

# RESOLUCIÓN POR LA CUAL SE APRUEBA LA DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2022 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO Y SE ACUERDA SU NOTIFICACIÓN A LA COMISIÓN EUROPEA Y AL ORGANISMO DE REGULADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS

(WACC/DTSA/008/22)

## CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

### Presidente

D. Ángel Torres Torres

### Consejeros

D. Xabier Ormaetxea Garai

D<sup>a</sup>. Pilar Sánchez Núñez

D<sup>a</sup>. María Ortiz Aguilar

D<sup>a</sup>. María Pilar Canedo Arrillaga

### Secretaria

D.<sup>a</sup> María Ángeles Rodríguez Paraja

En Madrid, a 26 de enero de 2023

Visto el expediente relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2022 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 DE HECHO

### Primero. Metodologías e informe del BEREC

El 6 de noviembre de 2019, la Comisión Europea (CE) publicó la Comunicación sobre la armonización a nivel europeo del cálculo del WACC<sup>1</sup> de la infraestructura heredada en el sector de las comunicaciones electrónicas<sup>2</sup>. En esta Comunicación se detallan criterios de cálculo que sirven de referencia a los reguladores de comunicaciones electrónicas de la Unión Europea.

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 mercado (en adelante, la metodología 2021).

BEREC, con la colaboración de la CE, publicó con fecha 14 de junio de 2022 el informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC para su aplicación en 2022<sup>3</sup>.

### Segundo. Consulta pública

Con fecha de 29 de julio de 2022 se inició procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC y se publicó en el BOE del 4 de agosto de 2022 el trámite de información pública del procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2022.

Durante el período de consulta pública presentaron alegaciones Telefónica y Cellnex, con fechas 15 y 16 de septiembre, respectivamente.

---

<sup>1</sup> *Weighted Average Cost of Capital, en español Coste Medio Ponderado del Capital.*

<sup>2</sup> Disponible en: [https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc\\_id=62833](https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62833)

<sup>3</sup> Disponible en:

[https://www.berec.europa.eu/sites/default/files/files/document\\_register\\_store/2022/6/BoR%20%2822%29%2070%20BEREC%20Report%20on%20WACC%20parameters%202022.pdf](https://www.berec.europa.eu/sites/default/files/files/document_register_store/2022/6/BoR%20%2822%29%2070%20BEREC%20Report%20on%20WACC%20parameters%202022.pdf)

## Tercero. Proyecto de medida

Con fecha 17 de noviembre de 2022, la Sala de Supervisión Regulatoria aprobó la Resolución por la que se acuerda notificar a la Comisión Europea, a las Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANR) 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 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 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

Con fecha 19 de diciembre de 2022, la Comisión Europea ha dirigido a la CNMC un escrito en el que indica que tiene una observación al proyecto de medida notificado (con referencia ES/2022/2419).

Con fecha 19 de diciembre de 2022, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital ha dirigido a la CNMC un escrito en el que indica que no tiene observaciones al proyecto de medida notificado.

## II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

### Primero. Habilitación competencial

De conformidad con lo establecido en el artículo 100.2.c de la Ley 11/2022, de 28 de junio, 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 18.1.f 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.a de la citada LGTel recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos *“fomentar la competencia efectiva y sostenible en los mercados de telecomunicaciones para potenciar al máximo los intereses y beneficios para las empresas y los consumidores, principalmente en términos de bajada de los precios, calidad de los servicios, variedad de elección e innovación, teniendo 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 100.2.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 y el ámbito geográfico de los mismos, cuyas características pueden justificar la imposición de obligaciones específicas, en los términos establecidos en los artículos 15 y 16 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.”*

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) mercado de acceso local al por mayor facilitado en una ubicación y acceso central al por mayor facilitado en una ubicación fija para productos del mercado de masas, (v) mercados de segmentos troncales de líneas arrendadas al por mayor, (vi) mercado de acceso de alta calidad al por mayor facilitado en una ubicación fija y (vii) 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 2022. De conformidad con los preceptos citados, la CNMC resulta competente para el cálculo del WACC.

Atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 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, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

## **Segundo. Adopción de la medida definitiva**

Conforme al artículo 32 del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas, y al artículo 5 del Reglamento de Mercados, la CNMC notificará las resoluciones que puedan tener repercusiones en los intercambios entre los Estados miembros, junto a sus motivaciones, a la Comisión Europea, al ORECE y a las ANR de los otros Estados miembros de la Unión Europea, cuando dichas resoluciones 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.

Tal y como se ha expuesto en los antecedentes de hecho de la presente Resolución, teniendo en cuenta las alegaciones presentadas por los operadores a la consulta pública, se procedió a notificar 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 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado 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 formularan sus observaciones.

En fecha 19 de diciembre de 2022, la Comisión Europea remitió un escrito de comentarios al proyecto de medida notificado.

En fecha 19 de diciembre de 2022, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital remitió un escrito por el que comunicaba que no tenía observaciones al proyecto de medida notificado.

Habiendo transcurrido el plazo de un mes establecido en el artículo 32 del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas desde que se notificó el proyecto de medida el ORECE y otras ANR no han formulado observaciones al mismo.

En consecuencia, en virtud de la presente Resolución se aprueba el establecimiento de la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado en los mismos términos que el proyecto de medida notificado el 19 de noviembre, tal y como consta en el Documento 1 adjuntado.

Por último, procede la comunicación de la presente Resolución a la Comisión Europea y al ORECE, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 32, apartado 8, del Código Europeo de las Comunicaciones Electrónicas.

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 la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC: 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., que se adjunta como Documento 1. Los valores aprobados para cada uno de los operadores son los contenidos en la siguiente tabla:

<b>WACC antes de impuestos 2022</b>	
Telefónica de España S.A.U.	
Telefónica Móviles España, S.A.U.	5,20%
Vodafone España, S.A.	
Orange Espagne S.A.U.	
Cellnex Telecom, S.A.	6,35%

**SEGUNDO.** Comunicar a la Comisión Europea y al Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2022 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC

**TERCERO.** Acordar la publicación del presente acto en el Boletín Oficial del Estado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15.1 de la LGTel.

**CUARTO.** La presente Resolución surtirá efectos a partir del día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual y notifíquese a los interesados:

COMISIÓN EUROPEA

CELLNEX TELECOM, S.A.

MINISTERIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL

ORANGE ESPAGNE S.A.U. UNIPERSONAL

TELEFÓNICA DE ESPAÑA S.A.U. UNIPERSONAL

TELEFÓNICA MÓVILES ESPAÑA, S.A.U. UNIPERSONAL

VODAFONE ESPAÑA, S.A. UNIPERSONAL

La presente resolución agota la vía administrativa, no siendo susceptible de recurso de reposición. Puede ser recurrido, no obstante, ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional en el plazo de dos meses, de conformidad con lo establecido en la disposición adicional cuarta, 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio.

## DOCUMENTO 1

# DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2022 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO POR LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA

WACC/DTSA/008/22/ WACC 2022

## TABLA DE CONTENIDO

<b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>10</b>
<b>II. LA FUNCIÓN DEL BEREC Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS .....</b>	<b>11</b>
<b>III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2022 .....</b>	<b>11</b>
<b>Primero. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES .....</b>	<b>11</b>
A. TASA LIBRE DE RIESGO .....	12
B. PRIMA DE MERCADO.....	18
C. TASA IMPOSITIVA .....	20
<b>Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA.....</b>	<b>20</b>
A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES .....	20
B. ESTRUCTURA FINANCIERA.....	21
C. PRIMA DE LA DEUDA .....	22
D. COEFICIENTE BETA.....	25
<b>Tercero. PROPUESTA DE WACC .....</b>	<b>28</b>
<b>Cuarto. OTRAS ALEGACIONES.....</b>	<b>30</b>
<b>IV. COMENTARIOS DE LA COMISIÓN EUROPEA.....</b>	<b>32</b>



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado .....	18
Tabla 2 Empresas comparables para los operadores integrados .....	20
Tabla 3 Empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión .....	21
Tabla 4 Estructura financiera de empresas comparables para los operadores integrados .....	21
Tabla 5 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión .....	22
Tabla 6 Prima de la deuda de empresas comparables para los operadores integrados .....	23
Tabla 7 Prima de la deuda de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión .....	24
Tabla 8 Betas de empresas comparables para los operadores integrados .....	26
Tabla 9 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión .....	27
Tabla 10 WACC 2019-2022 desglosado por parámetros .....	28

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años y valor resultante de la aplicación de la metodología 2021 (1 de abril 2017 – 30 de junio 2022) .....	13
Ilustración 2 Rentabilidad del bono español a 10 años y valor resultante de la aplicación de la metodología 2021 (1 de abril 2017 – 30 de septiembre 2022) .....	17
Ilustración 3 Factores de cambio WACC 2021 y 2022 para los operadores integrados .....	29
Ilustración 4 Factores de cambio WACC 2021 y 2022 para del servicio portador de difusión de la señal de televisión .....	30

## 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 costes<sup>4</sup>. 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.<sup>5</sup>

Para ello, sigue una metodología aprobada por la CNMC el 6 de mayo de 2021<sup>6</sup> en la que se incorporó lo dispuesto en la Comunicación de la Comisión Europea (CE) de 6 de noviembre<sup>7</sup> 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 de la tasa de retorno para el ejercicio 2022, tanto para los operadores integrados como para Cellnex.

---

<sup>4</sup> 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 este expediente, comparativas europeas de modelos retributivos y recomendaciones de buenas prácticas regulatorias, etc.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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\\_4.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/3503513_4.pdf)

<sup>7</sup> 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](https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=62833)

## II. LA 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 2022 fue publicado por el BEREC el 14 de junio de 2022<sup>8</sup>. Este informe debe ser utilizado por las ANR en sus cálculos anuales del WACC. El informe contiene las siguientes estimaciones o cálculos:

- Cálculo de la tasa libre de riesgo para cada Estado miembro a partir de los datos de Eurostat.
- Cálculo de la prima de riesgo de mercado única a nivel de UE.
- 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 serán calculados y publicados directamente por el BEREC, mientras que los valores de la beta, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda serán calculados 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 2022

A continuación, se muestra el cálculo del WACC para su aplicación en los modelos de contabilidad regulatoria del ejercicio 2022 y en aquellos procedimientos que lo requieran hasta la aprobación del WACC correspondiente al ejercicio 2023. Algunos parámetros son comunes para los operadores integrados y para el servicio portador de difusión de la señal de televisión, mientras que otros parámetros difieren entre sectores.

### Primero. 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.

---

<sup>8</sup> WACC parameters Report 2022: <https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-wacc-parameters-report-2022>

## A. TASA LIBRE DE RIESGO

Según la Metodología 2021, 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 2017 a 31 de marzo de 2022. El resultado es de 0,84% y la fuente es el informe BEREC 2022.

Por otro lado, es innegable que la situación económica internacional ha sufrido un cambio brusco en la tendencia de los tipos de interés y en la inflación a partir del segundo trimestre de 2022<sup>9</sup>. Sin embargo, la Metodología 2021 para el cálculo del WACC emplea un enfoque histórico como estimador de sus parámetros para un horizonte temporal desde 2022 hasta la aprobación del próximo WACC, correspondiente al ejercicio 2023. En consecuencia, hay un desacople entre los valores económicos-financieros empleados en el cálculo del WACC y los valores existentes o la realidad económica del periodo de aplicación del WACC. Por ejemplo, la rentabilidad actual del bono español a 10 años se sitúa por encima del 3%, más del triple que el valor estimado para la tasa libre de riesgo según el informe BEREC 2022.

De forma visual, en el siguiente gráfico se observa que el valor estimado de la tasa libre de riesgo (línea naranja) presenta una desviación significativa con respecto a los valores observados desde marzo de 2022, que son los que intenta anticipar hasta el último mes disponible a fecha de la consulta pública.

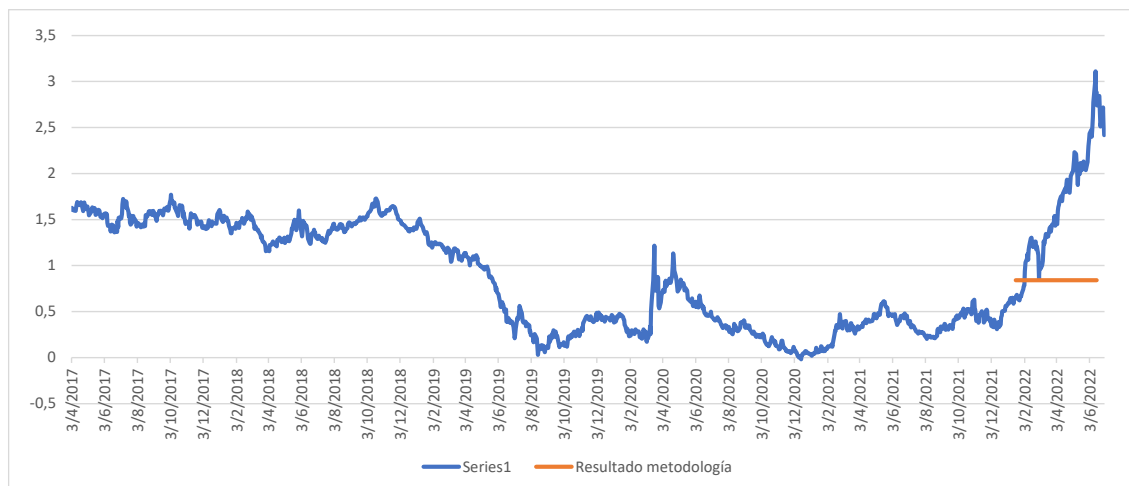
---

<sup>9</sup> El 8 de septiembre de 2022 el Banco Central Europeo anunció una subida de 75 pb de los tipos de interés, situándose en 1,25%.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.en.html>

Asimismo, el 27 de octubre anunció una subida al 2%:  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221027~df1d778b84.en.html>

**Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años y valor resultante de la aplicación de la metodología 2021 (1 de abril 2017 – 30 de junio 2022)**



Por ello, de manera excepcional, en este ejercicio, se considera que se debe mejorar la estimación del cálculo de la tasa libre de riesgo incorporando los datos más recientes de la rentabilidad del bono español a 10 años porque la serie histórica del informe del BEREC no recoge los efectos del contexto económico actual (guerra de Ucrania, repunte inflacionario, aumento del precio de las materias primas) sobre la tasa libre de riesgo.

Por lo tanto, para el ejercicio 2022 en la consulta pública se realizó una media aritmética entre el valor calculado en el informe del BEREC y el resultante de la media aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2022 y 30 de junio de 2022 (2,18%). **El resultado fue de 1,51%.**

Bajo las circunstancias excepcionales de 2022 anteriormente señaladas, este valor resultante es un mejor predictor o reflejo de la actual tasa libre de riesgo de España que el valor obtenido del informe del BEREC.

Asimismo, la propuesta de 1,51% está alineada con los valores del resto de Estados Miembros mostrados en el informe del BEREC por dos motivos. En primer lugar, está dentro del rango de valores de los diferentes Estados Miembros de la UE. En segundo lugar, es inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “*credit rating*” similar (2,10%)<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Esta media se ha calculado a partir de las tasas libres de riesgo de los Estados Miembros que, al igual que España, cuentan con un “*credit rating*” de riesgo moderado (BAA): Bulgaria, Hungría, Italia, Portugal y Rumanía.

Al mismo tiempo, el valor calculado de 1,51% respeta el enfoque histórico establecido en la Comunicación de la CE, y consecuentemente en la Metodología 2021, ya que el 50% del valor se corresponde con datos históricos previos a la subida repentina de la rentabilidad del bono español. Este enfoque histórico se traduce en un resultado inferior a los valores actuales de la rentabilidad del bono español.

Por último, el valor calculado es inferior al que se obtendría en otras alternativas de cálculo basadas en datos históricos. Por ejemplo, tomando una serie temporal más amplia, de 10 años (desde abril 2012 a marzo 2022), se obtendría un valor de 1,96%.

En conclusión, en comparación con el valor original contenido en el informe del BEREC, se puede afirmar que el valor de 1,51% recogido en el informe de la consulta pública es una estimación más representativa de la tasa libre de riesgo dado el contexto económico actual. Además, se ha mostrado que es un cálculo prudente al ser inferior al valor actual de la cotización del bono español a 10 años.

### **Alegaciones de Telefónica**

Telefónica señala un profundo desacople entre los valores económico-financieros empleados en el cálculo del WACC y los valores reales existentes en el periodo de aplicación del WACC a causa de la alta inflación y el alza de los tipos de interés. Asimismo, está conforme con el enfoque de la consulta pública de adaptación del cálculo. Telefónica añade que en las últimas semanas del mes de agosto se ha acelerado el incremento del coste de financiación del Tesoro<sup>11</sup>.

Telefónica también recuerda que el precio del dinero subió en la zona euro en 75 puntos básicos, el mayor incremento decidido nunca por el BCE, en respuesta a la escalada imparable de los precios en la zona euro y al grave debilitamiento del euro, al filo de la paridad con el dólar justo en pleno shock energético en Europa y cuando gran parte de los bienes y en especial de los energéticos se paga en dólares estadounidenses.

Por lo anterior, Telefónica propone mejorar la estimación del cálculo de la tasa libre de riesgo incorporando los datos más recientes de la rentabilidad del bono

---

<sup>11</sup> En la deuda a 10 años, el 1 de septiembre el Tesoro Español vendió 1.667 millones de euros a un tipo marginal del 2,822%, que contrasta con el 1,991% de la subasta del 4 de agosto o el 0,395% de diciembre de 2021.

español a 10 años hasta el 30 de septiembre e incluso, si fuese posible, hasta el 31 de octubre para recoger más fielmente la situación actual del mercado y cualquier hecho excepcional que pudiese producirse durante dichas fechas.

### **Alegaciones de Cellnex**

Cellnex alega que el ajuste planteado por la CNMC es insuficiente porque se basa en un enfoque histórico para estimar parámetros para el periodo temporal que abarca desde el 2022 hasta la aprobación del WACC 2023 y el valor resultante dista de los valores observados hasta el momento y de la tendencia al alza en la evolución de los bonos y las expectativas a futuro. De hecho, desde principios de 2022, el mercado de bonos experimenta una tendencia marcadamente creciente por lo que considera que el cálculo del Rf debe incluir valores más actualizados, así como las estimaciones disponibles, o sea, datos hasta final de año, tanto con datos reales como con estimaciones futuras. Además, también propone adecuar a 10 años la ventana de observación de las rentabilidades, con el objetivo de limitar el impacto de las circunstancias excepcionales actuales, dotando así de mayor estabilidad al valor.

En conclusión, Cellnex propone el recálculo la tasa libre de riesgo como la media aritmética de la rentabilidad semanal del bono español con vencimiento a 10 años para unas observaciones a 10 años hasta marzo de 2022 (1,96%), de la serie entre abril y septiembre de 2022 (2,25%) y el forward 3 meses del bono español (2,87%), resultando un valor final de 2,36%<sup>12</sup>.

Cellnex manifiesta que su valor propuesto supone mayor consistencia y alineación con otros sectores también regulados por la CNMC, que obtuvieron valores muy superiores (cercaos al 3%) en contextos macroeconómicos favorables.

### **Respuesta de esta Sala a las alegaciones de Telefónica y Cellnex**

En primer lugar, esta Sala considera adecuada la propuesta de Telefónica de ampliar el periodo de cálculo de la rentabilidad del bono español a 10 años hasta el 30 de septiembre. La situación económica y financiera internacional (*shock* energético internacional, tasa de inflación elevada, ...) ha provocado que haya

---

<sup>12</sup> El *forward* del bono español es un tipo de contrato a futuro. En este contrato las dos partes acuerdan comprar/vender el bono español a 10 años a un precio específico en el plazo de 3 meses. Por tanto, el valor del *forward* puede ser un indicador anticipado de la valoración futura que el mercado hace de un activo.



continuado la tendencia alcista de los tipos de interés en la zona euro en los últimos 3 meses<sup>13</sup>. Esto hace que esta Sala considere apropiado ampliar el periodo de cálculo de los valores más recientes desde el 30 de junio hasta el 30 de septiembre en aras de recoger de la manera más fehaciente la situación económica-financiera actual y, de esa forma, que el WACC resultante refleje de forma más precisa la situación actual de los tipos de interés y la inflación.

En el caso de las alegaciones de Cellnex, una de ellas se basa en añadir un enfoque prospectivo al cálculo de la tasa libre de riesgo mediante el uso de un *forward* de 3 meses del bono español a 10 años. Esta propuesta contraviene lo establecido en la Comunicación de la CE en cuanto al uso exclusivo de un enfoque histórico para el cálculo de los diferentes parámetros. Además, tal como se ha indicado anteriormente para la alegación de Telefónica y respecto a una de las alegaciones de Cellnex, esta Sala considera adecuado ampliar la serie más reciente de rentabilidad del bono español a 10 años del 30 de junio 2022 al 30 de septiembre de 2022.

De forma visual, en el siguiente gráfico se observa que el valor estimado de la tasa libre de riesgo (línea naranja) presenta una desviación significativa con respecto a los valores observados desde marzo de 2022, que son los que intenta anticipar hasta el día 30 de septiembre (línea roja).

---

<sup>13</sup> El tipo de interés actual del BCE, establecido el 2 de noviembre de 2022, es de 2% mientras que, en la fecha de lanzamiento de la consulta pública, agosto de 2022, aquel era de 0,50%. El BCE no establecía un valor tan elevado del tipo de interés desde marzo de 2009.



**Ilustración 2 Rentabilidad del bono español a 10 años y valor resultante de la aplicación de la metodología 2021 (1 de abril 2017 – 30 de septiembre 2022)**



Por otro lado, con respecto a la ampliación del periodo de 5 a 10 años de la serie temporal del bono español de referencia, la Metodología 2021 establece un periodo temporal de 5 años para el cálculo de los diferentes parámetros de la WACC, excepto para la prima de mercado, por lo que no se estima esta alegación de Cellnex. También cabe recordar que la fijación de un horizonte temporal de 5 años pretendía llegar un equilibrio entre una estimación robusta que no estuviera sujeta a oscilaciones puntales y unos datos relativamente recientes que permitieran una mejor estimación de valores futuros. Por tanto, en el contexto de un reciente cambio de tendencia brusco para cuya solución se propone el uso de valores más cercanos en el tiempo (esto es, reforzar la predictibilidad), parece un contrasentido ampliar la serie temporal hacia atrás, lo que precisamente podría debilitar la predictibilidad en aras de una mayor estabilidad del cálculo.

Por lo tanto, de las 3 alegaciones de Cellnex se acepta la propuesta de ampliar la serie más reciente de 3 a 6 meses.

Con respecto a lo manifestado por Cellnex sobre los valores de otros sectores regulados de la CNMC, como la distribución de energía eléctrica o de gas, cabe señalar que tanto el momento en que se calcularon como sus metodologías y el periodo de aplicación son diferentes a los del sector de las comunicaciones electrónicas tratados en este expediente. Además, cabe recordar que la Metodología 2021 empleada por esta Comisión en el sector de las comunicaciones electrónicas ha sido aprobada en el año 2021, ha contado con el visto bueno de la Comisión Europea ya que sigue su Comunicación y es la

empleada por las principales Autoridades Nacionales de Reglamentación del sector de las comunicaciones electrónicas en la UE, como las de Alemania (BNetzA), Francia (ARCEP) o Portugal (ANACOM).

En conclusión, la tasa libre de riesgo resultante para el WACC 2022 será la media aritmética de la serie temporal de 5 años recogida en el informe del BEREC (0,84%), desde el 1 de abril de 2017 hasta el 31 de marzo de 2022, y de un periodo de 6 meses más reciente (2,29%), desde el 1 de abril de 2022 hasta el 30 de septiembre de 2022. El valor resultante de la tasa libre de riesgo es de 1,57%.

## B. PRIMA DE MERCADO

De acuerdo con la Metodología 2021, 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 DMS<sup>14</sup> 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 1 Datos de origen para la prima de mercado**

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Austria	1900-1920 y 1923-2021	28,2%	18,1%	21,3%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2021	13,2%	5,3%	8,2%	DMS
Bélgica	1900-2021	10,3%	5,9%	4,3%	DMS
Bulgaria	2006-2021	13,1%	4,4%	9,3%	Bloomberg
Chipre	2015-2021	31,4%	2,4%	28,4%	Bloomberg
Croacia	2006-2021	8,5%	4,5%	5,0%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2021	11,6%	6,5%	5,2%	DMS
Eslovaquia	2005-2021	7,7%	4,6%	3,7%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2021	9,1%	4,2%	5,6%	Bloomberg
España	1900-2021	11,3%	8,0%	3,5%	DMS

<sup>14</sup> Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2021, Credit Suisse.

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Estonia	2021	7,5%	-8,0%	16,9%	Bloomberg
Finlandia	1900-2021	16,4%	7,2%	9,0%	DMS
Francia	1900-2021	12,9%	7,4%	5,4%	DMS
Grecia	1993-2021	21,4%	16,1%	-4,8%	DMS
Hungría	2001-2021	9,1%	5,2%	5,6%	Bloomberg
Italia	1900-2021	14,1%	7,5%	6,3%	DMS
Letonia	2005-2021	10,6%	1,8%	9,9%	Bloomberg
Lituania	2005-2021	9,4%	5,1%	5,5%	Bloomberg
Luxemburgo	2016-2021	6,2%	1,9%	4,8%	Bloomberg
Malta		Datos no disponibles			
Países Bajos	1900-2021	10,3%	4,9%	5,7%	DMS
Polonia	2001-2021	8,1%	6,2%	3,2%	Bloomberg
Portugal	1900-2021	16,1%	6,6%	9,2%	DMS
Rep. Checa	2006-2021	7,5%	4,2%	4,1%	Bloomberg
Rep. de Irlanda	1900-2021	10,9%	6,4%	4,7%	DMS
Rumanía	2006-2021	13,2%	1,9%	14,0%	Bloomberg
Suecia	1900-2021	11,9%	6,5%	5,7%	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 bursátil<sup>15</sup> promedio del periodo 2017-2021 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 PIB<sup>16</sup> del periodo 2017-2021 y la longitud de la serie temporal disponible. De esta forma, se puede calcular la serie anual<sup>17</sup> de prima de mercado europea.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Fuente: [https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_10\\_gdp&lang=en](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_10_gdp&lang=en).

<sup>17</sup> El BEREC, al igual que DMS, ha calculado la prima de mercado anual como la diferencia logarítmica.

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 5,70% 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 2022.

### C. TASA IMPOSITIVA

Según la Metodología 2021, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal del Impuesto de Sociedades en España<sup>18</sup>, que para 2022 es de un **25%**.

## Segundo. 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.

### A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES

En el ejercicio 2022, 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. Cabe destacar que para el ejercicio 2022 se han incluido todas las empresas del ejercicio 2021 y se ha añadido una nueva empresa (DIGI), por lo que el listado está conformado por 15 empresas.

**Tabla 2 Empresas comparables para los operadores integrados**

Operador	País
Deutsche Telekom AG	Alemania
DIGI Communications N.V.	Rumanía
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

<sup>18</sup> Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Operador	País
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 2021, y además se ha incluido una nueva empresa (Vantage Towers). Vantage Towers es una empresa filial de Vodafone, con sede en Düsseldorf (Alemania), dedicada a la gestión de infraestructuras de comunicaciones electrónicas (principalmente torres). El comienzo de su cotización en bolsa (Frankfurt Stock Exchange) fue el 18 de marzo de 2021.

**Tabla 3 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
Vantage Towers	Alemania

## B. ESTRUCTURA FINANCIERA

De acuerdo con la Metodología 2021, 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 2017 y 31 de marzo de 2022 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 4 Estructura financiera de empresas comparables para los operadores integrados**

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	52,69%
DIGI	66,60%
Elisa OYJ	13,28%

Comparables	D/(D+E)
KPN	38,55%
NOS	35,39%
Orange SA	50,58%
Proximus	26,66%
Tele 2	22,41%
Telecom Italia	70,52%
Telefónica	58,01%
Telekom Austria	34,35%
Telenet	51,17%
Telenor	29,71%
Telia	36,27%
Vodafone	50,06%
<b>PROMEDIO</b>	<b>42,42%</b>

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

**Tabla 5 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión**

Comparables	D/(D+E)
American Tower	23,34%
Cellnex	34,45%
Crown Castle	17,15%
Inwit	22,00%
Rai Way	2,66%
SBA	30,92%
Vantage Towers	21,50%
<b>PROMEDIO</b>	<b>21,72%</b>

### C. PRIMA DE LA DEUDA

Según la Metodología 2021, 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.

Para su cálculo, se identifican todas las emisiones de deuda para cada operador que cumplen los criterios establecidos en la Metodología 2021. Con la media aritmética para cada semana de las primas de la deuda (diferencia entre rentabilidad del bono corporativo y el bono gubernamental) de las emisiones

identificadas se genera una serie temporal de 5 años de valores semanales de la prima de la deuda. Por último, la prima de la deuda estimada para cada empresa es la media aritmética de todos los valores semanales de la serie temporal antes señalada.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2022 y muestra el detalle del cálculo para las empresas comparables para los operadores integrados<sup>19</sup>:

**Tabla 6 Prima de la deuda de empresas comparables para los operadores integrados**

<b>Empresas Comparables</b>	<b>Prima de la deuda (pb)</b>	<b>Tasa libre de riesgo (doméstica)</b>	<b>Coste de la deuda</b>
Deutsche Telekom	125	-0,09	1,16
DIGI	260	4,23	6,83
Elisa OYJ	69	0,19	0,88
KPN	117	0,05	1,22
NOS	- <sup>20</sup>	1,12	-
Orange SA	84	0,30	1,14
Proximus	96	0,30	1,26
Tele 2	142	0,31	1,73
Telecom Italia	133	1,70	3,03
Telefónica	41	0,84	1,25
Telekom Austria	72	0,20	0,92
Telenet	317	0,30	3,47
Telenor	100	1,45	2,45
Telia	139	0,31	1,70
Vodafone	141	0,91	2,32
<b>PROMEDIO</b>	<b>131</b>		

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para los operadores integrados será 1,31% (131 pb). Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España calculada anteriormente.

Para las empresas del servicio portador de difusión de la señal de televisión se han obtenido los datos a través de Bloomberg. De las siete empresas

<sup>19</sup> En el anexo del informe del BEREC se pueden encontrar de manera detallada todas las emisiones de deuda de cada empresa utilizadas y los respectivos bonos gubernamentales

<sup>20</sup> Para el ejercicio 2022 BEREC no ha calculado la prima de la deuda de NOS ya que no cuenta con ningún bono que cumpla el requisito establecido de fecha de vencimiento tal como se explica en el informe del BEREC (página 27, nota al pie 62)

comparables se han podido obtener pares comparables de emisiones de bonos corporativos y de deuda para seis 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 7 Prima de la deuda de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión**

Bono corporativo	Retorno promedio 5 años	Bono soberano equivalente	Retorno promedio 5 años	Prima de la deuda
<b>CELLNEX</b>				
CLNXSM 1 1/2 06/08/2028 REGS Corp	1,80	SPGB 1.4 04/30/28 Corp	0,12	1,68
CLNXSM 0 1/2 07/05/28 Corp	-1,44	SPGB 1.4 07/30/28 Corp	0,15	-1,59
CLNXSM 1 1/4 01/15/29 Corp	1,82	SPGB 6 01/31/29 Corp	0,14	1,68
CLNXSM 1 7/8 06/26/29 Corp	1,80	SPGB 1.45 04/30/29 Corp	0,16	1,64
CLNXSM 1.9 07/31/29 Corp	2,39	SPGB 0.6 10/31/29 Corp	0,27	2,12
CLNXSM 1 3/4 10/23/30 Corp	2,02	SPGB 1 1/4 10/31/30 Corp	0,33	1,70
CLNXSM 0 3/4 11/20/31 Corp	1,83	SPGB 5 3/4 07/30/32 Corp	0,45	1,38
CLNXSM 2 09/15/32 Corp	2,62	SPGB 5 3/4 07/30/32 Corp	0,63	1,99
CLNXSM 3 7/8 12/20/32 Corp	3,39	SPGB 5 3/4 07/30/32 Corp	1,04	2,35
CLNXSM 2 02/15/33 Corp	2,41	SPGB 2.35 07/30/33 Corp	0,64	1,76
<b>Promedio Cellnex</b>				<b>1,47</b>
<b>AMERICAN TOWER</b>				
AMT 3.95 03/15/29 Corp	2,65	T 5 1/4 02/15/29 Govt	1,33	1,32
AMT 3.8 08/15/29 Corp	2,56	T 6 1/8 08/15/29 Govt	1,24	1,32
AMT 2.9 01/15/30 Corp	2,40	T 1 3/4 11/15/29 Govt	1,15	1,25
AMT 2.1 06/15/30 Corp	2,34	T 6 1/4 05/15/30 Govt	1,17	1,17
AMT 1 7/8 10/15/30 Corp	2,42	T 0 5/8 08/15/30 Govt	1,37	1,05
AMT 2.7 04/15/31 Corp	2,66	T 5 3/8 02/15/31 Govt	1,49	1,17
AMT 2.3 09/15/31 Corp	2,94	T 1 1/4 08/15/31 Govt	1,70	1,25
<b>Promedio American Tower</b>				<b>1,22</b>
<b>CROWN CASTLE</b>				
CCI 4.3 02/15/29 Corp	2,70	T 5 1/4 02/15/29 Govt	1,38	1,32
CCI 3.1 11/15/29 Corp	2,51	T 6 1/8 08/15/29 Govt	1,20	1,32
CCI 3.3 07/01/30 Corp	2,45	T 6 1/4 05/15/30 Govt	1,12	1,33
CCI 2 1/4 01/15/31 Corp	2,43	T 5 3/8 02/15/31 Govt	1,21	1,22
CCI 2.1 04/01/31 Corp	2,68	T 5 3/8 02/15/31 Govt	1,48	1,20
CCI 2 1/2 07/15/2031 Corp	2,72	T 1 5/8 05/15/31 Govt	1,55	1,17
<b>Promedio Crown Castle</b>				<b>1,26</b>
<b>SBA COMMUNICATIONS</b>				



Bono corporativo	Retorno promedio 5 años	Bono soberano equivalente	Retorno promedio 5 años	Prima de la deuda
SBAC 3 1/8 02/01/29 Corp (US78410GAG91 Corp)	4,54	T 1 3/4 01/31/29 Govt	1,99	2,56
SBAC 3 1/8 02/01/29 Corp (US78410GAE44 Corp)	3,73	T 5 1/4 02/15/29 Govt	1,37	2,36
SBAC 3 1/8 02/01/29 Corp (BN5374606 Corp)	3,73	T 5 1/4 02/15/29 Govt	1,37	2,36
<b>Promedio SBA Communications</b>				<b>2,43</b>
<b>INWIT</b>				
INWIM 1 5/8 10/21/28 Corp	1,45	ITALY 6 08/04/28 Corp	1,81	-0,36
INWIM 1 3/4 04/19/31 Corp	1,89	ITALY 0 02/20/31 Corp	1,27	0,62
<b>Promedio INWIT</b>				<b>0,13</b>
<b>VANTAGE TOWERS</b>				
VANTOW 0 3/4 03/31/30 Corp	0,96	DBR 0 02/15/30 Corp	-0,30	1,26
<b>Promedio VANTAGE TOWERS</b>				<b>1,26</b>
<b>RESULTADO DE PRIMA DE LA DEUDA</b>				<b>1,29</b>

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el servicio portador de difusión de la señal de televisión será 1,29%. Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España calculada anteriormente.

#### D. COEFICIENTE BETA

De acuerdo con la Metodología 2021, 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 2022.

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:

$\beta_A$  = beta desapalancada, valor a calcular

$\beta_D$  = beta de la deuda = 0,1

$\beta_E$  = 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 8 Betas de empresas comparables para los operadores integrados**

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,78	52,69%	0,43
DIGI	0,46	66,60%	0,22
Elisa OYJ	0,43	13,28%	0,38
KPN	0,65	38,55%	0,44
NOS	0,70	35,39%	0,49
Orange SA	0,70	50,58%	0,40
Proximus	0,53	26,66%	0,41
Tele 2	0,58	22,41%	0,47
Telecom Italia	1,02	70,52%	0,38
Telefónica	1,01	58,01%	0,49
Telekom Austria	0,68	34,35%	0,48
Telenet	0,62	51,17%	0,35
Telenor	0,33	29,71%	0,26
Telia	0,62	36,27%	0,43
Vodafone	0,90	50,06%	0,50
<b>PROMEDIO</b>			<b>0,41</b>

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:

$\beta_A$  = antes calculada = 0,41

$$\beta_D = \text{beta de la deuda} = 0,1$$

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

$$D/(E+D) = \text{apalancamiento del grupo de comparables} = 42,42\%$$

El resultado de la beta reapalancada para los operadores integrados es de **0,64**.

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 9 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión**

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
American Tower	0,72	23,34%	0,61
Cellnex	0,55	34,45%	0,39
Crown Castle	0,58	17,15%	0,47
Inwit	0,76	22,00%	0,60
Rai Way	0,75	2,66%	0,73
SBA	0,77	30,92%	0,57
Vantage Towers	0,66	21,50%	0,54
<b>PROMEDIO</b>			<b>0,56</b>

Siguiendo la Metodología 2021 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:

$$\beta_A = \text{antes calculada} = 0,56$$

$$\beta_D = \text{beta de la deuda} = 0,1$$

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

$$D/(E+D) = \text{apalancamiento del grupo de comparables} = 21,72\%$$

El resultado de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es de **0,69**.

### Tercero. WACC 2022

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 (2019, 2020 y 2021). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2022 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

**Tabla 10 WACC 2019-2022 desglosado por parámetros**

Parámetros calculado	WACC 2019	WACC 2020	WACC 2021	WACC 2022
<b>Parámetros económicos generales</b>				
Tasa libre de riesgo [R <sub>f</sub> ]	1,48%	1,30%	1,01%	<b>1,57%</b>
Ajuste QE	1,00%	1,00%	0%	<b>0%</b>
Prima riesgo mercado [P <sub>m</sub> ]	5,00%	5,31%	5,50%	<b>5,70%</b>
Tasa impositiva nominal [t]	25%	25,00%	25,00%	<b>25,00%</b>
<b>Parámetros específicos de mercado</b>				
Ratio apalancamiento [D/(D+E)]				
Op. Integrados	0,37	0,37	0,39	<b>0,42</b>
Cellnex	0,30	0,23	0,22	<b>0,22</b>
Prima de la deuda [ρ]				
Op. Integrados	0,64%	1,30%	1,15%	<b>1,31</b>
Cellnex	1,32%	1,45%	1,58%	<b>1,29</b>
Beta desapalancada [β <sub>a</sub> ]				
Op. Integrados	0,58	0,53	0,47	<b>0,41</b>
Cellnex	0,57	0,48	0,58	<b>0,56</b>
Beta de la deuda [β <sub>d</sub> ]				
	-	0,1	0,1	<b>0,1</b>
Beta reapalancada [β <sub>e</sub> ]				
Op. Integrados	0,85	0,78	0,71	<b>0,64</b>
Cellnex	0,7	0,72	0,71	<b>0,69</b>
E/(E+D)				
Op. Integrados	62,56%	0,63	0,61	<b>0,58</b>
Cellnex	76,89%	0,77	0,78	<b>0,78</b>
<b>Coste de los recursos propios [K<sub>e</sub>]= R<sub>f</sub>+(P<sub>m</sub>*β<sub>e</sub>) + QE</b>				
Op. Integrados	6,70%	6,43%	4,91%	<b>5,19%</b>
Cellnex	5,97%	6,14%	4,91%	<b>5,49%</b>
<b>Coste de los recursos ajenos [K<sub>d</sub>]= (R<sub>f</sub>+ ρ)</b>				
Op. Integrados	1,84%	2,60%	2,16%	<b>2,88%</b>
Cellnex	2,10%	2,75%	2,59%	<b>2,86%</b>

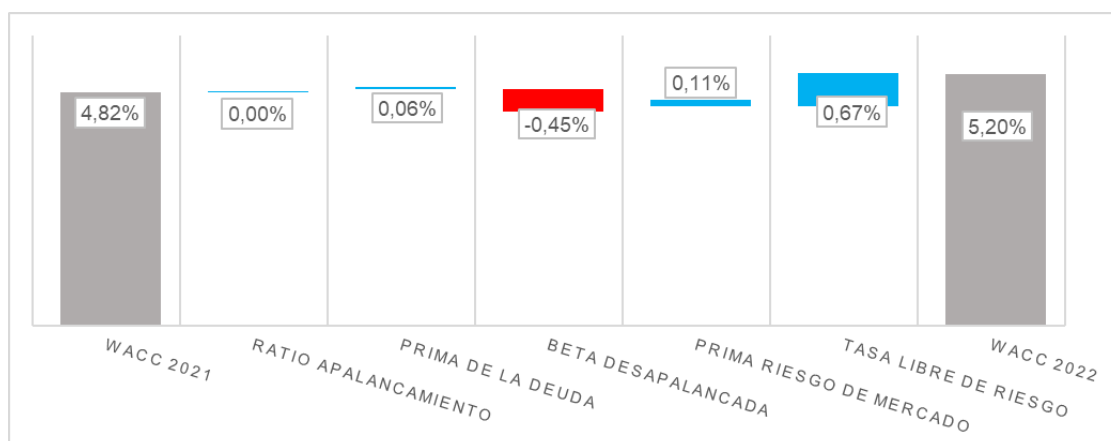
WACC después de impuestos  $WACC = (E/(D+E)*K_e)+(D/(D+E)*K_d*(1-t))$

Parámetros calculado	WACC 2019	WACC 2020	WACC 2021	WACC 2022
Op. Integrados	4,88%	4,77%	3,62%	<b>3,90%</b>
Cellnex	5,08%	5,21%	4,27%	<b>4,76%</b>
<b>WACC antes de impuestos <math>WACC_{AI} = WACC/(1-t)</math></b>				
Op. Integrados	6,51%	6,36%	4,82%	<b>5,20%</b>
Cellnex	6,77%	6,94%	5,69%	<b>6,35%</b>

En la tabla anterior se puede observar cómo los valores del WACC para ambos mercados sufren un aumento con respecto a 2021.

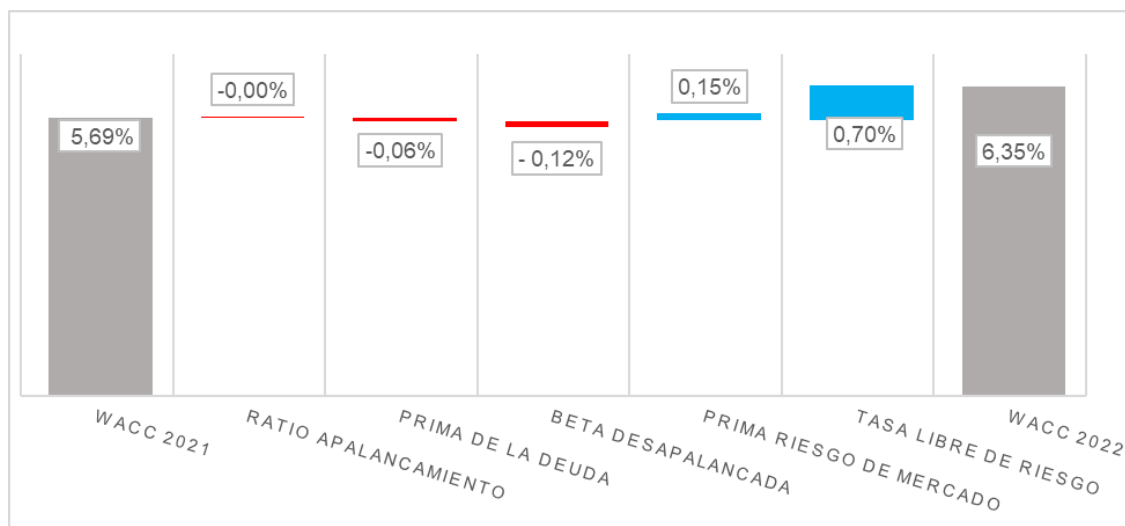
En cuanto a la comparativa entre los años 2021 y 2022, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución de cada parámetro en la variación final del WACC antes de impuestos tanto para los operadores integrados como para del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

### Ilustración 3 Factores de cambio WACC 2021 y 2022 para los operadores integrados



Los principales factores de aumento del WACC entre los años 2021 y 2022 para los operadores integrados son las subidas de la tasa libre de riesgo y de la prima de riesgo de mercado. Por el contrario, la caída de la beta desapalancada origina el único efecto negativo de variación en el WACC.

**Ilustración 4 Factores de cambio WACC 2021 y 2022 para del servicio portador de difusión de la señal de televisión**



Al igual que para los operadores integrados los factores de incremento en el WACC entre los años 2021 y 2022 para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión han sido los incrementos de la tasa libre de riesgo y de la prima de riesgo de mercado. Por el contrario, el resto de los parámetros originan ligeros efectos negativos de variación en el WACC.

#### **Cuarto. OTRAS ALEGACIONES**

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

##### **Sobre la petición de una nueva metodología del WACC a la CE**

Telefónica manifiesta que la metodología desarrollada por la Comisión Europea no responde adecuadamente a las circunstancias cambiantes del mercado por su marcado enfoque historicista. Considera que la metodología debería incorporar de alguna manera en determinadas variables un enfoque prospectivo.

Por ello, solicita a la CNMC que proponga a la Comisión Europea la elaboración de una metodología de cálculo del WACC que, manteniendo los principios propios de homogeneidad del mercado único, responda de manera flexible a los diversos cambios de circunstancias que se puedan producir en el mercado.

## **Respuesta de la Sala**

Tanto la Comunicación de la CE (noviembre 2019) como la metodología de la CNMC (mayo 2021) son recientes y responden, por un lado, a la necesidad de hacer un cálculo homogéneo entre reguladores de los Estados Miembros y, por otro lado, a la disposición de una metodología predecible por parte de los operadores. No es objeto de este expediente plantear a la Comisión Europea una modificación de su Comunicación.

## **Sobre los riesgos específicos del mercado de difusión de TDT**

Cellnex destaca que los parámetros que componen el WACC (beta, ratio de apalancamiento y coste de la deuda) no tienen en consideración los riesgos específicos del mercado de difusión TDT, porque el listado de empresas comparables incluye empresas cuyo negocio principal es la prestación de servicios mayoristas de infraestructura para operadores de telecomunicaciones móviles y no tanto la prestación del servicio de la radiodifusión para el que se determina el WACC. Esto implica que la estimación del WACC propuesto no refleja el riesgo específico asociado al servicio de difusión de la señal de televisión, cuyo patrón es diferente del servicio de compartición de infraestructura para operadores de telecomunicaciones móviles que se está considerando.

Cellnex afirma que para la estimación de este riesgo específico de su negocio regulado se tienen que considerar los siguientes factores:

- Una mayor presión competitiva por la “universalización” del acceso a las plataformas de distribución de video por internet, y por tanto, impacto en el modelo de negocio de las empresas de radiodifusión.
- El riesgo de un tercer Dividendo Digital (posible asignación de la banda 470-694MHz al servicio móvil) con el consecuente impacto para los licenciatariaos, usuarios y prestadores de TDT.
- Cuantiosas inversiones para la modernización de la red para la migración a DVB-T2.

Cellnex señala que estos riesgos específicos han sido considerados sucesivamente por el regulador de telecomunicaciones francés, ARCEP, quien ha ajustado al alza el WACC estimado para TDF para tener en cuenta las particularidades del sector de la radiodifusión.

Cellnex propone el aumento de un 0,4% del valor del WACC para el ejercicio 2022 que recoja los riesgos antes descritos.

Por último, con el valor calculado por Cellnex para la tasa libre de riesgo (2,36%) y el ajuste por riesgos específicos del sector (+0,4%), Cellnex propone que sea aprobado el cálculo del WACC por valor de 7,74%.

### **Respuesta de la Sala**

En primer lugar, cabe señalar que la elección de empresas comparables tiene limitaciones en el sentido de que el listado resultante no está formado de empresas idénticas cuya actividad coincida 100% con el negocio regulado, difusión de la señal de televisión. Sin embargo, cabe notar que lo componen empresas con un *mix* de negocio similar al de Cellnex que cumplen los requisitos establecidos en la Metodología 2021, que se sometieron a consulta pública y que están sujetas a actualización.

Con respecto al ajuste de +0,4% que solicita Cellnex, tanto la Comunicación de la CE de noviembre de 2019 como la Metodología 2021, de forma explícita, excluyen la opción de introducir ajustes *ad hoc* como el propuesto.

Por último, cabe señalar que, a pesar de lo indicado por Cellnex, la tasa de retorno calculada para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión históricamente ha sido superior a la calculada para los operadores de telecomunicaciones. Además, por ejemplo, si este año, se descartasen todas las empresas del *peer group* menos Cellnex, y se calculase la WACC apenas con los datos de Cellnex, la tasa de retorno resultante sería menor a la propuesta.

## **IV. COMENTARIOS DE LA COMISIÓN EUROPEA**

La CE emitió el siguiente comentario:

“La Comisión toma nota de que la CNMC sostiene que es necesaria una media ponderada de los dos períodos para reflejar las condiciones macroeconómicas actuales que no se tienen en cuenta en el último informe sobre los parámetros del CMPC<sup>21</sup> del ORECE de 2022. Al tiempo que recuerda que, en principio, las autoridades nacionales de reglamentación (en lo sucesivo, «ANR») deben tener en cuenta la Comunicación sobre el CMPC a la hora de diseñar sus medidas nacionales y deben contribuir al desarrollo del mercado interior mediante la promoción de enfoques reglamentarios coherentes, la Comisión reconoce que si la ANR propone un enfoque reglamentario alternativo debidamente justificado que esté en consonancia con los objetivos reguladores establecidos en el Código con vistas a reflejar la actual situación macroeconómica en las circunstancias nacionales, dicho enfoque podría aplicarse en la medida final si está debidamente justificado en dicho sentido. Al mismo tiempo,

---

<sup>21</sup> Siglas en español de WACC, es decir, Coste Medio Ponderado del Capital.



dado que la Comisión reconoce que debe encontrarse un enfoque común para establecer los parámetros del CMPC, estudiará la posibilidad de ofrecer orientaciones más precisas a las ANR a este respecto. Entretanto, la Comisión anima a las ANR a colaborar con los servicios de la Comisión antes de las consultas nacionales sobre un proyecto de medida para explorar enfoques que reflejen la presión inflacionista en el cálculo del CMPC.”

Es decir, la CE señala que la propuesta de la CNMC de emplear un enfoque reglamentario alternativo para el cálculo de la tasa libre de riesgo está justificada y puede emplearse en la medida final ya que está en consonancia con los objetivos reguladores establecidos en el Código con vistas a reflejar la actual situación macroeconómica en las circunstancias nacionales. Por otro lado, la Comisión anima a las ANR a colaborar con los servicios de la Comisión antes de las consultas nacionales sobre un proyecto de medida para explorar enfoques que reflejen la situación macroeconómica en el cálculo de la WACC.

La CNMC comparte la observación de la CE.

## GLOSARIO

**AI:** Antes de Impuestos

**ANACOM:** Autoridad Nacional de Reglamentación de Portugal de telecomunicaciones.

**ANR:** Autoridad Nacional de Reglamentación

**ARCEP:** Autoridad Nacional de Reglamentación de Francia de telecomunicaciones.

**BCE:** Banco Central Europeo

**BEREC/ORECE:** *Body of European Regulators for Electronic Communications.* Organismo de Reguladores Europeos de Comunicaciones Electrónicas.

**BnetZA:** Autoridad Nacional de Reglamentación de Alemania de electricidad, gas, telecomunicaciones, correos y ferrocarriles.

**CE:** Comisión Europea

**CNMC:** Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

**DMS:** Dimson, Marsh & Staunton

**ERP / P<sub>m</sub>:** *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<sub>d</sub>:** Coste de la deuda

**K<sub>d</sub>':** Coste de la deuda después de impuestos

**K<sub>e</sub>:** Coste del *equity* (coste de los fondos propios)

**R<sub>f</sub>:** *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<sub>AI</sub>:** WACC antes de impuestos

$\beta$ : Parámetro Beta

$\beta_D$ : Beta de la deuda

$\beta_E$ : *Equity* Beta (Beta apalancada)

$\beta_E$ : *Relevered* Beta (Beta reapalancada)

$\beta_A$ : *Asset* Beta (Beta desapalancada)

$\rho$ : Prima de la deuda