

**RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A
APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE CELLNEX TELECOM,
S.A. DEL EJERCICIO 2017**

WACC/DTSA/011/17/WACC 2017 CELLNEX

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Benigno Valdés Díaz

D. Mariano Bacigalupo Saggese

D. Bernardo Lorenzo Almendros

D. Xabier Ormaetxea Garai

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 30 de noviembre de 2017

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2017 a Cellnex, 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 4 de octubre de 2017 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2017 de Cellnex. Junto al escrito de inicio se remitió a dicha compañía el informe emitido por los servicios de la CNMC, (en adelante, CNMC) correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al sistema de contabilidad de costes para el ejercicio 2017 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación para presentar alegaciones. Los trámites anteriores se realizaron en conformidad con lo establecido en los artículos 58 y 82, la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Tercero. Con fecha 20 de octubre de 2017, Cellnex presentó alegaciones.

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.”*

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 Cellnex Telecom, S.A. para el ejercicio 2017 conforme a la metodología¹ 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

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 en primer lugar cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se determinará el WACC antes y después de impuestos a aplicar en el ejercicio contable de 2017 por Cellnex.

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.

Con el objeto de determinar el coste medio de la deuda antes de impuestos (K_d), la metodología establece como principal estimador el uso de emisiones de deuda recientes, y, en su defecto, recomienda emplear como método alternativo la referencia al “Interest Rate Swap” (IRS) más el “Credit Default Swap” (CDS).

Con fecha de 4 de mayo de 2017 Cellnex dio entrada a un escrito en el que declaraba las emisiones recientes de deuda corporativa así como la cotización del IRS² en respuesta al requerimiento incluido en el resuelve segundo de la resolución de 17 de noviembre de 2016 en la se establece la tasa de retorno para 2016.

La fecha de referencia para la toma de datos en todos los parámetros es 31 de diciembre de 2016, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural³.

Al final de este informe se resume la estimación del WACC a aplicar en el ejercicio contable de 2017 por Cellnex.

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. Una empresa comparable es una empresa que opera en el mismo sector con un mix de negocio similar. La fecha de referencia de las estimaciones es el cierre del ejercicio 2016.

A continuación, se presenta el conjunto de empresas comparables⁴ seleccionado, clasificado geográficamente en función de la ubicación de la sede principal:

- Estados Unidos:
 - American Tower Corp.
 - Crown Castle International Corp.

² El resuelve segundo de la resolución de 17 de noviembre de 2016 requería: i) los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda; así como ii) la media de la cotización del IRS más el CDS. En el escrito, Cellnex no declaró cotización del CDS correspondiente a los últimos 6 meses de 2016, aunque sí aportó información sobre sus emisiones de deuda y su IRS.

³ Como en el caso de la empresa india Bharti Infratel Ltd.

⁴ El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (transmisión audiovisual) y que coticen en bolsa. Las empresas italianas Inwit S.p.A y RaiWay S.p.A no han sido incorporadas en el grupo de comparables por su reciente salida a bolsa, en junio de 2015 y noviembre de 2014, respectivamente. Por el mismo motivo, tampoco se ha incluido en este grupo de empresas a la propia Cellnex, cuya salida a bolsa tuvo lugar en mayo de 2015, y, por tanto, no existen aún observaciones para el parámetro Beta correspondientes a los últimos 5 años, como establece la metodología.

- SBA Communications Corp.
- Europa:
 - Italia: El Towers S.p.A.
 - Francia: Eutelsat Communications S.A.
 - Luxemburgo: SES S.A.
 - Reino Unido: Inmarsat P.L.C.
- Asia:
 - India: Bharti Infratel Ltd.; GTL Infrastructure Ltd.;
 - Indonesia: Tower Bersama Tbk.

CNMC estima en primer lugar los ratios de endeudamiento $[D/(E+D)]$ y fondos propios $[E/(E+D)]$ medios del sector y, posteriormente, obtiene el ratio de apalancamiento (D/E) sectorial. A continuación, se muestra el resultado obtenido mostrado en el Informe de Audiencia:

Tabla 1 del Informe de Audiencia
Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

País	Comparables	D/(E+D)	E/(E+D)
Estados Unidos	American Tower Corp	0,2852	0,7148
	Crown Castle International Corp	0,2801	0,7199
	SBA Communications Corp	0,4126	0,5874
Italia	El Towers S.p.A.	0,1370	0,8630
Francia	Eutelsat Communications S.A.	0,5339	0,4661
Luxemburgo	SES S.A.	0,2688	0,7312
Reino Unido	Inmarsat PLC	0,3783	0,6217
Asia	Bharti Infratel Ltd.	0,0046	0,9954
	GTL Infrastructure Ltd. ⁵	Excluida	Excluida
	Tower Bersama Tbk.	0,4593	0,5407
	PROMEDIO	δ= 0,31	ε= 0,69
	D/E sectorial = δ/ε	0,44	

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionados para Cellnex, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,44 como muestra la tabla 1.

Alegaciones de Cellnex respecto a los comparables seleccionados

En su primera alegación, Cellnex considera necesaria la actualización de la muestra de empresas comparables en base a los siguientes criterios:

⁵ 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.

- Mantener las empresas de infraestructuras de telecomunicaciones que se han venido utilizando para el cálculo del WACC desde el ejercicio 2012, y que son:
 - a) American Tower
 - b) Crown Castle
 - c) Ei Towers
 - d) SBA Communications
 - e) Tower Bersama
 - f) Bharti Infratel

- Excluir de la muestra los operadores de satélite:
 - a) Inmarsat
 - b) Eutelsat
 - c) SES Astra

Cellnex se define como el principal operador independiente de infraestructuras de telecomunicaciones inalámbricas de Europa. Este hecho se observa de forma clara en su cuenta de resultados para 2016, donde un porcentaje mayoritario de los ingresos (88%) proceden de la gestión de infraestructuras, bien sean de difusión o servicios de infraestructuras para operadores móviles, y solo el 12% de los ingresos proceden de otros servicios de red (entre los que se incluyen los servicios de conectividades para operadores distintos a operadores de difusión, comunicación por radio, servicios de operación y mantenimiento, servicios comerciales, *Smart Cities/Internet of Things* y otros servicios).

Por el contrario, el negocio principal de los operadores de satélites se caracteriza por ofrecer servicios de comunicaciones por satélite mediante su propia flota de satélites y no por disponer de infraestructuras de torres ni mástiles, lo cual implica un mix de servicios muy distinto al de la propia Cellnex.

Respuesta de esta Comisión

Tal y como se desprende del Informe Anual Integrado 2016 de Cellnex, es cierto que la compañía ha pasado en un breve periodo de tiempo de ser una compañía prácticamente *monoproducto*, con el negocio de radiodifusión, a una compañía diversificada, en la que las infraestructuras para la transmisión de voz y datos en movilidad constituyen el motor de crecimiento, siendo la principal línea de negocio con un peso del 55% en los ingresos. Igualmente, Cellnex ha seguido una estrategia de diversificación a nivel geográfico, teniendo presencia en España, Holanda, Italia, Reino Unido y Francia.

Así, es un hecho que el mix de negocio de Cellnex ha sufrido una evolución desde que se estableció la lista de comparables en la nueva metodología de cálculo del coste del capital en 2012 (expediente MTZ 2012/1616).

En cuanto a la prestación del alquiler de capacidad satelital, en la actualidad el Grupo Cellnex mantiene con la sociedad Hispasat, S.A. un contrato por el que esta última presta dicho servicio de arrendamiento⁶.

Es decir, los servicios de comunicaciones por satélite no son prestados de forma directa por Cellnex. Por tanto, esta Comisión acepta la exclusión de los operadores de satélite Inmarsat, Eutelsat y SES Astra de la muestra de comparables.

Así, el conjunto de empresas comparables seleccionado finalmente, clasificado geográficamente en función de la ubicación de la sede principal es:

- Estados Unidos:
 - American Tower Corp.
 - Crown Castle International Corp.
 - SBA Communications Corp.
- Europa:
 - Italia: El Towers S.p.A.
- Asia:
 - India: Bharti Infratel Ltd.; GTL Infrastructure Ltd.;
 - Indonesia: Tower Bersama Tbk.

Los resultados obtenidos para los ratios de endeudamiento [D/(E+D)] y fondos propios [E/(E+D)] medios del sector, así como el ratio de apalancamiento (D/E) sectorial se muestran a continuación

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

País	Comparables	D/(E+D)	E/(E+D)
Estados Unidos	American Tower Corp	0,2852	0,7148
	Crown Castle International Corp	0,2801	0,7199
	SBA Communications Corp	0,4126	0,5874
Italia	El Towers S.p.A.	0,1370	0,8630
Asia	Bharti Infratel Ltd.	0,0046	0,9954
	GTL Infrastructure Ltd. ⁷	Excluida	Excluida
	Tower Bersama Tbk.	0,4593	0,5407
	PROMEDIO	δ= 0,26	ε= 0,74
	D/E sectorial = δ/ε	0,36	

Fuente: Bloomberg

⁶ La cuenta de resultados de 2016 muestra el agregado de las transacciones realizadas por el Grupo Cellnex con sociedades del grupo Abertis por servicios prestados y servicios recibidos. Este nivel agregado no permite identificar el valor del contrato con la sociedad Hispasat, S.A.

⁷ 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 Cellnex, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,36 como muestra la tabla 1.

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, 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. Las características que se consideran 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.

Con la salida a bolsa de Cellnex de mayo de 2015, se produce una venta sustancial de acciones por parte de Abertis⁸. Por tanto, Cellnex pasa a tener acceso a los mercados de deuda y de capital, el cual es clave para financiar y acelerar el crecimiento de la compañía.

En consecuencia, para el siguiente procedimiento se han considerado las emisiones de deuda de Cellnex puestas en circulación a partir de mayo de 2015.

Para la deuda de Cellnex, 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

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
CLNXSM 3.125 07/27/2022 REGS	28/05/2015	21/07/2015	27/07/2022	7	1,90%

⁸ Según la presentación del Presidente de Cellnex en la Junta General de Accionistas de 27 de abril de 2017, la participación de Abertis en Cellnex es del 34%.

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
Corp					
CLNXSM 2.375 01/16/24 Corp	18/05/2016	10/08/2016	16/01/2024	8	2,23%
PROMEDIO CELLNEX					2,07%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Cellnex en el cálculo del WACC será de 2,07%.

III.3. TASA LIBRE DE RIESGO [Rf]

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

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 2016 (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 1,18% para el período de referencia, utilizando como fuente la base de datos de Bloomberg.

Hay que recordar que en 2015 el Banco Central Europeo inició el programa de compra de deuda conocido como *Quantitative Easing*⁹ (QE), medida por la cual el rendimiento del bono español a 10 años ha descendido de manera notable desde ese mismo año y se sitúa en la actualidad en mínimos históricos.

Siguiendo un documento¹⁰ publicado por el Banco Central Europeo sobre los efectos del programa *Quantitative Easing* sobre los mercados financieros, el impacto para el bono a español a 10 años se situaría en hasta un 1 punto porcentual¹¹.

En el estudio de *The Brattle Group* para la Comisión Europea “*Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms*”

⁹ Política conocida de manera alternativa como *Large Scale Assets Purchases*

¹⁰ Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working paper series, European Central Bank, nº 1864/ November 2015.

¹¹ Citando el document del Banco Central Europeo: “*Sizeable impact is estimated, for instance, for long-term sovereign bonds, with yields declining by about 30-50 basis points (depending on the approach) at the 10-year maturity for the implied euro area term structure, and by roughly twice as much in higher yield member countries such as Italy and Spain*”.

networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization” recomiendan realizar un ajuste al alza de hasta un punto porcentual sobre el parámetro Rf en caso de que haya políticas activas de QE. En concreto, el informe de Brattle señala lo siguiente:

“It is likely that ‘Quantitative Easing’ (QE) programs have depressed country spreads, so that the country spread will tend to underestimate country risk. In this case it is reasonable for NRAs to make an upward adjustment to observed yields when estimating the risk-free rate, while the QE program is in place. An upward adjustment of up to 1 percentage point seems reasonable.”

Por tanto, para tener en cuenta de forma adecuada la política de QE seguida por el BCE, la DTSA propone realizar un ajuste al alza del 1% sobre el 1,18% inicialmente calculado, obteniendo así un valor de 2,18% para la tasa libre de riesgo (Rf) para el período de referencia.

III.4. PRIMA DE MERCADO [Pm]

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

En particular, la estimación realizada es la siguiente:

Tabla 3 Estimación de la Prima de Mercado

Fuentes seleccionadas	[Pm]	Región	Método
DMS (2016)	3,70%	España	Histórico
Pablo Fernández (2017)	6,60%	España	Encuesta 2017
Mediana de los valores anteriores	5,15%		

Referencias:

- Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2017, Credit Suisse/ London Business School. (2016).
- Fernández, P., Pershin, V. y Acín, I. (2017) Market Risk Premium used in 41 countries in 2017: a survey with 4,368 answers. IESE Business School.

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 5,15% para el período de referencia.

Cellnex ha presentado una alegación respecto a la prima de mercado, la cual se puede consultar, junto con la respuesta desestimatoria de esta Comisión, en el anexo de esta Resolución.

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 de referencia

País	Tasa impositiva considerada
España	25,00%
Estados Unidos	40,00%
India	34,61%
Indonesia	25,00%
Italia	31,40%

Fuente: KPMG

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

En conformidad con 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 tras estimar las alegaciones de Cellnex, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2016, usando los índices locales donde cotizan dichas compañías comparables.

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador¹².

Para apalancar y desapalancar¹³ la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal:

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

En coherencia con lo señalado en el apartado dedicado al ratio de apalancamiento, el conjunto de empresas comparables seleccionado tras considerar las alegaciones de Cellnex es: American Tower Corp; Crown Castle

¹² El ajuste bayesiano se realiza con la fórmula de Marshall Blume: $B_{ajustada} = \beta_{raw} * P + \beta_T * (1-P)$ con P igual a 2/3, β_T es la beta teórica del mercado con valor de 1 y β_{raw} es la beta que se obtiene del análisis de regresión de las cotizaciones en el mercado.

¹³ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte del grado de apalancamiento 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.

International Corp; SBA Communications Corp; El Towers S.p.A; Bharti Infratel Ltd. y Tower Bersama Tbk.

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 0,60.

Tabla 5 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	$\beta_{l \text{ raw}}$	$\beta_{l \text{ ajustada}}$	D/E	t	$\beta_u \text{ ajustada}$
American Tower Corp	0,77	0,85	0,40	40,00%	0,69
Bharti Infratel Ltd.	0,54	0,69	0,00	34,61%	0,69
Crown Castle Intl Corp	0,59	0,73	0,39	40,00%	0,59
El Towers S.p.A	0,47	0,65	0,16	31,40%	0,58
SBA Communications Corp	0,77	0,85	0,70	40,00%	0,60
Tower Bersama Tbk	0,61	0,74	0,85	25,00%	0,45
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)					0,60

Fuente: Bloomberg

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de Cellnex se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,36) y de t (25%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [β_l] de Cellnex igual a 0,76.

IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN DE WACC PARA EL EJERCICIO 2017 Y ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE CAMBIO 2016-2017

En la siguiente tabla se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los cuatro ejercicios anteriores (2013, 2014, 2015 y 2016) desde la implementación de la metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2017 realizadas en los apartados anteriores y se calcula el WACC con dichos parámetros para Cellnex.

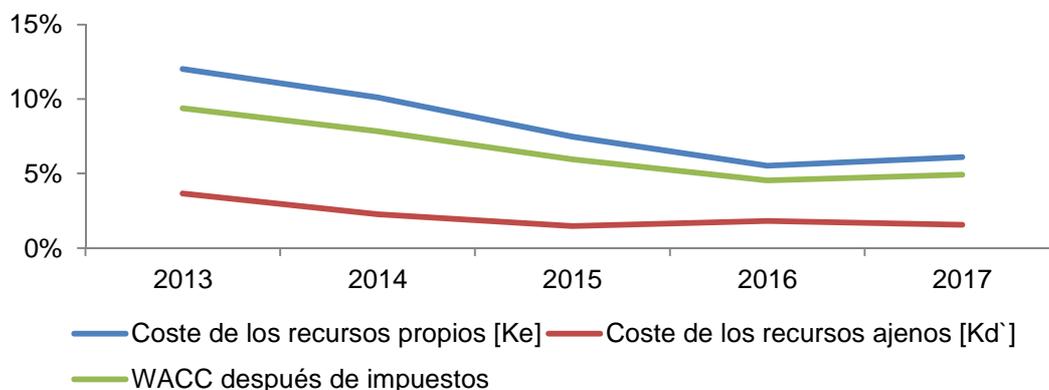
Parámetro	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015	WACC 2016	WACC 2017
Tasa libre de riesgo [Rf]	6,02%	4,34%	2,21%	1,88%	2,18%
Prima riesgo de mercado [Pm]	6,10%	6,98%	6,85%	5,00%	5,15%
Beta desapalancada [β_u]	0,74	0,64	0,62	0,58	0,60
Ratio apalancamiento [D/E]	0,46	0,41	0,34	0,36	0,36
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	28,00%	25,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,98	0,82	0,76	0,73	0,76
Coste deuda antes de impuestos [K_d]	5,24%	3,25%	2,09%	2,52%	2,07%
D/(D+E)	31,54%	29,06%	25,46%	26,56%	26,31%

Parámetro	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015	WACC 2016	WACC 2017
E/(E+D)	68,46%	70,94%	74,54%	73,44%	73,69%
Coste de los recursos propios [K_e]= $R_f + (P_m * \beta_i)$	12,02%	10,11%	7,48%	5,53%	6,09%
Coste de los recursos ajenos [K_d']= $K_d * (1-t)$	3,67%	2,27%	1,46%	1,81%	1,55%
WACC después de impuestos [WACC = $(E/(D+E) * K_e) + (D/(D+E) * K_d')$]	9,38%	7,83%	5,95%	4,54%	4,91%
WACC antes impuestos [$WACC_{AI} = WACC / (1-t)$]	13,40%	11,19%	8,50%	6,31%	6,53%

Por tanto, conforme a la metodología de determinación del coste medio ponderado del capital, la SSR propone que la tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Cellnex Telecom, S.A. sea de 6,53%.

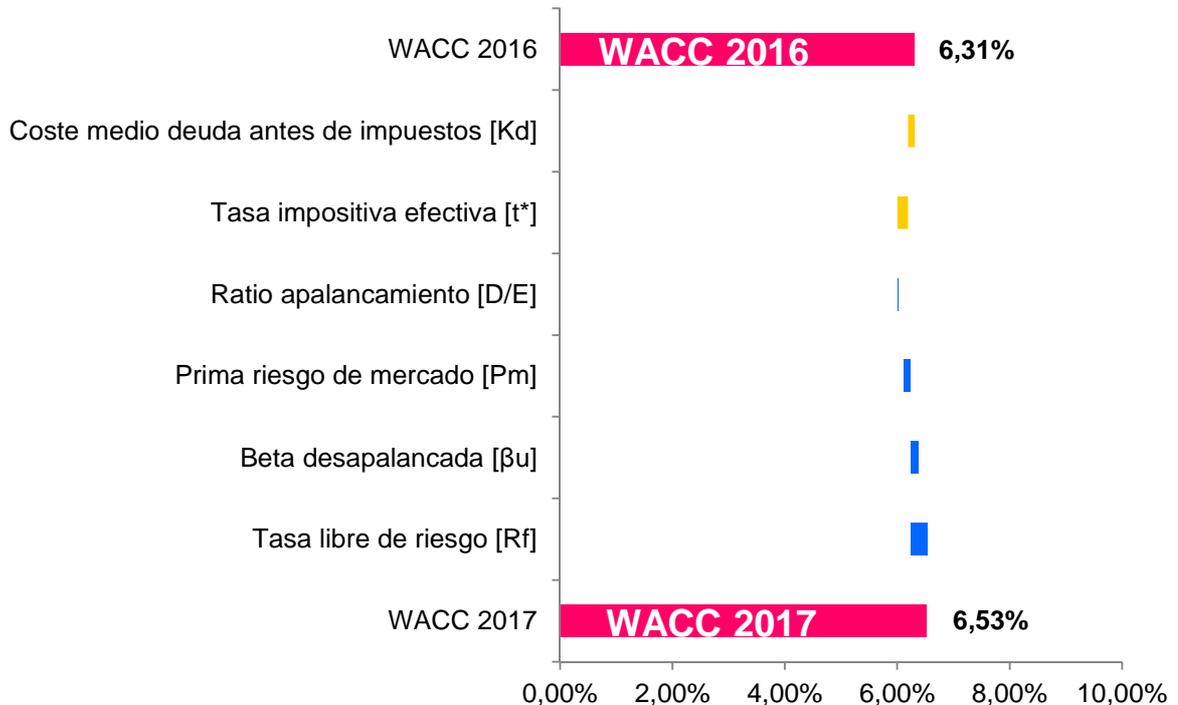
La tercera y última alegación de Cellnex versa sobre la consideración de riesgos específicos del mercado de difusión de TDT y se puede consultar en el anexo de alegaciones junto a la respuesta desestimatoria de esta Comisión.

Ilustración 1: Evolución coste recursos propios y ajenos (2013-2017)



En cuanto a la comparativa entre los años 2016 y 2017, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución en la variación final del WACC antes de impuestos de la variación de sus principales componentes entre estos dos años.

Ilustración 2: Factores de cambio WACC 2016 y 2017



La ilustración 2 refleja tanto el efecto, positivo o negativo, como la cuantía del impacto de la variación de cada componente en la variación del WACC antes de impuestos.

De este modo, los principales factores de reducción en el WACC entre los años 2016 y 2017 son la caída en la tasa impositiva y el descenso en el coste medio de deuda. Por el contrario, el muy leve descenso –de milésimas– en el ratio de apalancamiento, el ligero aumento en la prima de riesgo de mercado, el aumento en la beta desapalancada y el ajuste en la tasa libre de riesgo originan efectos positivos de variación en el WACC.

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 medio ponderado del capital antes de impuestos para Cellnex Telecom S.A. en 6,53% para 2017.

SEGUNDO.- Requerir a Cellnex Telecom S.A que con anterioridad a 1 de junio de 2018 entregue a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

- (i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2025 y 31 de diciembre de 2029. En especial, se requiere el *Bloomberg Ticker*, las fechas de

- emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2017.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2017.

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.

ANEXO I – ALEGACIONES DESESTIMADAS

Alegaciones de Cellnex respecto a la prima de mercado

En la segunda de sus alegaciones, Cellnex considera que el número de fuentes utilizadas por la CNMC para la estimación de la prima de mercado en el cálculo del WACC 2017 no es suficientemente amplia ni variada como para establecer una mediana consistente del sector de las telecomunicaciones, máxime cuando existen varias referencias adicionales de reconocido prestigio, de actualización periódica y de fácil acceso que han sido utilizadas en años anteriores para el cálculo de la prima.

Además, Cellnex ha encontrado una fuente de reconocido prestigio, de actualización periódica y de fácil acceso, Duff & Phelps (2016 SBBI Yearbook), que no ha sido utilizada en los expedientes del cálculo del WACC entre los años 2014 y 2016. El valor de la prima de mercado para 2017 según esta fuente es de 6,03% y por tanto sería la mediana de los tres valores totales disponibles para la prima.

Respuesta de esta Comisión

Tal y como esta Comisión señaló en la Propuesta de Resolución relativa a la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2016, en relación a los informes de inversión propuestos, esta Comisión estimó y sigue considerando que el modelo de flujos de caja descontados (*Discounted Cash Flow*) y el modelo de Prima de Riesgo de Mercado implícita (*Implied Equity Risk Premium*) utilizados en los informes de compañías de valoración y analistas financieros incorporan una serie de hipótesis que limitan su validez.

Así, estos modelos utilizan crecimientos esperados o potenciales en beneficios o dividendos. En la actual situación de incertidumbre económica y dada la dificultad intrínseca de hacer previsiones sobre los dividendos esperados por las compañías que conforman los principales índices bursátiles, esta Comisión considera prudente y oportuno no incorporar las fuentes de información que siguen estos modelos, entre las que se encuentra la estimación de Duff & Phelps.

De manera adicional, citando la metodología de cálculo del coste de capital (expediente MTZ 2012/1616) en lo relativo a los modelos de previsiones a futuro (página 24):

Alternativamente, la prima de mercado puede estimarse en base a previsiones a futuro (...)

Las previsiones de retornos de mercado pueden obtenerse de varias fuentes, pero destacan dos técnicas principales: (i) modelos basados en estudios “bottom-up” y (ii) estudios “top-down”.

Los modelos “bottom-up” generalmente proyectan los dividendos futuros de la compañía y después la tasa interna de retorno que hace que la capitalización de mercado actual sea igual al valor presente de los dividendos futuros. Un procedimiento similar puede emplearse para el agregado de todas las compañías para medir el crecimiento esperado del mercado.

Entre los estudios más conocidos que emplean este enfoque están los elaborados por Merrill Lynch o Credit Suisse, que estiman los retornos esperados de las compañías que componen los índices globales de referencia a nivel americano y europeo, respectivamente.

Esta metodología de cálculo de la prima de mercado presenta como principal inconveniente el hecho de que no hay estudios específicos del mercado español; adicionalmente, no representa las expectativas de los inversores, sino las de los analistas de mercado, que a su vez en ocasiones discrepan entre sí; y, por último, que existe el componente subjetivo y de incertidumbre que implica cualquier estimación basada en proyecciones financieras (...)

En los estudios “top-down” se emplea una combinación del modelo basado en rendimiento de dividendos y el crecimiento estimado a largo plazo del PIB como aproximación del crecimiento de los retornos esperados de mercado. Sus ventajas e inconvenientes serían análogos a los “bottom-up”.

Por todo ello, esta Comisión se ratifica en que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 5,15% para el período de referencia.

Alegaciones de Cellnex respecto a los riesgos específicos del mercado de difusión TDT

Cellnex considera razonable que para la determinación de su tasa de retorno del capital se estimen los riesgos específicos que afectan al mercado de difusión de la Televisión Digital Terrestre (TDT), y cuyos parámetros de cálculo de la beta no tienen en consideración, habida cuenta de la dificultad de encontrar empresas comparables en el sector específico.

La operadora estima que para la fijación de la tasa de retorno del capital es importante tener en consideración los siguientes factores:

- El aumento relevante en los últimos tiempos del número de plataformas de distribución de contenidos audiovisuales, como consecuencia del crecimiento de las plataformas de banda ancha y de las que operan mediante redes IP (Netflix, HBO, Wuaki TV, Yomvi, etc). Esta mayor presión competitiva se intensifica como consecuencia de la estrategia europea en el marco del Mercado Único Digital que, mediante las políticas digitales, incentiva el despliegue de redes de banda ancha de alta velocidad en el entorno urbano y rural. Así pues, esta apuesta por la digitalización en el marco de la UE lleva asociada la “universalización” del acceso a las plataformas de distribución de video por Internet, y, por

tanto, una mayor competencia en el sector audiovisual con el consiguiente impacto en el modelo de negocio de las empresas que operan el sector de la radiodifusión.

- La reducción del espectro disponible para la TDT como consecuencia de la Decisión UHF del Parlamento y el Consejo Europeo por la cual, en 2020 +/- 2 años, la banda 700MHz deberá estar disponible para servicios de comunicaciones electrónicas. La reducción de 96MHz (un 26% del total disponible actualmente) añade un riesgo específico al mercado de la radiodifusión que debe ser valorado.
- El 2º Dividendo Digital supone nueva incertidumbre sobre la disponibilidad futura de espectro para la TDT, debido a posibles reasignaciones adicionales del mismo para la banda ancha móvil, añade un riesgo específico al mercado de la radiodifusión que debe ser estimado.
- La continua evolución tecnológica en el sector de la radiodifusión que comporta cuantiosas inversiones para la modernización de la red.

Además, Cellnex añade que los reguladores francés y británico, Arcep y Ofcom, reconocen en sus resoluciones que es necesario tener en cuenta estos factores, y por tanto estiman oportuno un ajuste del WACC para las actividades de radiodifusión.

Finalmente, la operadora concluye que, a la vista de los factores descritos con anterioridad, la distribución de señales de TDT debe afrontar crecientes elementos de riesgo que se deben tener en consideración para la valoración del coste medio ponderado del capital, por lo que Cellnex propone el aumento de entre 0,1% y 0,2% en el valor del WACC para el ejercicio 2017.

Respuesta de esta Comisión

En cuanto al riesgo por operar en el mercado de difusión de TDT, la propia Cellnex señalaba en la primera de sus alegaciones que la compañía ha apostado por la diversificación, invirtiendo en la línea de negocio del alquiler de emplazamientos e infraestructuras para operadores móviles, que alcanza ya el 55% en nivel de ingresos, mientras que la línea de negocio de infraestructuras de difusión es la segunda actividad más importante para Cellnex, representando el 33% de su volumen de negocio.

Por tanto, la propia Cellnex ha emprendido un proceso de diversificación en sus actividades para amortiguar y protegerse de este riesgo específico ligado a la actividad de difusión: Cellnex está invirtiendo activamente en diversas líneas de negocio por lo que la exposición al riesgo del mercado de difusión de sus accionistas, existe, pero es menor de lo alegado por la compañía.

En este sentido, Cellnex aporta la medida del regulador de telecomunicaciones francés Arcep¹⁴ de 2015 concerniente al coste de capital a aplicar entre 2016 y 2018 al operador TDF como evidencia de la posibilidad de añadir un ajuste al coste de capital.

Y según la traducción al castellano de un extracto de la medida¹⁵ de la autoridad francesa hecha por los Servicios de esta Comisión:

“En el caso de la difusión televisiva, la Autoridad estima que conviene tener en cuenta, en la fijación de la tasa reglamentaria de remuneración de capital, los siguientes elementos.

En primer lugar, el análisis de los comparables comporta varias limitaciones, el bajo número de comparables y el bajo nivel de comparabilidad de las actividades consideradas: la difusión de la Televisión Digital Terrestre corresponde a un perímetro de actividad a la vez más amplio (gestión de las infraestructuras que constituyen los edificios que permiten la coubicación, pero también los servicios de comunicaciones electrónicas) y más limitado (emisión solo de señales TDT) que el de las compañías de torres consideradas como comparables.

En segundo lugar, en sus respuestas a la consulta pública sobre el proyecto de decisión para establecer la tasa de remuneración reglamentaria del capital, los operadores de televisión identificaron riesgos específicos con respecto a las perspectivas del mercado. De hecho, este se caracteriza tanto por un aumento del grado de competencia en las infraestructuras, por el desarrollo de redes inalámbricas que permiten la difusión de televisión y por la reducción

¹⁴ Décision n° 2015-1371 de l'Arcep en date du 5 novembre 2015 fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées pour les années 2016 à 2018.

¹⁵ *“Dans le cas de la télédiffusion, l'Autorité estime qu'il convient de tenir compte, dans la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital, des éléments suivants.*

En premier lieu, l'analyse des comparables comporte en l'espèce des limites, tenant au faible nombre de comparables et au faible niveau de comparabilité des activités considérées: la diffusion de la TNT correspond à un périmètre d'activité à la fois plus large (gestion des infrastructures que constituent les points hauts, mais aussi services de communications électroniques) et plus étroit (émission des seuls signaux TNT) que celui des «tower companies» considérées comme comparables.

En second lieu, dans leurs réponses à la consultation publique sur le projet de décision de fixation du taux de rémunération réglementaire du capital, les opérateurs de télédiffusion ont relevé des risques spécifiques s'agissant des perspectives du marché. En effet, celui-ci est caractérisé à la fois par un degré croissant de concurrence par les infrastructures, par le développement de réseaux filaires permettant également la diffusion de la télévision et par la réduction progressive et continue des ressources en fréquences allouées à l'audiovisuel.

Au regard de ces éléments, il apparaît justifié, pour la fixation du taux de rémunération réglementaire du capital, de moduler le coût moyen pondéré du capital pour tenir compte du déclassement inéluctable des activités de télédiffusion”.

progresiva y continua de los recursos de frecuencias asignados a la radiodifusión.

Teniendo en cuenta estos factores, parece justificado, para la fijación de la tasa de remuneración reglamentaria del capital, modular el costo promedio ponderado de capital para reflejar la desvalorización inevitable de actividades de radiodifusión televisiva”.

Así, Arcep calcula en su medida de 2015¹⁶ un coste de capital antes de impuestos del 9,5% y estima proporcionado establecer para las actividades de teledifusión reguladas del operador TDF una tasa de remuneración del capital antes de impuestos del 9,8% para los años 2016 a 2018. Por tanto, la Autoridad francesa fija en 0,3% el ajuste a aplicar al coste de capital por el riesgo específico de los operadores de difusión de la señal audiovisual.

En todo caso, esta Comisión no encuentra una justificación cuantitativa clara al valor del ajuste, bien el 0,3% aplicado por Arcep, bien el 0,1%-0,2% solicitado por Cellnex. Por todo ello, esta Comisión desestima la consideración del ajuste de entre 0,1% y 0,2% en el valor del WACC para el ejercicio 2017 propuesto por Cellnex.

¹⁶ Décision n° 2015-1371 de l'Arcep en date du 5 novembre 2015 fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées pour les années 2016 à 2018.