

RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE CELLNEX TELECOM, S.A. DEL EJERCICIO 2019

WACC/D TSA/004/19 WACC 2019 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. Joaquim Hortalà i Vallvé, Secretario del Consejo

En Madrid, a 28 de noviembre de 2019

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2019 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 26 de septiembre de 2019, se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2019 de Cellnex. Junto al escrito de inicio se remitió a dicha compañía el informe emitido por los servicios de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, (en adelante, CNMC) correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al sistema de contabilidad de costes para el ejercicio 2019 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 9 de octubre de 2019, Cellnex presentó un escrito de alegaciones al informe de audiencia.

II. 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 Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre (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 17 de julio de 2019 se aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación de Cellnex como 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 de capital medio ponderado (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.

III. ESTIMACIÓN DE LOS PARÁMETROS DEL WACC

El WACC se define como el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación de la compañía o del negocio objeto de análisis¹.

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 de la CNMC 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):

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

Donde:

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

A continuación, 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.

¹ La CNMC estima el coste medio ponderado del capital en diferentes sectores que regula y supervisa. Cabe precisar que pueden existir algunas diferencias de la definición específica de la metodología de cálculo de alguno de los parámetros del WACC debidas a aspectos regulatorios, diferencias sectoriales en la utilización del WACC, características heterogéneas de las empresas reguladas, propuestas de homogeneización a nivel europeo para cada sector, comparativas europeas de modelos retributivos y recomendaciones de buenas prácticas regulatorias, etc.

III.1 RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

De acuerdo a la Metodología, la 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 para la toma de datos es 31 de diciembre de 2018, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural².

A continuación, se presenta el conjunto de empresas comparables seleccionado³, clasificado geográficamente en función de la ubicación de la sede principal:

- América:
 - American Tower Corp.
 - Crown Castle International Corp.
 - SBA Communications Corp.
- Europa:
 - Inwit S.p.A.
 - RaiWay S.p.A.
 - Cellnex Telecom S.A.
- Asia:
 - Bharti Infratel Ltd.
 - GTL Infrastructure Ltd.
 - Tower Bersama Tbk.

Para realizar el cálculo de la ratio de apalancamiento se estiman, en primer lugar, las ratios de endeudamiento $[D/(E+D)]$ y fondos propios $[E/(E+D)]$ medios del sector y, posteriormente, obtiene la ratio de apalancamiento (D/E) sectorial. A continuación, se muestra el resultado obtenido:

² En concreto, se ha utilizado como fecha de referencia el 31 de marzo de 2019 para los siguientes operadores: Bharti Infratel Ltd. y GTL Infrastructure Ltd., ambas con sede en India.

³ El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (transmisión audiovisual) y que coticen en bolsa. El Towers S.p.A. ha sido eliminada del conjunto de empresas comparables del ejercicio anterior debido a su absorción en octubre de 2018 por parte de 2i Towers, compañía participada en un 60% por F2i y en un 40% por Mediaset. Como consecuencia, dejó de cotizar a partir del 19 de octubre de 2018.

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

	Comparables	D/(E+D)	E/(E+D)
América	Crown Castle International Corp	0,27	0,73
	American Tower Corp	0,23	0,77
	SBA Communications Corp	0,35	0,65
Asia	GTL Infrastructure Ltd	Apalancamiento >3 ⁴	
	Bharti Infratel	0,00	1,00
	Tower Bersama	0,55	0,45
Europa	Cellnex	0,41	0,59
	Infrastrutture Wireless Italiane SpA	0,05	0,95
	RAI Way SpA	0,00	1,00
	PROMEDIO	0,23	0,77
	D/E sectorial	0,30	

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionado para Cellnex, la estructura financiera promedio arroja un valor para [D/E] de 0,30.

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 de 2018 (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, la Metodología prevé que se puedan 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.

⁴ La empresa GTL Infrastructure Ltd se muestra a título informativo, sus datos no son empleados en el presente procedimiento debido a que posee una ratio de apalancamiento mayor que 3 y, por ende, no reflejar una estructura de apalancamiento acorde con el sector y sostenible en el largo plazo de acuerdo a la Metodología.

En marzo de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) anunció el programa de compra de bonos emitidos por sociedades no financieras de la zona euro (CSPP, en inglés). El CSPP es un programa multisectorial en el que las empresas de telecomunicaciones representan el 9% de la cartera de bonos adquirida por el BCE. El CSPP, el cual siguió vigente en el año 2018, tiene un impacto a la baja en la estimación del coste de la deuda de las compañías emisoras de deuda. De acuerdo a la previsión del BCE⁵, el impacto del programa en la cotización de las emisiones de deuda corporativa es el siguiente:

*«Quantifying the impact of the APP (Eurosystem’s asset purchase programme) on the yield curve is subject to several layers of uncertainty. Accounting for parameter uncertainty in the model estimation suggests that **the impact of the APP on ten-year term premia currently lies in a range of 70 to 130 basis points**. Additional sources of uncertainty relate to model specification, the estimation window and the quantification of the free float measure.»*

La referencia de IRS más CDS parece estar algo menos afectada que las cotizaciones directas de las emisiones de deuda cotizadas por el impacto del CSPP. Por ello, al igual que en el cálculo del WACC del ejercicio 2018, se considera más representativo utilizar la referencia de IRS + CDS en la estimación del coste de la deuda del WACC de este procedimiento.

Para el segundo semestre de 2018 se ha calculado la media de la cotización diaria del Euro SWAP a 10 años que resulta en 92 puntos básicos, valor que se corresponde al IRS. A continuación, en la siguiente tabla se muestra el CDS a 10 años y el resultado de IRS+CDS para Cellnex.

Tabla 2 Estimación del k_d

IRS	CDS 10 años	IRS+CDS
0,92%	1,88%	2,80%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Cellnex en el cálculo del WACC será de 2,80%.

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.

Como medida del rendimiento de los bonos se utiliza su rentabilidad hasta el vencimiento (“*yield to maturity*”) obtenida en base a su cotización en mercados

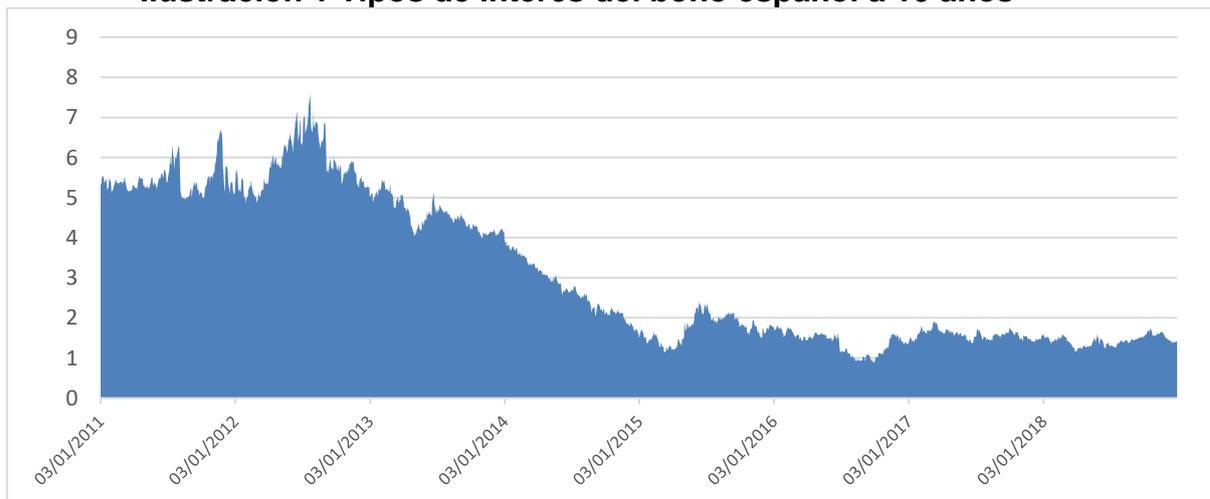
⁵https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html#toc8

secundarios. Para ello, se calcula la media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los últimos seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2018 (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 a los datos obtenidos en Bloomberg se estima que la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años tiene un valor de 1,48% para el período de referencia.

Hay que recordar que en 2015 el Banco Central Europeo (BCE) inició el programa de compra de deuda conocido como *Quantitative Easing*⁶ (QE), medida por la cual el rendimiento del bono español a 10 años se ha mantenido en niveles bajos desde una perspectiva histórica como se puede observar en la siguiente gráfica:

Ilustración 1 Tipos de interés del bono español a 10 años



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Siguiendo un documento⁷ publicado por el BCE sobre los efectos del programa QE sobre los mercados financieros, el impacto para el bono a español a 10 años se situaría en hasta un 1 punto porcentual⁸.

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*”

⁶ Política conocida de manera alternativa como *Large Scale Assets Purchases*.

⁷ Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working paper series, European Central Bank, nº 1864/ November 2015.

⁸ Citando el documento 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, al igual que en la decisión del WACC de 2018, un ajuste al alza (+1%) sobre el 1,48% inicialmente calculado, obteniendo así un valor de 2,48% para la tasa libre de riesgo ajustada.

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 (2018)	3,60%	España	Histórico
Pablo Fernández	6,40%	España	Encuesta 2019
Mediana de los valores anteriores	5,00%		

Referencias:

- Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2019, Credit Suisse.
- Fernandez, Pablo and Martinez, Mar and Fernández Acín, Isabel en Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey. IESE Business School.

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [Pm] tiene un valor de 5,00% para el período de referencia.

Alegación sobre la prima de mercado

Cellnex propone la inclusión de un número adicional de fuentes para el cálculo de la prima de mercado, concretamente tres, las cuales han sido utilizadas en expedientes pasados del cálculo del WACC por parte de esta Comisión:

Tabla 4 Fuentes adicionales propuestas por Cellnex

Fuentes seleccionadas	WACC 2019
Damodaran - Estimating Country Risk Premiums	8,18%
Bloomberg - Country Risk Premium de España	10,58%
KMPG - Equity-market-research-summary_2018	5,50%

Además, Cellnex solicita la alineación de la prima de mercado con la media aritmética de las primas de mercado empleadas en los WACC para el mercado de telefonía móvil de las diferentes Autoridades Nacionales Regulatorias (ANRs) a nivel europeo mostrada en el *Regulatory Accounting in Practice Report 2018*⁹ elaborado por BEREC, cuyo valor es 5,5%:

Tabla 5 Resumen estadístico sobre la Prima de mercado utilizada por las ANRs en vigor en 2018

Prima de mercado. Por mercados	Promedio	Mediana	Desviación estándar	Desviación estándar relativa	Máximo	Mínimo
Telefonía fija (32 NRA)	5,90%	5,45%	1,90%	32,13%	14,46%	3,10%
Telefonía móvil (25 NRAs)	5,66%	5,50%	1,19%	20,96%	9,45%	3,10%

Por todo ello, Cellnex solicita un valor de 5,5% para la prima de mercado.

Respuesta de la Sala

La cuestión de las referencias a utilizar en el cálculo de la prima de riesgo de mercado ha sido debatida ya en los expedientes de cálculo del WACC de los operadores integrados para 2016, 2017 y 2018. En todo caso cabe recordar que los valores de dos de las referencias propuestas por Cellnex (10,58% para Bloomberg y 8,18% para Damodaran), distan sustancialmente del rango recomendado en el estudio de *The Brattle Group* (5% - 5,5%) y también de los valores más frecuentes empleados por los reguladores europeos.

Además, la referencia de Bloomberg se obtiene directamente del terminal Bloomberg y, aunque se basa en el método histórico, no hay ningún análisis específico que valide el dato que se obtiene del terminal. Por su parte, el método del profesor Damodaran para calcular la prima de riesgo de mercado de un país consiste en calcular la prima de riesgo de mercado de Estados Unidos de América y añadir una prima de riesgo específica de país. El citado informe Brattle

⁹ https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/download/0/8310-berec-report-regulatory-accounting-in-pr_0.pdf

desaconseja a las autoridades de regulación la utilización de la prima de riesgo país del profesor Damodaran¹⁰.

En relación al informe de inversión de KPMG propuesto, igual que en la resolución del WACC 2016, esta Sala estima 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 este informe incorporan una serie de hipótesis que limitan su validez. Por tanto, esta Sala no considera adecuada la incorporación de esta referencia.

Por su parte, DMS es reconocida como la referencia más completa y con mayor prestigio para el cálculo de la prima de mercado en base al método de datos históricos, siendo la referencia recomendada en el informe de *The Brattle Group* para el cálculo de la prima de mercado.

En cuanto a la otra alternativa propuesta por Cellnex, el valor se obtiene a través de la media aritmética de las primas de mercado de las diferentes ANRs a nivel europeo, un total de 32 y en el que se incluyen también países que no forman parte de la Unión Europea. Cabe mencionar que con fecha de 6 de noviembre de 2019 se ha publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea la Comunicación de la Comisión sobre el cálculo del costo del capital de la infraestructura heredada en el contexto del examen de las notificaciones nacionales en el sector de las comunicaciones electrónicas de la Unión Europea realizado por la Comisión¹¹. Esta comunicación culmina el trabajo que desde 2016 la Comisión Europea lleva a cabo para lograr una mayor armonización del cálculo del WACC entre los reguladores de los estados miembros. La CNMC comenzará, por tanto, los trabajos para revisar la metodología de 2012 y adaptarla a la Comunicación de la Comisión Europea, también en lo que respecta al valor de la prima de mercado.

Por último, cabe destacar que el criterio la selección de fuentes utilizado por la CNMC desde 2016 fue objeto de recurso en la Audiencia Nacional (AN). Este recurso se desestimó mediante Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala Cont.Adm., Sección 8ª) de 12 de diciembre de 2018 (PO 08/19/2017 y PO 08/21/2017 acumulados). Dado que el Auto del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 2019 inadmitió a trámite el recurso de casación dicha sentencia es firme.

En conclusión, esta Sala considera adecuada el uso únicamente de las dos fuentes señaladas por los Servicios en su Informe de Audiencia por el prestigio y la robustez de ambas, y debido a que el valor obtenido se encuentra dentro del rango señalado como adecuado en el informe de *The Brattle Group* citado

¹⁰ “[...] we would caution against NRAs adopting Professor Damodaran’s country risk methodology.” Nota a pie de página número 32 del Informe Brattle.

¹¹ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC1106\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC1106(01)&from=EN)

anteriormente. Por lo tanto, se estima un valor de 5,00% para la prima de mercado.

III.5 TASA IMPOSITIVA [t]

Según 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.

En el ejercicio 2018 la tasa impositiva se ha mantenido estable en la mayoría de países, siendo EEUU el único caso de una gran variación debido al cambio de política fiscal del gobierno federal recogido en “*Tax Cuts and Jobs Act*”, aprobada en diciembre de 2017.

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

Tabla 6 Tasas impositivas nominales por país

País	Tipo nominal 2017	Tipo nominal 2018
EEUU	40,00%	27,00%
España	25,00%	25,00%
India	34,61%	35,00%
Indonesia	25,00%	25,00%
Italia	24,00%	24,00%

III.6 BETA DESAPALANCADA [B_U] Y APALANCADA [B_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, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2018, usando los índices locales donde cotizan las compañías seleccionadas como comparables¹².

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las betas calculadas para cada operador¹³.

¹² El listado de operadores comparables se recoge en el apartado III.1.

¹³ En conformidad a la Metodología el ajuste bayesiano se realiza mediante la fórmula de Marshall Blume: $\beta_{ajustada} = \beta_{raw} * P + \beta_T * (1-P)$, 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.

Para apalancar y desapalancar¹⁴ la beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal correspondiente:

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

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 0,57.

Tabla 7 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	β_l raw	β_l ajustada	D/E	t	β_u ajustada
American Tower	0,63	0,76	0,30	27,00%	0,62
Bharti Infratel	0,35	0,57	0,00	35,00%	0,57
Cellnex Telecom	0,66	0,77	0,69	25,00%	0,51
Crown Castle International	0,59	0,73	0,37	27,00%	0,57
Infrastrutture Wireless Italiane SpA	0,48	0,65	0,05	24,00%	0,63
RAI Way SpA	0,53	0,69	0,00	24,00%	0,69
SBA Communications	0,73	0,82	0,53	27,00%	0,59
Tower Bersama	0,61	0,74	1,23	25,00%	0,39
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)					0,57

Fuente: Bloomberg

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de los operadores se aplica la fórmula de Hamada antes citada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando la ratio de apalancamiento (0,30) calculado en los apartados anteriores y la tasa impositiva en España (25%), resulta una beta reapalancada [β_l] de estos operadores igual a 0,70, que es el parámetro utilizado para el cálculo del WACC del presente procedimiento.

IV. PROPUESTA DE WACC PARA EL EJERCICIO 2019 Y ANÁLISIS DE SUS FACTORES DE CAMBIO EN EL PERIODO 2014-2019

En las siguientes tablas se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los tres ejercicios anteriores (2016, 2017 y 2018). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2019 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros.

¹⁴ 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.

Tabla 8 Resultado de los WACCs de los últimos ejercicios

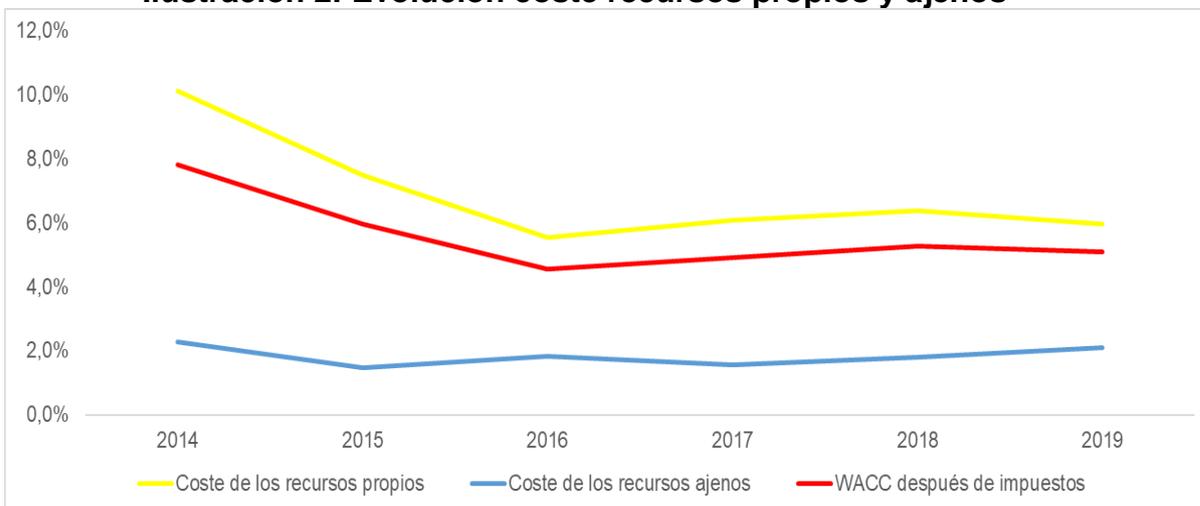
Parámetros	WACC 2016	WACC 2017	WACC 2018	WACC 2019
Tasa libre de riesgo [Rf]	1,88%	1,18%	1,54%	1,48%
Ajuste del Rf por QE	-	1,00%	1,00%	1,00%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,00%	5,15%	5,25%	5,00%
Beta desapalancada [β_u]	0,59	0,61	0,59	0,57
Ratio apalancamiento [D/E]	0,63	0,59	0,32	0,30
Tasa impositiva nominal [t]	28,00%	30,00%	25,00%	25,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,73	0,76	0,73	0,70
Coste deuda antes de impuestos [K_d]	2,52%	2,07%	2,41%	2,80%
D/(D+E)	26,56%	26,31%	24,33%	23,11%
E/(E+D)	73,44%	73,69%	75,67%	76,89%
Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm* β_l)+QE	5,53%	6,09%	6,38%	5,97%
Coste de los recursos ajenos [K_d]= $K_d*(1-t)$	1,81%	1,55%	1,81%	2,10%
WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)* K_e)+(D/(D+E)* K_d)	4,54%	4,90%	5,26%	5,08%
WACC antes de impuestos WACC_{AI} = WACC/(1-t)	6,31%	6,53%	7,02%	6,77%

El WACC en 2019 ha disminuido con respecto el ejercicio anterior debido a la reducción del coste de los recursos propios, tanto por la cotización del bono soberano como por la prima de riesgo de mercado y beta, a pesar del incremento de la estimación de coste de la deuda.

El resto de parámetros incluidos en el WACC no presentan modificaciones significativas en 2019 si se compara con el ejercicio 2018.

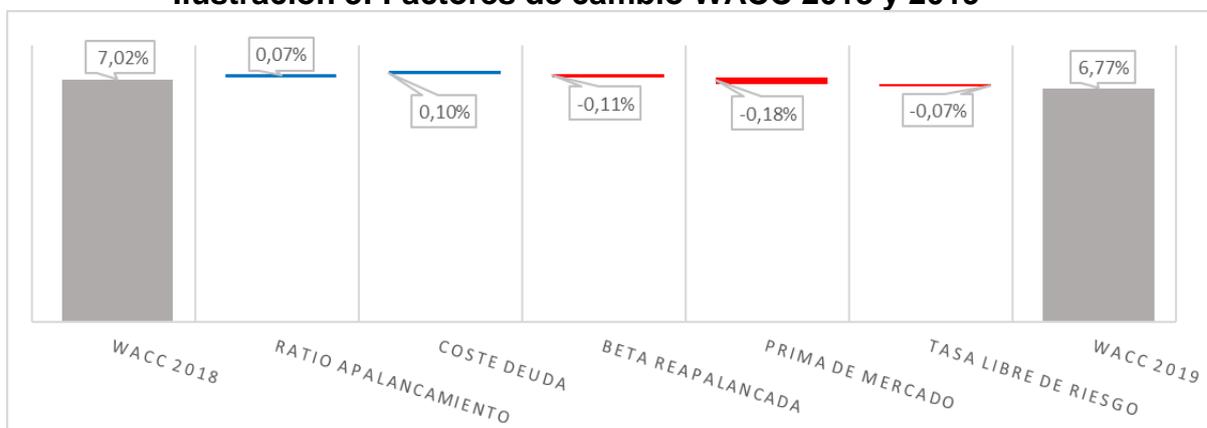
La siguiente ilustración muestra la diferente evolución del coste de los de recursos propios y ajenos. Se observa que desde el año 2016 tanto el coste de los recursos propios como el de los recursos ajenos se han mantenido relativamente estables o, incluso, con ligera tendencia alcista.

Ilustración 2: Evolución coste recursos propios y ajenos



En cuanto a la comparativa entre los años 2018 y 2019, 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 3: Factores de cambio WACC 2018 y 2019



La ilustración anterior 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, el principal factor de disminución en el WACC entre los años 2018 y 2019 es la prima de mercado. Por el contrario, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda originan los efectos positivos de variación en el WACC.

Alegación sobre la inclusión de una prima de riesgo adicional sobre el WACC

Cellnex solicita la inclusión de una prima de riesgo en el WACC debido a riesgos específicos que afectan a las actividades de radiodifusión y distribución de señales de TDT. Los riesgos que enumera Cellnex son los siguientes:

- Mayor competencia en el sector audiovisual debido a la expansión de las plataformas OTT (*over-the-top*), tales como Movistar TV, Vodafone TV, Orange TV, Netflix, HBO, Amazon Prime, etc.
- Reducción del espectro disponible para actividades de radiodifusión con el objetivo de aumentar la disponibilidad de aquel para servicios de comunicaciones electrónicas mediante el proceso del “Segundo Dividendo Digital” que se llevará a cabo antes del 30 de junio de 2020.
- Cuantiosas inversiones para la modernización de la red debido a la continua evolución tecnológica en el sector de la radiodifusión.

Por todo ello, Cellnex propone un aumento adicional de entre 0,1% y 0,2% del valor del WACC.

Respuesta de la Sala

En la Metodología no se contempla el uso de una prima de riesgo adicional al WACC para la estimación del coste de capital por los motivos que señala Cellnex. Esta Sala considera que los riesgos específicos a los que se enfrenta Cellnex deberían estar ya internalizados en algunos de los parámetros que componen el WACC (beta, ratio de apalancamiento y coste de la deuda). Por lo tanto, los riesgos específicos que alega Cellnex se deberían reflejar en una variación de los parámetros del WACC, resultando en una alteración del valor de este.

En conclusión, esta Sala no considera justificado el empleo de una prima de riesgo adicional al WACC de Cellnex.

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

RESUELVE

ÚNICO. - Establecer la tasa anual del coste del capital antes de impuestos para Cellnex Telecom S.A. en 6,77% para 2019.

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.