

## **RESOLUCIÓN POR LA CUAL SE DETERMINA EL COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL EN APLICACIÓN DE LA COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, DE 26 DE JULIO DE 2022, SOBRE LA ORIENTACIÓN A COSTES DE LOS PRECIOS EN INSTALACIONES DE SERVICIO FERROVIARIAS**

(STP/DTSP/007/23)

### **CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA**

#### **Presidente**

D. Ángel Torres Torres

#### **Consejeros**

D. Xabier Ormaetxea Garai

D.<sup>a</sup> María Ortiz Aguilar

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

#### **Secretario**

D. Miguel Bordiu García-Ovies

En Madrid, a 11 de mayo de 2023

De acuerdo con la función establecida en el artículo 11 y 12.1.f) de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la CNMC, la Sala de la Supervisión Regulatoria, emite la siguiente Resolución:

### **ANTECEDENTES DE HECHO**

**PRIMERO.-** La normativa sobre el sector ferroviario regula el acceso a las instalaciones de servicio ferroviarias y la prestación de servicios a los operadores de transporte ferroviario. Así, exige (i) un acceso no discriminatorio a dichas instalaciones, (ii) transparencia en las condiciones de acceso y de prestación de los servicios, y (iii) orientación de los precios al coste de prestación más un beneficio razonable, tanto en el caso de los servicios básicos como en el de los servicios complementarios y auxiliares cuando solo hay un posible prestador.

**SEGUNDO.-** El 26 de julio de 2022 el Pleno de la CNMC aprobó la Comunicación sobre la orientación a costes de los precios en instalaciones de servicio ferroviarias (en adelante, la Comunicación)<sup>1</sup> que establece los criterios para supervisar los precios de acceso a las instalaciones ferroviarias y de los servicios que en ellas se prestan. En concreto, la Comunicación asimila el concepto de beneficio razonable al de coste medio ponderado del capital (en adelante, WACC, por sus siglas en inglés, *weighted average cost of capital*), al tiempo que desarrolla una metodología para su cálculo, coherente con lo establecido al respecto en la normativa<sup>2</sup>, con la metodología que utiliza la CNMC en otros sectores bajo su supervisión, y con la interpretación de otros reguladores del sector ferroviario a nivel europeo.

La Comunicación establece que la CNMC publicará su estimación del WACC, que revisará de forma periódica, de acuerdo con la metodología establecida en el epígrafe V de la Comunicación. Este WACC será *“la referencia que la CNMC utilizará para contrastar el beneficio de todos los explotadores de instalaciones de servicio ferroviarias”*.

**TERCERO.-** Con fecha 7 de marzo de 2023 se publicó la consulta pública<sup>3</sup> y se inició el trámite de audiencia sobre la determinación del WACC en aplicación de la Comunicación, con el objeto de conocer la opinión de los distintos agentes del mercado.

**CUARTO.-** Intermodalidad del Levante S.A. (ILSA) y de Soluciones Logísticas Integrales S.A. (SLISA) realizaron alegaciones mediante escritos de 28 de marzo y 3 de abril de 2023.

## I. HABILITACIÓN COMPETENCIAL

1. El artículo 11.1.i) de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, LCNMC) establece que esta Comisión debe velar *“por que los cánones y los precios privados establecidos por el administrador de infraestructuras cumplan lo dispuesto por el*

---

<sup>1</sup> <https://www.cnmc.es/sites/default/files/4280050.pdf>, publicada en el BOE de 2 de septiembre de 2022.

<sup>2</sup> Como se explica en la Comunicación, el punto 32 del Anexo I de la Ley 38/2015, de 29 de septiembre, del sector ferroviario define el beneficio razonable como *“un índice de remuneración del capital propio que tenga en cuenta el riesgo, incluido el riesgo que afecta a los ingresos, o la inexistencia del mismo, soportado por el explotador de la instalación de servicio y que esté en consonancia con el índice medio registrado en el sector durante los últimos años”*.

<sup>3</sup>

[https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor\\_contenidos/Transportes/1\\_STP\\_DTSP\\_007\\_23\\_CP\\_WACC%202023%20def.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor_contenidos/Transportes/1_STP_DTSP_007_23_CP_WACC%202023%20def.pdf)

*Derecho de la Unión Europea, la legislación del sector ferroviario y su normativa de desarrollo y por que no sean discriminatorios”.*

2. Además, las competencias de la CNMC sobre los precios de los servicios prestados en instalaciones ferroviarias incluyen, de acuerdo con el artículo 11.2 de la LCNMC, la supervisión por iniciativa propia de las actividades de los explotadores de instalaciones de servicio en relación con *“b) el sistema, cuantía o estructura de cánones, tarifas y precios por utilización de infraestructuras y servicios”*.
3. Por su parte, el artículo 11.3 de la LCNMC habilita a esta Comisión a decidir, *“por iniciativa propia, cuando corresponda, las medidas adecuadas para corregir discriminaciones en perjuicio de los candidatos, distorsiones del mercado y otras situaciones indeseables en estos mercados, en particular respecto a lo dispuesto en los números 1.º a 9.º del apartado 1.f) del artículo 12”*.
4. El mencionado artículo 12.1.f) de la LCNMC, por su parte, señala que *“corresponde a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en exclusiva conocer y resolver las reclamaciones que presenten las empresas ferroviarias y los restantes candidatos en relación con la actuación de (...) los explotadores de instalaciones de servicio (...), y que versen, en particular, sobre: 3.º la cuantía, la estructura o la aplicación de los cánones, tarifas y precios que se les exijan o puedan exigírseles”*.
5. Por lo tanto, la CNMC es competente para supervisar y tomar medidas relativas a los precios de los servicios prestados en instalaciones ferroviarias. Por otra parte, atendiendo a lo previsto en los artículos 20.1 y 21.2 de la LCNMC y 14.1.b) del Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto, por el que se aprueba el Estatuto Orgánico de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, el órgano decisorio competente para emitir la presente resolución es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

## **II. CÁLCULO DEL WACC**

6. La Comunicación establece (párrafo 83) que la CNMC publicará su estimación del WACC, que calculará de acuerdo con la metodología establecida en el epígrafe V de la Comunicación, es decir, a partir del cálculo de los componentes de la fórmula del WACC. Este WACC será *“la referencia que la CNMC utilizará para contrastar el beneficio de todos los explotadores de instalaciones de servicio ferroviarias”*.
7. El mismo párrafo de la Comunicación establece que la estimación del WACC se revisará de forma periódica.

8. A continuación, se calculan los diferentes componentes de la fórmula del WACC y se calcula dicho WACC.

## Primero. Parámetros económicos generales

### A. Tasa libre de riesgo ( $R_f$ )

9. La **tasa libre de riesgo** ( $R_f$ ) se obtiene como la media aritmética de la rentabilidad del bono español con vencimiento a diez años por un periodo de cinco años, usando como fuente de información los datos de Eurostat<sup>4</sup> (párrafo 54 de la Comunicación). Tomando el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2022, la tasa libre de riesgo resulta ser del 1,00%.
10. SLISA considera que la serie histórica utilizada para determinar la tasa libre de riesgo no recoge el contexto económico actual y propone modificar excepcionalmente la metodología de cálculo del WACC, en línea con la Resolución de la CNMC del 26 de enero de 2023<sup>5</sup>, para considerar *“como tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) los datos más recientes del bono español a 10 años, en la medida en que la serie histórica considerada no recoge los efectos del contexto económico actual (guerra de Ucrania, repunte inflacionario, aumento el precio de las materias primas) sobre la tasa libre de riesgo”*.
11. La Comunicación señala (párrafo 29) que los *“explotadores de instalaciones de servicio deben poder fijar sus tarifas de acuerdo con sus previsiones de costes y actividad para los siguientes ejercicios”*. Por tanto, los precios del acceso y de los servicios prestados en instalaciones ferroviarias pueden anticipar los incrementos en los costes derivados del repunte inflacionario o las materias primas, siempre y cuando dichos incrementos puedan justificarse y se reflejen efectivamente en las cuentas anuales auditadas del explotador.
12. Por otro lado, dice la Comunicación (párrafo 38) que los *“costes financieros del capital ajeno o la remuneración del capital propio utilizados para la adquisición de estos activos no podrán ser imputados dado que, como se detalla en el siguiente epígrafe, dichos costes se incluyen en el coste de capital, que es utilizado para la determinación del beneficio razonable”*. De modo que la

---

<sup>4</sup> [https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/irt\\_lt\\_mcb\\_y\\_esms.htm](https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/irt_lt_mcb_y_esms.htm)

<sup>5</sup> 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.

<https://www.cnmc.es/sites/default/files/4525505.pdf>

evolución reciente de la tasa libre de riesgo afecta solamente al cálculo del beneficio razonable.

13. Cualquier magnitud financiera se enfrenta a la variabilidad derivada de la evolución de la situación económica, motivo por el cual la Comunicación utiliza como regla general la media aritmética de las observaciones de los últimos cinco años disponibles, precisamente con el fin de suavizar la variabilidad de los parámetros, haciendo la evolución del WACC más predecible para los operadores y dándoles cierta seguridad, algo deseable en el contexto de inversiones a largo plazo (párrafo 51):

*“**Periodo de observación.** Períodos largos favorecen la predictibilidad regulatoria, al incluir condiciones cambiantes en la evolución del parámetro, y la estabilidad de las estimaciones. Periodos cortos reflejan más adecuadamente las condiciones de financiación en el mercado más recientes. A los efectos de esta metodología, se adoptará un **periodo de 5 años** cuando sea posible”.*

14. Por otra parte, el periodo regular que establece la Comunicación, que abarca hasta el 31 de diciembre de 2022, ya recoge incrementos del interés del bono español a 10 años, a diferencia del periodo de referencia utilizado en el sector de las comunicaciones electrónicas que, de acuerdo con su metodología, terminaba el 31 de marzo de 2022.
15. Sin perjuicio de lo anterior, excepcionalmente y con el objetivo de actualizar al máximo el cálculo, dados los recientes incrementos en la tasa libre de riesgo, se incluyen en dicho cálculo los meses de enero a marzo de 2023, lo cual lleva la tasa libre de riesgo al 1,09%.

## **B. Prima de riesgo de mercado ( $P_{rm}$ )**

16. Para estimar la **prima de riesgo de mercado** ( $P_{rm}$ ) se utiliza (párrafo 59 de la Comunicación) la prima de mercado europea que calcula anualmente el Grupo de Reguladores Europeos de las Comunicaciones Electrónicas (BEREC)<sup>6</sup>. De acuerdo con los datos del informe de 2022, la prima de mercado europea es del 5,70%.
17. SLISA considera, en línea con sus alegaciones respecto a la tasa libre de riesgo, que el rápido cambio en las condiciones financieras requiere que la prima de

---

<sup>6</sup> <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>

mercado se calcule en base a estudios que incluyan exclusivamente el ejercicio 2022.

18. Como en el caso del cálculo de la tasa libre de riesgo, la Comunicación se decanta (párrafo 57), de acuerdo con la Comunicación de la Comisión Europea<sup>7</sup>, por un enfoque de rentabilidades históricas, por ofrecer ese método más estabilidad y mayor predictibilidad regulatoria. Así, la prima de riesgo de mercado del informe del BEREC toma como referencia las rentabilidades de las acciones en los mercados europeos desde 1900 hasta la actualidad; 2021 en concreto en esta ocasión. Dado este horizonte temporal, difícilmente considerar un año más o menos podría variar sustancialmente el resultado.

### C. Tipo impositivo (t)

19. Finalmente, el **tipo impositivo nominal (t)** del impuesto de sociedades de España recopilado en el portal de estadísticas de la OCDE (párrafo 61 de la Comunicación) es del 25%<sup>8</sup>.

## Segundo. Parámetros específicos de empresa

### A. Empresas comparables

20. Los parámetros específicos de empresa se calculan utilizando como referencia la información de empresas comparables que deben ser “*empresas cotizadas en el índice bursátil STOXX Europe TMI<sup>9</sup> y que operen en el mercado de gestión de infraestructuras y servicios industriales*” (párrafo 65 de la Comunicación). De modo que en el documento sometido a consulta pública se escogieron las compañías que actúan en el mercado europeo de gestión de infraestructuras y servicios industriales, activas en el transporte ferroviario, la gestión de terminales intermodales o instalaciones de mantenimiento o de infraestructuras en otras industrias reguladas o bajo concesión: ACS, Eiffage, Ferrovial, Getlink, Maersk, Vinci y Vopak.
21. SLISA alega, por una parte, que las empresas explotadoras de instalaciones ferroviarias enfrentan un mayor riesgo que las escogidas, por ser de menor

---

<sup>7</sup> Comunicación de la Comisión Europea sobre el cálculo del costo del capital de la infraestructura heredada en el contexto del examen de las notificaciones nacionales en el sector de las comunicaciones electrónicas.

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

<sup>8</sup> <https://stats.oecd.org/x>

<sup>9</sup> <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>

tamaño y no cotizadas, y que este mayor riesgo no estaría recogido en el cálculo del WACC<sup>10</sup>.

22. Por otra parte, SLISA también alega que las instalaciones de servicio están gestionadas por empresas dedicadas al transporte de mercancías o actividades anexas, por lo que las empresas comparables deberían pertenecer a dicho sector, aportando un listado con 40 empresas cuya actividad, a su juicio, se ajusta más a la actividad de los explotadores de instalaciones de servicio<sup>11</sup>. En relación con el sector de actividad relevante, ILSA alega que la naturaleza de los servicios es similar a la de un sector tipo “real estate/servicios”.
23. Las empresas que participan en el capital de los explotadores de instalaciones de servicio en España son desde pequeñas y medianas empresas, como señala SLISA, hasta grandes empresas públicas o filiales de estas, como ADIF, RENFE y TRANSFESA, o grandes navieras y grupos logísticos, como Cosco, Hutchinson o APM<sup>12</sup>. Por otra parte, el hecho de que una compañía no esté cotizada no implica, necesariamente, que sea de pequeño tamaño; a modo de ejemplo, el caso del Grupo Alonso, que no cotiza y factura casi 1.650 millones de euros.
24. El cálculo del WACC a partir de empresas comparables podría subestimar algunos riesgos si las empresas comparables, en su conjunto, tuvieran mayor tamaño y sus títulos de propiedad fueran más líquidos. Sin embargo, por otro lado, y como la propia SLISA alega, los explotadores de instalaciones de servicio ferroviarias presentan *“un endeudamiento menor que la estructura de capital de las compañías cotizadas seleccionadas por la CNMC”*, lo cual, como los recursos propios se remuneran a una tasa mucho más elevada que los recursos ajenos, resulta en que a los explotadores de instalaciones de servicio se les estaría reconociendo, por esa vía, una mayor rentabilidad en contraste con las empresas comparables.

---

<sup>10</sup> SLISA alega que la metodología *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) en que se basa el cálculo del WACC no recoge los mayores riesgos que afrontan los inversores de empresas pequeñas y medianas no cotizadas. En concreto, alega que un inversor en una empresa cotizada puede convertir con mayor facilidad su participación en efectivo que un inversor en una empresa no cotizada, y que tanto la CNMV como el Banco de España reconocen la prima de riesgo que exigen los inversores por la falta de liquidez de las acciones de empresas no cotizadas.

<sup>11</sup> Datos publicados por el profesor Damodaran para el sector del transporte. Home Page for Aswath Damodaran (nyu.edu) en su estudio de Betas aplicables al cálculo del WACC por países y sectores. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls>

<sup>12</sup> En el Informe Anual del Sector Ferroviario 2019 se detallaban las instalaciones portuarias y terrestres pertenecientes a estos grandes grupos logísticos y navieros (página 61).

[https://www.cnmc.es/sites/default/files/3336867\\_0.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/3336867_0.pdf)

25. Además hay que tener en cuenta que, consciente de la heterogeneidad del tamaño, de la estructura financiera y del accionariado de los explotadores de instalaciones de servicio y de las empresas comparables, la Comunicación (párrafo 85) permite reconocer *“situaciones concretas de financiación que pueden dar lugar a un mayor nivel de riesgo para los explotadores”*, siempre y cuando estos puedan acreditar las circunstancias concretas que *“justificarían el mayor coste de los recursos propios y/o ajenos, así como la concreción del mayor riesgo y su impacto en el WACC estimado por la CNMC”*.
26. Por tanto, no cabe reconocer, a la vista de la diversidad de situaciones de los explotadores de instalaciones de servicio, una prima de riesgo mayor de forma generalizada como alega SLISA, si bien cabe apreciar este mayor riesgo de forma individual y debidamente justificada.
27. En relación con el sector en el que deben operar las empresas comparables, hay que señalar, en respuesta a la alegación de ILSA, que en general la gestión de terminales de servicio ferroviarias supone la realización de tareas complejas, como el mantenimiento del material rodante o la gestión de la capacidad y manipulación de cargas, que alejan esta actividad de la mera explotación de activos.
28. Por otra parte, al igual que en el índice bursátil STOXX Europe TMI, el listado aportado por SLISA incluye empresas muy heterogéneas que van desde la gestión de infraestructuras, como Autostrade Maridionali, S.p.A., a empresas de servicios postales (Correios de Portugal, S.A., Deutsche Post, A.G.), mientras que otras, como Getlink, S.E., ya están incluidas entre las comparables escogidas. Ahora bien, del análisis de las empresas del sector de transportes aportadas por SLISA, la empresa ferroviaria polaca PKP Cargo pertenece al índice STOXX Europe TMI y se considera apropiado incluirla en el grupo de empresas comparables en sustitución de Vopak<sup>13</sup>.

**Tabla 1. Selección de empresas comparables**

Empresa	País	Negocio
ACS	España	Construcción y explotación de infraestructuras bajo concesión.
Eiffage	Francia	Construcción y explotación de infraestructuras bajo concesión.
Ferrovial	España	Construcción y explotación de infraestructuras bajo concesión.

<sup>13</sup> El valor de la beta de Vopak (0,3) difiere del valor de la beta del resto de comparables, que se sitúa entre 0,59 y 0,89.

Getlink	Francia	Transporte ferroviario de mercancías y gestor del túnel del Canal de la Mancha.
Maersk	Dinamarca	Transporte marítimo y terrestre de mercancías.
Vinci	Francia	Construcción y explotación de infraestructuras bajo concesión.
PKP Cargo	Polonia	Transporte ferroviario de mercancías.

*Fuente: Elaboración propia.*

## B. Estructura financiera (E y D)

29. La **estructura financiera** de una empresa determina su ratio de apalancamiento –  $D/(D + E)$  – utilizado en la fórmula del WACC para ponderar el coste de los fondos propios y ajenos (párrafo 67 de la Comunicación).
30. El valor de los fondos propios ( $E$ ) se determina utilizando el valor medio de mercado (capitalización bursátil) de los últimos cinco años, calculado como el producto del último precio semanal de las acciones de la compañía y el número de acciones en circulación ese día durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2022.
31. El valor de la deuda neta ( $D$ ) se calcula como el promedio de la deuda a largo plazo y del *leasing* financiero según su valor contable de los últimos cinco ejercicios registrados en las cuentas anuales auditadas<sup>14</sup> de las compañías comparables (párrafo 68 de la Comunicación).
32. La ratio media de apalancamiento para el cálculo del WACC de las empresas comparables es del 42,83%.
33. ILSA alega que ADIF y Renfe tienen una “*ratio de apalancamiento bastante superior a los comparables, lo que unido a su menor coste de los recursos ajenos, reduciría el WACC de estas compañías*”, por lo que deberían utilizarse sus valores individuales.
34. La Comunicación establece (párrafos 67 a 69) que para calcular la estructura financiera para el cálculo del WACC se aplicará un enfoque de mercado, por lo que aceptar el planteamiento de ILSA supondría un cambio metodológico que no se considera justificado porque los valores de la ratio de apalancamiento ( $D/D+E$ ) de ADIF, ADIF AV y Renfe no difieren sustancialmente de las de algunas de las empresas comparables. Así, la ratio de apalancamiento de ADIF y ADIF AV es del 33%, similar a la de Ferrovial (34%) o Vinci (33%), mientras que la de Renfe,

---

<sup>14</sup> Se han tomado los valores de las cuentas del primer semestre de 2022, última información disponible.

que alcanza el 57%, está muy próxima a la de Eiffage (58%) y no lejos de la de ACS (48%)<sup>15</sup>.

### C. Coeficiente Beta ( $\beta$ )

35. La beta apalancada ( $\beta_E$ ) se calcula como la variabilidad de la rentabilidad de las acciones de una empresa respecto a la rentabilidad media del índice STOXX Europe TMI durante los últimos cinco años, esto es, entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2022, tomando datos con frecuencia semanal. La beta apalancada debe desapalancarse empleando la fórmula de Hamada (párrafo 75 de la Comunicación).

**Tabla 2. Betas de empresas comparables y su estructura financiera**

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
ACS	1,51	47,73%	0,89
Eiffage	1,29	57,96%	0,64
Ferrovial	1,10	33,85%	0,79
Getlink	0,99	40,05%	0,66
Maersk	1,04	25,53%	0,82
Vinci	1,24	32,65%	0,91
PKP Cargo	1,37	62,02%	0,59
<b>Promedio</b>			<b>0,76</b>

*Fuente. Elaboración propia.*

36. El promedio de las betas desapalancadas de las empresas comparables (0,76) debe reapalancarse a partir de su estructura financiera y el tipo impositivo (párrafo 77 de la Comunicación), obteniéndose un valor de la beta reapalancada de 1,24.

<sup>15</sup> ILSA ha calculado los ratios de apalancamiento de ADIF, ADIF AV y Renfe en las tablas 2 y 3 de su escrito de alegaciones, obteniendo un 49% para los gestores de infraestructuras y un 73% para Renfe. Sin embargo, estos cálculos no se ajustan a lo establecido en la Comunicación porque:

- En el caso de los gestores de infraestructuras se ha tomado como referencia solo a ADIF AV, excluyendo a ADIF. En el caso de Renfe, el valor se refiere a Renfe Fabricación y Mantenimiento y no al conjunto del grupo.
- Para el cálculo de la deuda se ha incluido el pasivo corriente y no corriente cuando la Comunicación especificaba que la deuda relevante a los efectos del cálculo de la estructura financiera es la deuda a largo plazo y el leasing financiero (párrafo 68). Igualmente, ILSA incluye todo el patrimonio neto cuando la Comunicación señala que la estructura financiera se calculará considerando únicamente los fondos propios.

## D. Coste de la deuda ( $K_d$ )

37. En el coste de la deuda se diferencia, por sus condiciones específicas de financiación, entre los grupos societarios públicos y el resto de los explotadores (párrafo 79 de la Comunicación). En cuanto a los primeros, el tipo de interés medio de los últimos cinco ejercicios disponibles (2017-2021) publicado en las cuentas anuales de la Entidad Pública Empresarial Renfe Operadora es del 0,90%, y el de las Entidades Públicas Empresariales Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad del 1,84%<sup>16</sup>.
38. Para el resto de los explotadores, el coste de la deuda se calcula como la media del tipo de interés publicado por la encuesta de acceso a la financiación para España del Banco Central Europeo<sup>17</sup>, del segundo semestre de 2017 al primer semestre de 2022, la cual asciende al 2,09%.
39. Dado que la encuesta de acceso a la financiación del Banco Central Europeo solo está disponible hasta el primer semestre de 2022, SLISA propone considerar la serie del Banco de España de tipos de interés de nuevas operaciones de préstamos y créditos a entidades no financieras de hasta 250 mil euros para créditos de más de 5 años, que se actualiza mensualmente e incluye datos hasta febrero de 2023.
40. Sin embargo, la serie que indica SLISA (que no ha aportado razones para la sustitución más allá de la disponibilidad de datos más recientes) es parcial porque supone un importe del préstamo relativamente reducido (hasta 250.000 euros) y un plazo elevado (más de 5 años). Por el contrario, la serie del Banco Central Europeo del párrafo 78 de la Comunicación muestra el tipo medio de los créditos de las empresas españolas, sin establecer umbrales por importe o periodo.
41. Por otra parte, si bien es cierto que la última encuesta del Banco Central Europeo disponible es del primer trimestre de 2022, el coste de la deuda se calcula, como el resto de las variables, con perspectiva temporal, considerando la media aritmética de los últimos 5 años y no solamente el último dato disponible, lo cual

---

<sup>16</sup> Como se señala en el párrafo 80 de la Comunicación, dado *“que las condiciones de financiación de ADIF y Adif-Alta Velocidad son similares, se calculará la media aritmética de los valores correspondientes a estas entidades como un valor único aplicable a ambas”*.

<sup>17</sup> Serie con referencia SAFE.H.ES.ALL.A.0.0.0.Q8B.ZZZZ.NT.AL.WA publicada en la página web de estadísticas del BCE.

[https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=235.SAFE.H.ES.ALL.A.0.0.0.Q8B.ZZZZ.NT.AL.WA](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=235.SAFE.H.ES.ALL.A.0.0.0.Q8B.ZZZZ.NT.AL.WA)

reduce la importancia del momento específico del corte, el cual depende, como es lógico, de la disponibilidad de los datos.

42. Finalmente, ILSA alega que la Comunicación no considera las subvenciones que reciben los administradores de infraestructuras y que reducen su coste del capital.
43. La Comunicación, al asignar a los administradores de infraestructuras el coste real de su deuda, y no un indicador o media de la industria, ya está reconociendo las especiales circunstancias de su financiación, entre otros motivos porque pueden recibir subvenciones tanto de capital como operativas. En cualquier caso, no cabe remunerar a los explotadores de instalaciones de servicio por inversiones financiadas con subvenciones, por lo que el WACC se aplica sobre el valor neto contable del activo una vez se han descontado las subvenciones recibidas<sup>18</sup>.

En el Anexo se presenta una tabla resumen con los criterios utilizados para el cálculo de cada uno de los parámetros de la fórmula de la WACC y su valor.

En virtud de lo expuesto, se resuelve lo siguiente:

## RESUELVE

**ÚNICO.-** Aprobar la tasa anual del coste de capital de los explotadores de instalaciones de servicio según los valores reflejados en la siguiente tabla:

	WACC antes de impuestos
E.P.E. Renfe Operadora	6,61%
E.P.E. Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF- Alta Velocidad	7,01%
Resto de explotadores	7,12%

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Transportes y del Sector Postal y notifíquese a los interesados, haciéndoles saber que la misma pone fin a la vía administrativa y que pueden interponer contra ella recurso contencioso-

---

<sup>18</sup> Este enfoque es consistente con el aplicado en otros sectores regulados. Por ejemplo, el Documento de Regulación Aeroportuaria establece que la base de activos regulados (BAR) “se refiere exclusivamente a los activos vinculados con los servicios aeroportuarios básicos y excluye los financiados con subvenciones” (página 52).

[https://www.mitma.gob.es/recursos\\_mfom/dora\\_2022-2026.pdf](https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/dora_2022-2026.pdf)

administrativo ante la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente al de su notificación.

## ANEXO. RESUMEN PARÁMETROS DEL COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL DE LAS INSTALACIONES DE SERVICIO FERROVIARIAS

	Grupo RENFE	Grupo ADIF	Resto explotadores	Criterio
<b>Parámetros económicos generales</b>				
Tasa libre de riesgo [ $R_f$ ]	1,09%	1,09%	1,09%	Media aritmética de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años durante un periodo de 5 años. Fuente: Eurostat.
Prima de riesgo de mercado [ $P_{rm}$ ]	5,70%	5,70%	5,70%	Media aritmética de las rentabilidades históricas de mercado a largo plazo en el mercado europeo. Fuente: BEREC.
Tasa impositiva nominal [ $t$ ]	25,00%	25,00%	25,00%	Tipo impositivo del impuesto de sociedades vigente en España. Fuente: OCDE.
<b>Parámetros específicos de mercado</b>				
Ratio apalancamiento [ $D/(D + E)$ ]	42,83%	42,83%	42,83%	Deuda ( $D$ ): promedio del valor anual de la deuda a largo plazo y el leasing financiero de los últimos 5 ejercicios. Fuente: cuentas anuales de las compañías comparables.
Ratio de fondos propios [ $E/(D + E)$ ]	57,17%	57,17%	57,17%	Fondos propios ( $E$ ): promedio de la capitalización bursátil de los últimos 5 ejercicios. Fuente: Bloomberg.
Beta desapalancada [ $\beta_A$ ]	0,76	0,76	0,76	Media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables obtenidas al aplicar la fórmula de Hamada.
Beta reapalancada [ $\beta_{E^*}$ ]	1,24	1,24	1,24	Obtenida despejando la fórmula de Hamada a partir de la beta desapalancada y la estructura financiera de las comparables.
Coste de los recursos propios [ $k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_{E^*})$ ]	8,16%	8,16%	8,16%	Aplicación de la teoría <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM). Calculado en base a los valores de los parámetros de las líneas anteriores.
Coste de los recursos ajenos [ $k_d$ ]	0,90%	1,84%	2,09%	Enfoque ad-hoc e individual distinguiendo por tipo de explotador. Fuente para el grupo RENFE y ADIF: sus cuentas anuales de los últimos 5 ejercicios disponibles. Fuente para el resto de explotadores: encuesta de acceso a la financiación del BCE.
<b>WACC después de impuestos</b> [ $WACC = \left(\frac{E}{D+E} * k_e\right) + \left(\frac{D}{D+E} * k_d * (1 - t)\right)$ ]	<b>4,96%</b>	<b>5,26%</b>	<b>5,34%</b>	
<b>WACC antes de impuestos</b> [ $WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}$ ]	<b>6,61%</b>	<b>7,01%</b>	<b>7,12%</b>	