6,13%	5,24%	3,25%
D/(D+E)	34,06%	31,54%	29,06%
E/(E+D)	65,94%	68,46%	70,94%
Coste de los recursos propios $[K_e] = Rf + (Pm * \beta_i)$	11,31%	12,02%	10,11%
Coste de los recursos ajenos $[K_d'] = K_d * (1-t)$	4,29%	3,67%	2,27%
WACC después de impuestos $[WACC = (E/(D+E) * K_e) + (D/(D+E) * K_d')]$	8,92%	9,38%	7,83%
WACC antes de impuestos $[WACC_{AI} = WACC / (1-t)]$	12,74%	13,40%	11,19%

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 de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Abertis Telecom, S.A.U. en 11,19%.

SEGUNDO.- Requerir a Abertis Telecom, S.A.U. que con anterioridad a 1 de junio de 2015 entregue a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

- (i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda de su grupo empresarial con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2022 y 31 de diciembre de 2026. En especial, se requiere el *Bloomberg ticker*, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2014.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2014.

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

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