

RESOLUCIÓN POR LA CUAL SE ACUERDA NOTIFICAR A LA COMISIÓN EUROPEA, A LAS AUTORIDADES NACIONALES DE REGLAMENTACIÓN DE OTROS ESTADOS MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA, AL ORGANISMO DE REGULADORES EUROPEOS DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS Y AL MINISTERIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL EL PROYECTO DE MEDIDA RELATIVO A LA DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2021 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO

WACC/DTSA/009/21/WACC 2021

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidente

D. Ángel Torres Torres

Consejeros

D. Bernardo Lorenzo Almendros

D. Xabier Ormaetxea Garai

D^a. Pilar Sánchez Núñez

Secretaria

D.^a María Ángeles Rodríguez Paraja

En Madrid, a 30 de septiembre de 2021

Visto el expediente relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2021 de los operadores declarados con poder significativo de mercado, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA** de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) acuerda lo siguiente:

I. ANTECEDENTES

Primero. El 6 de noviembre de 2019, la Comisión Europea (CE) publicó la Comunicación sobre la armonización a nivel europeo del cálculo del WACC de la infraestructura heredada en el sector de las comunicaciones electrónicas. En esta Comunicación se detallan criterios de cálculo que sirven de referencia a los reguladores de comunicaciones electrónicas de la Unión Europea.

Segundo. Con fecha 6 de mayo de 2021, la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC aprobó la Resolución por la cual se determina la nueva metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado (WACC) de los operadores de

comunicaciones electrónicas declarados con poder significativo de mercado¹ (en adelante, la metodología 2021).

Tercero. El BEREC ha publicado, en fecha 15 de junio de 2021², el informe (de aquí en adelante, “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC 2021. Este informe deberá ser utilizado por las ANR³ en sus cálculos anuales del WACC.

Cuarto. Con fecha de 16 de julio de 2021 se inició procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2021 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC y se publicó en el BOE del 23 de julio de 2021 el trámite de información pública del procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2021.

Quinto. Durante el período de consulta pública presentaron alegaciones Telefónica, Orange y Cellnex, con fechas 26 de julio, 3 y 24 de agosto, respectivamente.

II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

II.1. Habilitación competencial

De conformidad con lo establecido en el artículo 70.2.b de la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia tiene como objeto el establecimiento de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones que no se desarrollan en un entorno de competencia efectiva. Además, el artículo 14 de la LGTel señala que la Comisión podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

El artículo 3 de la citada LGTel recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos *“fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones para potenciar al máximo los beneficios para las empresas y los consumidores, principalmente en términos de bajada de los precios, calidad de los servicios e innovación, teniendo*

¹ WACC/D TSA/011/20/NUEVA METODOLOGÍA WACC

² Informe correspondiente al ejercicio 2021:

https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/reports/9977-berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6-november-2019

³ Autoridades Nacionales de Reglamentación.

debidamente en cuenta la variedad de condiciones en cuanto a la competencia y los consumidores que existen en las distintas áreas geográficas, y velando por que no exista falseamiento ni restricción de la competencia en la explotación de redes o en la prestación de servicios de comunicaciones electrónicas, incluida la transmisión de contenidos”.

Por su parte, el artículo 70.2.a de la LGTel establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la CNMC ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“a) Definir y analizar los mercados de referencia relativos a redes y servicios de comunicaciones electrónicas, 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 Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones determinará el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, y podrá precisar el formato y el método contable que se habrá de utilizar.”*

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

En uso de la habilitación competencial citada, la CNMC ha aprobado, (entre otros), la definición y análisis de los mercados de: (i) terminación de llamadas al por mayor en redes telefónicas públicas individuales facilitada en una ubicación fija, (ii) terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, (iii) mercado mayorista de acceso y originación de llamadas en redes fijas, (iv) acceso local al por mayor facilitado en una ubicación fija, (v) acceso de banda ancha al por mayor y (vi) del servicio portador de difusión de la señal de

televisión. La conclusión de estos análisis es que estos mercados no son realmente competitivos, designándose en todos ellos los operadores con poder significativo de mercado e imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste del capital medio ponderado (WACC).

El objeto de este procedimiento es determinar la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2021 y en el resto de expedientes que necesiten utilizar este parámetro. De conformidad con los preceptos citados, la CNMC resulta competente para el cálculo del WACC. Atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la CNMC (LCNMC), y en virtud de lo dispuesto en el artículo 14.1.b) del Estatuto Orgánico de la CNMC, aprobado por el Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto (Estatuto Orgánico de la CNMC), el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

II.2. Notificación del proyecto de medida

Conforme al artículo 32 del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas, y al artículo 5 del Reglamento de Mercados, la CNMC notificará los proyectos de medida que puedan tener repercusiones en los intercambios entre los Estados miembros, junto a sus motivaciones, a la Comisión Europea, al ORECE⁴ y a las ANR de los otros Estados miembros de la Unión Europea, cuando dichos proyectos se refieran a la definición y análisis de mercados, la identificación de operadores con poder significativo de mercado y la imposición, mantenimiento, modificación y supresión de obligaciones específicas a dichos operadores.

Dichos proyectos de medida deberán ser asimismo remitidos al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital⁵.

Los organismos notificados podrán presentar observaciones a la CNMC en el plazo de un mes, suspendiéndose el transcurso del plazo para resolver y notificar la correspondiente resolución, de conformidad con los apartados b) y d) del

⁴ Organismo de Reguladores Europeos de las Comunicaciones Electrónicas.

⁵ De conformidad con lo establecido en el artículo 5.3 (primer párrafo) del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones notificará al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (...) los proyectos de medidas que pretenda adoptar en el ámbito de sus competencias definidas en los apartados 1, 3.c), 3.d) y 3.e) del artículo 23 y en el artículo 24, junto a sus motivaciones, y que puedan tener repercusiones en los intercambios entre Estados miembros. Actualmente, todas las competencias ministeriales que se tuvieron en cuenta en la aprobación del citado precepto se encuentran subsumidas dentro del ámbito competencial del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

artículo 22.1 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (LPAC).

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

En atención a lo recogido en los anteriores Antecedentes de Hecho y Fundamentos Jurídicos Procedimentales, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

RESUELVE

Primero.- Aprobar el proyecto de medida que se adjunta a la presente Resolución relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2021 de los operadores declarados con poder significativo de mercado, y acordar su notificación a la Comisión Europea, a las Autoridades Nacionales de Reglamentación de otros Estados miembros de la Unión Europea, al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas (ORECE), y al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para que en el plazo máximo de un mes presenten sus observaciones al mismo.

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

DOCUMENTO 1

PROYECTO DE MEDIDA RELATIVO A LA DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2021 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO POR LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA

WACC/DTSA/009/21/ WACC 2021

CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	7
II. FUNCIÓN DEL BEREC Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS	7
III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2021	8
III.1. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES	8
III.1.1. TASA LIBRE DE RIESGO	8
III.1.2. PRIMA DE MERCADO	9
III.1.3. TASA IMPOSITIVA	10
III.2. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA	10
III.2.1. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES	11
III.2.2. ESTRUCTURA FINANCIERA	11
III.2.3. PRIMA DE LA DEUDA	12
III.2.4. COEFICIENTE BETA	15
III.3. PROPUESTA DE WACC	17
IV. APORTACIONES EN EL TRÁMITE DE INFORMACIÓN PÚBLICA	20

I. INTRODUCCIÓN

La CNMC calcula cada año el coste del capital medio ponderado (también conocido como WACC, del inglés *Weighted Average Cost of Capital*) de los operadores sujetos a la obligación de contabilidad de costes⁶. Actualmente, los operadores sujetos son 4 para los mercados de telefonía y banda ancha fija y móvil: Telefónica de España, S.A.U.; Telefónica Móviles España, S.A.U.; Vodafone España, S.A. y Orange Espagne, S.A.U. (de aquí en adelante, denominados operadores integrados) y 1 para el servicio portador de difusión de la señal de televisión, Cellnex Telecom, S.A.⁷.

Para ello, la CNMC sigue la metodología aprobada el 6 de mayo de 2021⁸ en la que se incorporó lo dispuesto en la Comunicación de la Comisión Europea (CE) de 6 de noviembre⁹ de 2019 sobre la armonización a nivel europeo del cálculo del WACC de la infraestructura heredada en el sector de las comunicaciones electrónicas (en el resto del documento referida como Comunicación de la CE).

El objeto de este procedimiento es determinar el valor del WACC para el ejercicio 2021, tanto para los operadores integrados como para el servicio portador de difusión de la señal de televisión.

II. FUNCIÓN DEL BEREC Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS

El BEREC, con la colaboración de la CE, publica anualmente un informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC. El informe correspondiente al ejercicio 2021 fue publicado por el BEREC el 15

⁶ 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 como la Comunicación de la Comisión Europea utilizada como referencia en esta metodología, comparativas europeas de modelos retributivos y recomendaciones de buenas prácticas regulatorias, etc.

⁷ RETEVISIÓN I, S.A. UNIPERSONAL, tal como consta en el Registro de Operadores de Telecomunicaciones de Comunicaciones Electrónicas de la CNMC, es la empresa dentro del grupo Cellnex Telecom que opera en el mercado mayorista del servicio portador de difusión de la señal de televisión. El grupo Cellnex es, en todo caso, la empresa que cotiza en los mercados financieros de donde se obtienen gran parte de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y por ello haremos referencia a “Cellnex” a lo largo del documento.

⁸ Resolución sobre el procedimiento sobre la aprobación de la nueva metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores de comunicaciones electrónicas declarados con poder significativo de mercado:

https://www.cnmc.es/sites/default/files/3503513_0.pdf

⁹ Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission’s review of national notifications in the EU electronic communications sector https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62833

de junio de 2021¹⁰. Este informe debe ser utilizado por las ANR en sus cálculos anuales del WACC. El informe contiene las siguientes estimaciones o cálculos:

- i) Cálculo de la tasa libre de riesgo para cada Estado miembro a partir de los datos de Eurostat.
- ii) Cálculo de la prima de riesgo de mercado única a nivel de UE.
- iii) Cálculo de los valores de cada una de las empresas comparables para los tres parámetros de empresa que esta Comisión utilizará para obtener un único valor para cada uno de esos parámetros.

Por tanto, los valores de la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo de mercado se calculan y publican directamente por el BEREC, mientras que los valores de la beta, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda se calculan por esta Comisión a partir de los valores dados por el BEREC. Estas estimaciones y cálculos del BEREC tienen como finalidad que haya una mayor convergencia en los cálculos del WACC en las diferentes ANR europeas.

III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2021

A continuación, se muestra el cálculo del WACC para su aplicación en los modelos de contabilidad regulatoria del ejercicio 2021 y en aquellos procedimientos que lo requieran hasta la aprobación del WACC correspondiente al ejercicio 2022. Algunos parámetros son comunes para los operadores integrados y para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión, mientras que otros parámetros difieren entre ambos sectores.

III.1. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES

Los valores de estos parámetros son comunes para los operadores integrados y para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

III.1.1. TASA LIBRE DE RIESGO

Según la Metodología, la tasa libre de riesgo [R_f] se estima a través de la rentabilidad semanal del bono español con vencimiento a 10 años por un periodo de 5 años, del 1 de abril de 2016 a 31 de marzo de 2021. **El resultado es de 1,01%** y la fuente es el informe BEREC 2021.

¹⁰ WACC parameters Report 2021:

https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/download/0/9977-berec-report-on-wacc-parameter-calculati_0.pdf

III.1.2. PRIMA DE MERCADO

De acuerdo con la Metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] mediante el uso de un valor común para toda la Unión Europea. Para este ejercicio se utilizan como fuentes DMS¹¹ y Bloomberg para la obtención de los datos para todos los estados miembros de la UE.

Los datos de origen, obtenidos del informe del BEREC, se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 4 Datos de origen para la prima de mercado

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Media aritmética de la serie de retorno del mercado		Prima de mercado	Origen de datos
		de bonos	de bonos		
Austria	1900-2020	28,1%	18,4%	21,1%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2021	13,2%	5,3%	8,1%	DMS
Bélgica	1900-2020	10,2%	6,0%	4,1%	DMS
Bulgaria	2006-2020	13,3%	5,2%	8,6%	Bloomberg
Chipre	2015-2020	34,5%	4,2%	29,3%	Bloomberg
Croacia	2008-2020	8,4%	5,2%	4,3%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2020	11,5%	6,6%	5,0%	DMS
Eslovaquia	2005-2020	7,6%	5,5%	2,7%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2020	8,8%	5,1%	4,3%	Bloomberg
España	1900-2020	11,2%	8,2%	3,3%	DMS
Estonia		Datos no disponibles			
Finlandia	1900-2020	16,3%	7,3%	8,8%	DMS
Francia	1900-2020	12,8%	7,5%	5,2%	DMS
Grecia	2001-2020	12,2%	5,1%	7,8%	Bloomberg
Hungría	2001-2020	8,8%	6,5%	3,8%	Bloomberg
Italia	1900-2020	14,0%	7,6%	6,1%	DMS
Letonia	2005-2020	11,1%	2,5%	9,6%	Bloomberg
Lituania	2005-2020	9,4%	6,1%	4,5%	Bloomberg
Luxemburgo	2017-2020	6,2%	3,8%	2,8%	Bloomberg
Malta		Datos no disponibles			
Países Bajos	1900-2020	10,2%	5,0%	5,4%	DMS
Polonia	2001-2020	7,9%	7,3%	1,7%	Bloomberg
Portugal	1900-2020	16,1%	6,7%	9,1%	DMS
Rep. Checa	2006-2020	7,6%	5,2%	3,1%	Bloomberg

¹¹ Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2021, Credit Suisse.

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Media aritmética de la serie de retorno del mercado		Prima de mercado	Origen de datos
Rep. de Irlanda	1900-2020	10,9%	6,5%	4,5%	DMS
Rumanía	2006-2020	13,4%	2,7%	13,3%	Bloomberg
Suecia	1900-2020	11,6%	6,6%	5,4%	DMS

Para obtener el valor europeo anual de retorno del mercado, el BEREC ha ponderado la cifra anual de cada país en función de la capitalización bursátil¹² promedio del periodo 2016-2020 y de la longitud en años de la serie temporal disponible. El criterio de ponderación para los valores anuales de la rentabilidad de los bonos ha sido el PIB¹³ del periodo 2016-2020 y la longitud de la serie temporal disponible. De esta forma, se puede calcular la serie anual¹⁴ de prima de mercado europea.

Como resultado de aplicar el criterio descrito y tras realizar la media aritmética de la serie, se estima que **la prima de mercado [P_m] tiene un valor de 5,50% para el periodo de referencia**. Este resultado se ha obtenido del valor estimado por el BEREC en la modalidad de media aritmética en su informe de junio de 2021.

III.1.3. TASA IMPOSITIVA

Según la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal del Impuesto de Sociedades en España¹⁵, que para 2021 es de un **25%**.

III.2. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA

Los valores de estos parámetros son distintos para los operadores integrados y para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

¹² Fuente principal: <https://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. La capitalización del mercado es el precio de las acciones multiplicado por el número de acciones en circulación (incluidas sus diversas clases) para las empresas nacionales que cotizan en bolsa. Quedan excluidos los fondos de inversión, los fondos comunes de inversión y las empresas cuyo único objetivo comercial es poseer acciones de otras empresas que cotizan en bolsa. Los datos son valores de fin de año.

¹³ Fuente: https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_10_gdp&lang=en.

¹⁴ El BEREC, al igual que DMS, ha calculado la prima de mercado anual como la diferencia logarítmica.

¹⁵ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

III.2.1. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES

En el ejercicio 2021, para los operadores integrados, esta Comisión ha decidido emplear todas las empresas comparables incluidas en la lista del Informe del BEREC para el cálculo de los parámetros de empresa.

Tabla 5 Empresas comparables para los operadores integrados

Operador	País
Deutsche Telekom AG	Alemania
Elisa Oyj	Finlandia
Koninklijke KPN	Países Bajos
NOS	Portugal
Orange S.A.	Francia
Proximus Group	Bélgica
Tele2	Suecia
Telecom Italia S.p.A.	Italia
Telefónica S.A.	España
Telekom Austria AG	Austria
Telenet Group	Bélgica
Telenor	Noruega
Telia Company AB	Suecia
Vodafone Group plc	Reino Unido

Para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se han mantenido las empresas europeas y estadounidenses utilizadas por la CNMC en el cálculo del WACC 2020.

Tabla 6 Empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Operador	País
American Tower	EEUU
Cellnex	España
Crown Castle	EEUU
Inwit	Italia
Rai Way	Italia
SBA	EEUU

III.2.2. ESTRUCTURA FINANCIERA

De acuerdo con la Metodología, la ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado para un periodo de 5 años. Para tal fin, se ha calculado la media de valores semanales de endeudamiento a largo plazo y de capitalización bursátil del periodo comprendido entre 1 de abril de 2016 y 31 de

marzo de 2021 para cada una de las empresas comparables. Posteriormente, se ha calculado la media aritmética de los valores para cada empresa.

La siguiente tabla muestra los valores resultantes para los operadores integrados, obtenida del informe BEREC:

Tabla 7 Estructura financiera de empresas comparables para los operadores integrados

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	48,85%
Elisa OYJ	13,61%
KPN	39,12%
NOS	31,90%
Orange SA	50,19%
Proximus	23,02%
Tele 2	21,32%
Telecom Italia	68,24%
Telefónica	55,29%
Telekom Austria	37,66%
Telenet	48,71%
Telenor	27,04%
Telia	35,81%
Vodafone	48,26%
PROMEDIO	39,22%

Para el mercado del servicio portador de difusión de la señal de televisión, los valores han sido calculados por la CNMC:

Tabla 8 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Comparables	D/(D+E)
American Tower	34,04%
Cellnex	27,18%
Crown Castle	22,54%
Inwit	11,46%
Rai Way	2,61%
SBA	32,98%
PROMEDIO	21,80%

III.2.3. PRIMA DE LA DEUDA

Según la Metodología, la prima de la deuda se calcula como la diferencia entre los rendimientos de los bonos a 10 años de cada una de las empresas

comparables y los rendimientos de la deuda pública a diez años del país en el que tiene su sede principal cada una de las empresas, respectivamente. Posteriormente, se ha calculado la media aritmética de los valores de esa diferencia para cada empresa.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2021 y muestra el detalle del cálculo para las empresas comparables para los operadores integrados:

Tabla 9 Prima de la deuda de empresas comparables para los operadores integrados

Comparables	Prima de la deuda (puntos básicos)	Tasa libre de riesgo (doméstica)	Coste de la deuda
Deutsche Telekom	124	-0,03	1,21
Elisa OYJ	73	0,24	0,97
KPN	116	0,15	1,31
NOS	54	1,71	2,25
Orange SA	80	0,37	1,17
Proximus	92	0,36	1,28
Tele 2	152	0,34	1,86
Telecom Italia	101	1,82	2,83
Telefónica	44	1,01	1,45
Telekom Austria	78	0,25	1,03
Telenet	312	0,36	3,48
Telenor	100	1,38	2,38
Telia	131	0,34	1,65
Vodafone	156	0,95	2,51
PROMEDIO	115		

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para los operadores integrados será de 115 puntos básicos, es decir, de un 1,15%. Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España (1,01%). Por tanto, el coste de la deuda a utilizar será igual a **2,16%**.

Para las empresas del servicio portador de difusión de la señal de televisión se han obtenido los datos a través de Bloomberg. De las seis empresas comparables se han podido obtener pares comparables de emisiones de bonos corporativos y de deuda para cinco de ellas. En el caso de Rai Way no constan emisiones recientes de deuda que coticen en mercados secundarios y que cumplan las condiciones de representatividad.

Tabla 10 Prima de la deuda de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Bono corporativo		Bono soberano equivalente		Prima de la deuda
Emisión	Retorno promedio 5 años	Emisión	Retorno promedio 5 años	
CELLNEX				
CLNXSM 1 04/20/27 Corp	1,40	SPGB 1.45 10/31/27 Corp	0,07	1,33
CLNXSM 0 08/03/2027 REGS Corp	2,15	SPGB 1.3 10/31/2026 Govt	0,55	1,60
CLNXSM 0.5 07/05/2028 REGS Corp	-0,92	SPGB 5.15 10/31/2028 Govt	0,18	-1,10
CLNXSM 1 7/8 06/26/2029 Corp	1,64	SPGB 1.45 04/30/29 Corp	0,07	1,57
CLNXSM 1.9 07/31/2029 REGS Corp	2,36	SPGB 6 01/31/2029 Govt	0,19	2,17
CLNXSM 1 3/4 10/23/30 Corp	1,77	SPGB 1 1/4 10/31/2030 REGS Corp	0,14	1,63
CLNXSM 0 3/4 11/20/2031 REGS Corp	1,79	SPGB 5 3/4 07/30/2032 Corp	0,24	1,55
CLNXSM 3.875 12/20/2032 REGS Corp	3,60	SPGB 5.75 07/30/2032 Govt	1,24	2,37
Promedio Cellnex				1,39
AMERICAN TOWER				
AMT 3.55 07/15/2027 Corp	3,19	T 2.25 08/15/27 Govt	1,88	1,32
AMT 3.6 01/15/2028 Corp	3,20	T 2.75 02/15/28 Govt	1,82	1,37
AMT 1 1/2 01/31/2028 Corp	1,67	T 2 ¾ 02/15/28 Govt	0,86	0,81
AMT 3.95 03/15/2029 Corp	2,71	T 5.25 02/15/29 Govt	1,29	1,42
AMT 3.8 08/15/2029 Corp	2,03	T 1.625 08/15/29 Govt	0,87	1,16
AMT 2.9 01/15/2030 Corp	2,19	T 1.5 02/15/30 Govt	0,85	1,34
AMT 2.1 06/15/2030 Corp	2,00	T 0 ½ 05/15/30 Govt	0,89	1,11
AMT 1 ⅞ 10/15/2030 Corp	2,07	T 0 ⅞ 08/15/30 Govt	1,05	1,02
Promedio American Tower				1,19
CROWN CASTLE				
CCI 3.65 09/01/2027 Corp	3,25	T 6.375 08/15/27 Govt	1,85	1,39
CCI 3.8 02/15/2028 Corp	3,24	T 6.125 11/15/27 Govt	1,81	1,43
CCI 4.3 02/15/2029 Corp	2,77	T 2.625 02/15/29 Govt	1,37	1,40
CCI 3.1 11/15/2029 Corp	2,47	T 6.125 08/15/29 Govt	1,06	1,41
CCI 3.3 07/01/2030 Corp	2,23	T 6 ¼ 05/15/30 Govt	0,78	1,45
CCI 2 ¼ 01/15/2031 Corp	2,12	T 5 ¾ 02/15/31 Govt	0,87	1,25
Promedio Crown Castle				1,39
SBA COMMUNICATIONS				
SBAC 3 ⅞ 02/01/2029 144A Corp	3,39	T 2 ⅞ 02/15/29 Govt	1,17	2,22
Promedio SBA Communications				2,22
INWIT				
INWIM 1 ⅞ 10/21/2028 REGS Corp	1,35	ITALY 1.51 09/15/2028 REGS Corp	-0,38	1,72
Promedio INWIT				1,72
RESULTADO DE PRIMA DE LA DEUDA				1,58

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el servicio portador de difusión de la señal de televisión será 1,58%. Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España (1,01%). Es decir, el coste de la deuda a utilizar será igual a **2,59%**.

III.2.4. COEFICIENTE BETA

De acuerdo con la Metodología, la beta apalancada (“raw beta”) se calcula como la variabilidad de la rentabilidad de las acciones de una empresa respecto a la rentabilidad promedio del índice STOXX Europe TMI (para empresas europeas) o del índice S&P 500 (para empresas americanas) durante los últimos 5 años tomando datos con frecuencia semanal. Empleando la estructura financiera de cada empresa comparable y la beta de la deuda (con valor 0,1) se han obtenido las respectivas betas desapalancadas.

Para los operadores integrados, el resultado se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2021.

La fórmula para apalancar es la de Miller en conformidad con la Comunicación de la Comisión Europea de noviembre de 2019:

$$\beta_A = \beta_D * \frac{D}{E + D} + \beta_E * \frac{E}{E + D}$$

donde:

β_A = beta desapalancada, valor a calcular

β_D = beta de la deuda = 0,1

β_E = beta apalancada = obtenido de Bloomberg para cada compañía

$D/(E+D)$ = apalancamiento = obtenido de Bloomberg para cada compañía

$E/(E+D)$ = fondos propios sobre valor de la empresa = 1 – $D/(E+D)$

Tabla 11 Betas de empresas comparables para los operadores integrados

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,84	48,85%	0,48
Elisa OYJ	0,46	13,61%	0,41
KPN	0,75	39,12%	0,49
NOS	0,78	31,90%	0,57
Orange SA	0,79	50,19%	0,44
Proximus	0,62	23,02%	0,5
Tele 2	0,64	21,32%	0,52
Telecom Italia	1,08	68,24%	0,42
Telefónica	1,12	55,29%	0,56
Telekom Austria	0,69	37,66%	0,47
Telenet	0,7	48,71%	0,41
Telenor	0,42	27,04%	0,33

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Telia	0,68	35,81%	0,48
Vodafone	0,9	48,26%	0,52
PROMEDIO			0,47

Una vez obtenida la beta desapalancada calculada como la media aritmética de las betas desapalancadas de cada operador, se procede a reapalancar ese valor con la estructura financiera media de las empresas comparables y con la beta de la deuda, obteniendo la beta reapalancada a emplear en la fórmula del WACC. La fórmula es:

$$\beta_{E'} = \frac{\beta_A}{1 - \frac{D}{E+D}} - \frac{\beta_D * \frac{D}{E+D}}{1 - \frac{D}{E+D}}$$

donde:

β_A = antes calculada = 0,47

β_D = beta de la deuda = 0,1

$\beta_{E'}$ = beta (re)apalancada = valor a calcular

D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 39,22%

El resultado de la beta reapalancada para los operadores integrados es de **0,71**.

En el caso del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se ha utilizado la misma metodología descrita para los operadores integrados.

Tabla 12 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Empresa	Beta apalancada	Apalancamiento	Beta desapalancada
American Tower	0,77	0,34	0,54
Cellnex	0,58	0,27	0,45
Crown Castle	0,74	0,23	0,60
Inwit	0,61	0,11	0,55
Rai Way	0,78	0,03	0,76
SBA	0,79	0,33	0,57
PROMEDIO			0,58

Siguiendo la metodología antes descrita, la fórmula para el cálculo de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es la siguiente:

$$\beta_{E'} = \frac{\beta_A}{1 - \frac{D}{E+D}} - \frac{\beta_D * \frac{D}{E+D}}{1 - \frac{D}{E+D}}$$

donde:

β_A = antes calculada = 0,58

β_D = beta de la deuda = 0,1

$\beta_{E'}$ = beta (re)apalancada = valor a calcular

D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 21,80%

El resultado de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es de **0,71**.

III.3. PROPUESTA DE WACC

En la siguiente tabla se detallan las estimaciones de los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los operadores integrados y al servicio portador de difusión de la señal de televisión para los tres ejercicios anteriores (2018, 2019 y 2020). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2021 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC propuesto con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

Tabla 13 WACC 2018-2021 desglosado por parámetros

	WACC 2018	WACC 2019	WACC 2020	WACC 2021
Parámetros económicos generales				
Tasa libre de riesgo [R _f]	1,54%	1,48%	1,30%	1,01%
Ajuste QE	1,00%	1,00%	1,00%	0%
Prima riesgo mercado [P _m]	5,25%	5,00%	5,31%	5,50%
Tasa impositiva nominal [t]	25%	25%	25,00%	25,00%
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [D/(D+E)]				
Op. Integrados	0,36	0,37	0,37	0,39
Cellnex	0,32	0,30	0,23	0,22
Prima de la deuda [ρ]				
Op. Integrados	0,33%	0,64%	1,30%	1,15%
Cellnex	0,87%	1,32%	1,45%	1,58%
Beta desapalancada [β _a]				
Op. Integrados	0,61	0,58	0,53	0,47
Cellnex	0,59	0,57	0,48	0,58
Beta de la deuda [β _d]				
	-	-	0,1	0,1
Beta reapalancada [β _{e'}]				

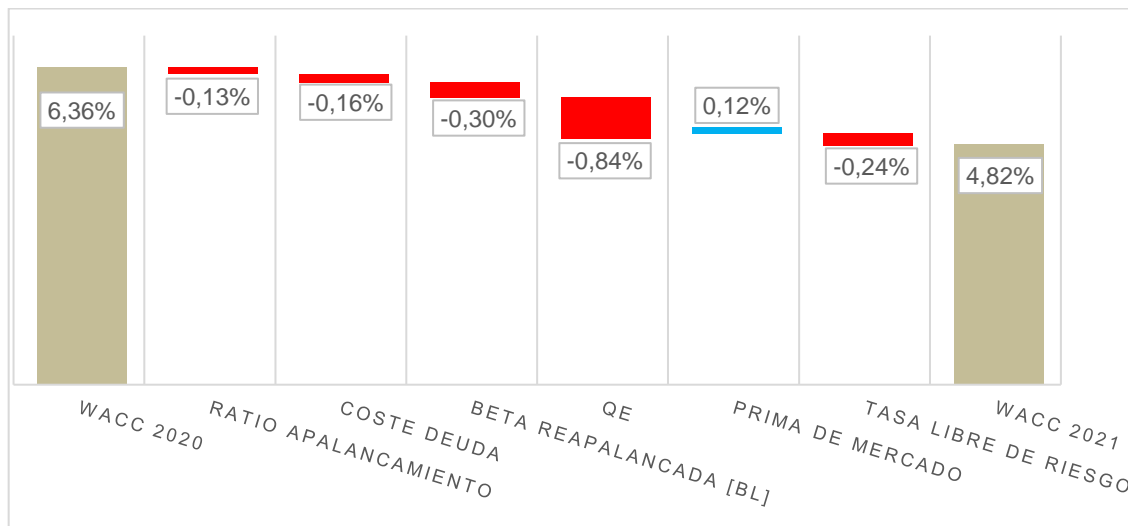
	WACC 2018	WACC 2019	WACC 2020	WACC 2021
Op. Integrados	0,87	0,85	0,78	0,71
Cellnex	0,73	0,7	0,72	0,71
E/(E+D)				
Op. Integrados	63,96%	62,56%	0,63	0,61
Cellnex	75,67%	76,89%	0,77	0,78
Coste de los recursos propios $[K_e] = R_f + (P_m * \beta_e)^{16}$				
Op. Integrados	7,11%	6,70%	6,43%	4,91%
Cellnex	6,38%	5,97%	6,14%	4,91%
Coste de los recursos ajenos $[K_d] = (R_f + \rho)$				
Op. Integrados	1,57%	1,84%	2,60%	2,16%
Cellnex	1,81%	2,10%	2,75%	2,59%
WACC después de impuestos $WACC = (E/(D+E)*K_e) + (D/(D+E)*K_d*(1-t))$				
Op. Integrados	5,11%	4,88%	4,77%	3,62%
Cellnex	5,26%	5,08%	5,21%	4,27%
WACC antes de impuestos $WACC_{AI} = WACC/(1-t)$				
Op. Integrados	6,82%	6,51%	6,36%	4,82%
Cellnex	7,02%	6,77%	6,94%	5,69%

En la tabla anterior se puede observar cómo los valores del WACC para ambos mercados sufren una disminución con respecto a 2020.

En cuanto a la comparativa entre los años 2020 y 2021, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución de cada parámetro en la variación final del WACC antes de impuestos tanto para los operadores integrados como para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

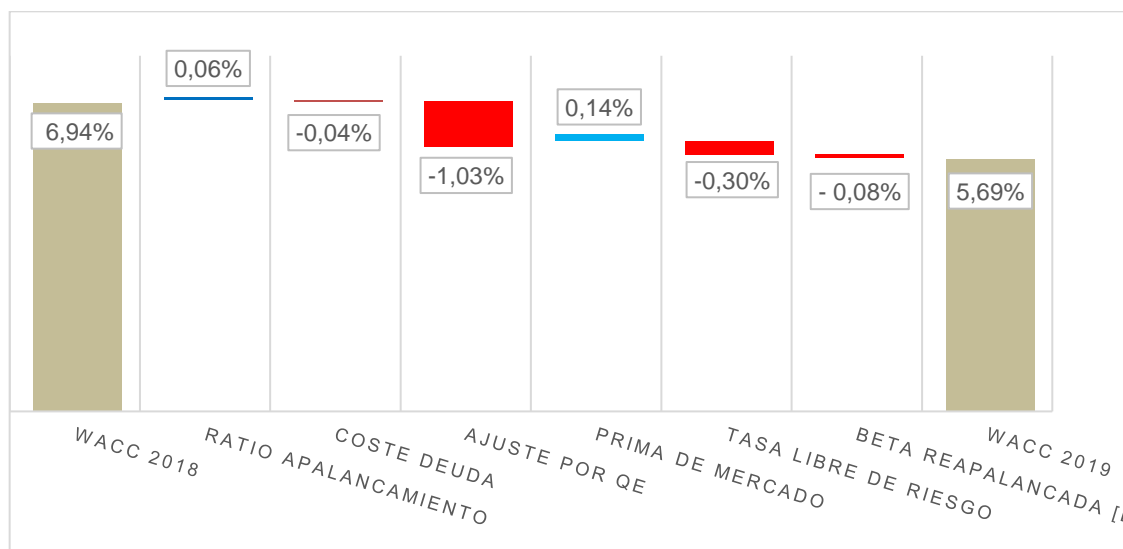
¹⁶ Hasta 2020 incluye el ajuste QE

Ilustración 1 Factores de cambio WACC 2020 y 2021 para los operadores integrados



Los principales factores de disminución del WACC entre los años 2020 y 2021 para los operadores integrados son la supresión del ajuste QE¹⁷, la beta reapalancada y la tasa libre de riesgo. Por el contrario, la prima de mercado origina el único efecto positivo de variación en el WACC.

Ilustración 2 Factores de cambio WACC 2020 y 2021 para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión



¹⁷ El ajuste QE (*quantitative easing*) era un ajuste previsto en la metodología anterior que tenía en cuenta los efectos de la reducción de la rentabilidad de los activos sujetos a este programa de recompra del BCE e incrementaba en 100pb la tasa libre de riesgo.

Los principales factores de disminución en el WACC entre los años 2020 y 2021 para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión son la supresión del ajuste QE y la disminución de la tasa libre de riesgo. Por el contrario, la prima de mercado y la ratio de apalancamiento originan los efectos positivos de variación en el WACC.

IV. APORTACIONES EN EL TRÁMITE DE INFORMACIÓN PÚBLICA

A continuación, se resumen las principales aportaciones al trámite de información pública presentadas por Cellnex, Orange y Telefónica y la respuesta de esta Sala a las mismas.

Sobre el ajuste QE

En el trámite de alegaciones, Telefónica solicita que la supresión del ajuste QE se realice de forma progresiva durante varios ejercicios para que la bajada del WACC con respecto al ejercicio anterior no sea tan brusca. En este sentido, pide aplicar un ajuste gradual, como un “*glide-path*”, durante 2 años para impulsar incentivos a la inversión, afirmando que no supondría un perjuicio para la competencia.

Por otra parte, Cellnex solicita mantener el ajuste QE en el ejercicio 2021 debido a la continuidad de las circunstancias excepcionales derivadas de la incertidumbre generada por la pandemia COVID-19, que justificaron el ajuste del ejercicio anterior. Además, indica que el periodo transitorio definido por la CE para aplicar ajustes a la metodología aún está vigente puesto que finalizó en julio de 2021 y que no aplicar el ajuste QE genera una distorsión intersectorial en el mercado que sitúa en desventaja al sector de las telecomunicaciones frente a otros sectores regulados como el transporte o la distribución de electricidad y gas, que sí han aplicado dicho ajuste.

Respuesta de la Sala

La Comunicación de la CE estableció un periodo transitorio hasta julio de 2021 en el que se permitía realizar un ajuste a la tasa libre de riesgo por las políticas expansivas del BCE con el objetivo de permitir una transición más suave a la nueva metodología. Dicho periodo transitorio aplica a la fecha de la notificación de la medida del WACC a la Comisión. Si bien es cierto que este WACC se aplicará en la contabilidad de costes de 2021 de los operadores obligados, no debe obviarse que su aplicación en forma de revisión de precios mayoristas aplicaría con posterioridad a dicha fecha. Además, cabe recordar que la CNMC también utiliza la WACC en otros expedientes en el que se utilizan modelos bottom-up prospectivos, como en los precios de la capacidad NEBA. Por lo tanto, no procede la aplicación del ajuste QE para el WACC 2021.

En conclusión, esta Sala desestima ambas alegaciones.

Sobre la aplicación del WACC a las ofertas mayoristas de red legada

En el trámite de alegaciones, Orange alega que el ámbito de aplicación de la metodología del WACC corresponde a las redes heredadas, por lo que también debería aplicarse de forma inmediata en el cálculo de los precios regulados de alquiler de infraestructuras de la oferta MARCo y en los precios de transporte/capacidad de las ofertas NEBA Cobre y NEBA Fibra.

Respuesta de la Sala

Como bien conoce Orange, la CNMC primero calcula el WACC y posteriormente revisa los precios mayoristas de las ofertas mayoristas correspondientes, que se ven afectados no solo por la WACC, sino por múltiples factores. En los procedimientos de actualización de precios mayoristas siempre se usa el WACC más reciente y así se seguirá haciendo en los expedientes a los que hace referencia Orange.

Sobre la aplicación del WACC en redes distintas de las redes legadas

Orange también cuestiona la aplicación del WACC a redes distintas de las legadas (redes móviles y redes de nueva generación en general, fijas o móviles). Según Orange, esta aplicación puede conllevar la infravaloración de las inversiones. En concreto, según Orange la prima de riesgo de mercado del 5,50% no refleja el retorno esperado de las inversiones en estas nuevas redes.

En conclusión, Orange considera que no debe procederse a la revisión del WACC en los ámbitos de las redes móviles y de las redes NGA, ciñéndose exclusivamente su aplicación a la regulación de las redes legadas.

Respuesta de la Sala

La aplicación del WACC en el ámbito de las redes móviles se debe a que esta metodología está concebida para los operadores integrados porque representan el perfil mayoritario en los mercados español y europeo de comunicaciones electrónicas.

Además, se calcula el WACC con enfoque de empresa y se tiene en cuenta que todos los operadores integrados, de alguna u otra forma, prestan sus servicios mediante redes combinadas de tecnologías fijas y móviles legadas y redes NGA. Por tanto, el WACC calculado sí que refleja el retorno esperado del mix de inversión de cada una de las empresas. Además, la obligación del cálculo del WACC surge de la necesidad de aplicar este parámetro en los modelos contables, los cuales incluyen el conjunto de los activos de la empresa, entre los cuales tiene cada año más predominancia las redes NGA. En todo caso, cabe añadir que los precios mayoristas de la red NGA fija de Telefónica, la única sujeta a regulación, siguen un esquema de replicabilidad económica, por lo que la prima

de riesgo NGA no afectaría a dichos precios (solo afectaría si los precios mayoristas de los servicios NGA de Telefónica estuvieran orientados a costes).

En cuanto a la aplicación de la metodología sobre las redes móviles cabe señalar que la Comunicación de la CE establece en el párrafo 6 que “a efectos de la presente Comunicación, por «infraestructura heredada» se entiende la infraestructura de un operador con un poder de mercado significativo que no está sujeto a ninguna prima de acceso de nueva generación (NGA, por sus siglas en inglés)”. Por tanto, las redes móviles se consideran asimilables a infraestructura heredada ya que no están sujetas a ninguna prima NGA en lo que respecta al uso del WACC.

Por último, la Comisión Europea también ha apuntado la posibilidad de establecer unas directrices sobre el cálculo de la prima de riesgo NGA en el *Staff Working Document* que acompaña a la Comunicación de la CE¹⁸. En ese caso, la CNMC seguirá dichas directrices para realizar el cálculo para mercado español.

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

RESUELVE

PRIMERO - Aprobar la tasa anual del coste del capital para 2021 de los operadores Telefónica de España S.A.U., Telefónica Móviles España, S.A.U, Vodafone España, S.A., Orange Espagne S.A.U. y Cellnex Telecom, S.A. según los valores reflejados en la siguiente tabla.

WACC antes de impuestos 2021	
Telefónica de España S.A.U.	
Telefónica Móviles España, S.A.U.	4,82%
Vodafone España, S.A.	
Orange Espagne S.A.U.	
Cellnex Telecom, S.A.	5,69%

¹⁸ “Therefore, the Commission services underlined that the Notice and the accompanying Staff working document would focus on the review of notifications from NRAs under Article 7 of the Framework Directive that include WACC calculations for legacy networks. BEREC and the Commission services agreed to cooperate further to define the scope of potential future work on the appropriate approach to price regulation, if any, of very high capacity networks.” https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62834

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

GLOSARIO

AI: Antes de Impuestos

ANR: Autoridad Nacional de Reglamentación

BCE: Banco Central Europeo

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

CE: Comisión Europea

CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

DMS: Dimson, Marsh & Staunton

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

STOXX Europe TMI: es un índice bursátil compuesto de las principales compañías por capitalización bursátil europeas diseñado por STOXX Ltd.

K_d : Coste de la deuda

K_d' : Coste de la deuda después de impuestos

K_e : Coste del *equity* (coste de los fondos propios)

R_f : *Risk-free rate* (tasa libre de riesgo o tipo sin riesgo)

S&P500: Standard & Poor's

T: Tipo impositivo

UE: Unión Europea

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

WACC_{AI}: WACC antes de impuestos

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

β : Parámetro Beta

β_D : Beta de la deuda

β_E : *Equity Beta* (Beta apalancada)

β_E' : *Relevered Beta* (Beta reapalancada)

β_A : *Asset Beta* (Beta desapalancada)

ρ : Prima de la deuda