

# 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 2023 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/009/23)

## CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

### Presidenta

D.<sup>a</sup> Pilar Sánchez Núñez

### Consejeros

D. Josep Maria Salas Prat

D. Carlos Aguilar Paredes

### Secretario

D. Miguel Bordiu García-Ovies

En Madrid, a 22 de febrero de 2024

Visto el expediente relativo a la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2023 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 CNMC, entre otros reguladores, publicó con fecha 14 de junio de 2023 el informe (de aquí en adelante, citado como “informe del BEREC”) con los parámetros del WACC para su aplicación en 2023<sup>3</sup>.

### Segundo. Consulta pública

Con fecha de 28 de julio de 2023 se inició procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2023 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC y se publicó en el BOE del 2 de agosto de 2023 el trámite de información pública del procedimiento sobre la determinación de la tasa anual de coste de capital a aplicar en 2023.

---

<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/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2023>

Durante el período de consulta pública presentaron alegaciones Telefónica (15 y 29 de septiembre)<sup>4</sup> y Cellnex (18 de septiembre).

### **Tercero. Proyecto de medida**

Con fecha 20 de diciembre de 2023, 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 2023 de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

Con fecha 5 de febrero de 2024, la Comisión Europea ha dirigido a la CNMC un escrito en el que indica que tiene una observación positiva al proyecto de medida notificado (con referencia ES/2024/2487).

## **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,*

---

<sup>4</sup> Telefónica presentó su escrito de alegaciones el 15 de septiembre y el 29 de septiembre presentó un escrito complementario de alegaciones debido a la evolución del mercado de la deuda pública española en el intervalo de esas dos fechas.

*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) mercado mayorista de acceso y originación de llamadas en redes fijas, (iii) 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, (iv) mercados de segmentos troncales de líneas arrendadas al por mayor, (v) mercado de acceso de alta calidad al por mayor facilitado en una ubicación fija y (vi) del servicio portador de difusión de la señal de televisión. La conclusión de estos análisis es que estos mercados no son realmente competitivos, designándose en todos ellos los operadores con poder significativo de mercado (PSM) 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). Actualmente está obligación recae en los operadores Cellnex (PSM en el mercado del servicio portador de la señal de televisión) y Telefónica (PSM en el resto de los mercados citados anteriormente).

Cabe señalar que el 27 de abril de 2023, en la quinta ronda de definición y análisis de los mercados de terminación de llamadas en redes móviles individuales, la CNMC cesó, entre otras, la obligación de mantener un sistema de contabilidad de costes para Telefónica Móviles, Vodafone y Orange. Por lo tanto, a partir de este ejercicio la CNMC ya no calcula el WACC para estos operadores.

Como se ha dicho, el objeto de este procedimiento es determinar la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2023. 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.

Tras haber recibido y analizado 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 2023 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 4 de febrero de 2023, la Comisión Europea remitió un escrito al proyecto de medida notificado en el consideraba justificada la propuesta de la CNMC y no solicitaba ningún cambio.

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 Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 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 2023 de los operadores declarados con poder significativo de mercado en los mismos términos que el proyecto de medida aprobado el 20 de diciembre de 2023, 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 2023 de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CNMC: Telefónica de España 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 2023</b>	
Telefónica de España S.A.U.	5,55%
Cellnex Telecom, S.A.	7,01%

**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 2023 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 ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA

MINISTERIO PARA LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL Y DE LA FUNCIÓN PÚBLICA

TELEFÓNICA DE ESPAÑA S.A.U. 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 2023 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO POR LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA

WACC/DTSA/009/23/ WACC 2023

## TABLA DE CONTENIDO

<b>I. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>9</b>
<b>II. LA FUNCIÓN DEL BERC Y LA CE EN EL CÁLCULO DE LOS PARÁMETROS</b> .....	<b>11</b>
<b>III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2023</b> .....	<b>11</b>
<b>Primero. PARÁMETROS ECONÓMICOS GENERALES</b> .....	<b>12</b>
A. TASA LIBRE DE RIESGO .....	12
B. PRIMA DE MERCADO .....	17
C. TASA IMPOSITIVA .....	19
<b>Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA</b> .....	<b>19</b>
A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES .....	19
B. ESTRUCTURA FINANCIERA .....	20
C. PRIMA DE LA DEUDA .....	21
D. COEFICIENTE BETA .....	24
<b>Tercero. WACC 2023</b> .....	<b>27</b>
<b>IV. COMENTARIOS DE LA COMISIÓN EUROPEA</b> .....	<b>30</b>



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado.....	17
Tabla 2 Empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija.....	19
Tabla 3 Empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión.....	20
Tabla 4 Estructura financiera de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija.....	21
Tabla 5 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión.....	21
Tabla 6 Prima de la deuda de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija.....	22
Tabla 7 Pares de bonos para calcular la prima de la deuda de las empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión.....	23
Tabla 8 Betas de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija.....	25
Tabla 9 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión.....	27
Tabla 10 WACC 2020-2023 desglosado por parámetros.....	28

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años (1 de abril de 2018 – 31 de diciembre de 2023) y valor resultante de la aplicación de la metodología (1 de abril de 2018 – 31 de marzo de 2023).....	13
Ilustración 2 Factores de cambio WACC 2022 y 2023 para Telefónica.....	29
Ilustración 3 Factores de cambio WACC 2022 y 2023 para Cellnex.....	29

## 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>5</sup>. Actualmente, los

---

<sup>5</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

operadores sujetos son Telefónica de España, S.A.U. (de aquí en adelante, Telefónica) para los mercados de telefonía y banda ancha fija, y Cellnex Telecom, S.A.<sup>6</sup> (de aquí en adelante, Cellnex) para el servicio portador de difusión de la señal de televisión.

Hasta el ejercicio 2022 también se calculaba el WACC para Telefónica Móviles España, S.A.U; Vodafone España, S.A. y Orange Espagne, S.A.U., los operadores con PSM en los mercados de terminación de llamadas en redes móviles individuales sujetos a la obligación de contabilidad de costes. Sin embargo, en la quinta ronda de definición y análisis de los mercados de terminación de llamadas en redes móviles individuales del 27 de abril de 2023, la CNMC consideró que estos operadores ya no ostentaban PSM y cesó, entre otras, la obligación de mantener un sistema de contabilidad de costes y por lo tanto de cálculo del WACC para estos operadores.

Para el cálculo del WACC, la CNMC aprobó una metodología el 6 de mayo de 2021<sup>7</sup> en la que incorporó lo dispuesto en la Comunicación de la Comisión Europea (CE) de 6 de noviembre<sup>8</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 2023, tanto para Telefónica como para Cellnex.

---

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>6</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>7</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/expedientes/waccdtsa01120>

<sup>8</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 2023 fue publicado por el BEREC el 14 de junio de 2023<sup>9</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 son calculados y publicados directamente por el BEREC, mientras que los valores de la beta, la ratio de apalancamiento y el coste de la deuda son calculados por esta Comisión. En el caso de Telefónica, 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.

En el caso de Cellnex, al no estar cubierto por la Comunicación de la CE, la CNMC ha seleccionado una muestra de empresas comparables y calcula directamente los parámetros, siguiendo en todo caso los principios establecidos en la Comunicación.

## III. CÁLCULO DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2023

A continuación, se muestra el cálculo del WACC para su aplicación en los modelos de contabilidad regulatoria del ejercicio 2023 y en aquellos procedimientos que lo requieran hasta la aprobación del WACC correspondiente al ejercicio 2024. Algunos parámetros son comunes para los servicios de

---

<sup>9</sup> Disponible en:

<https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2023>

telefonía y banda ancha fija 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 el operador de los servicios de telefonía y banda ancha fija (Telefónica) y para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión (Cellnex).

### **A. TASA LIBRE DE RIESGO**

Según la Metodología, la tasa libre de riesgo [ $R_f$ ] se estima a través de la rentabilidad semanal del bono español con vencimiento a 10 años por un periodo de 5 años (del 1 de abril de 2018 al 31 de marzo de 2023). El resultado de este cálculo es 1,09% y la fuente es el informe BEREC 2023.

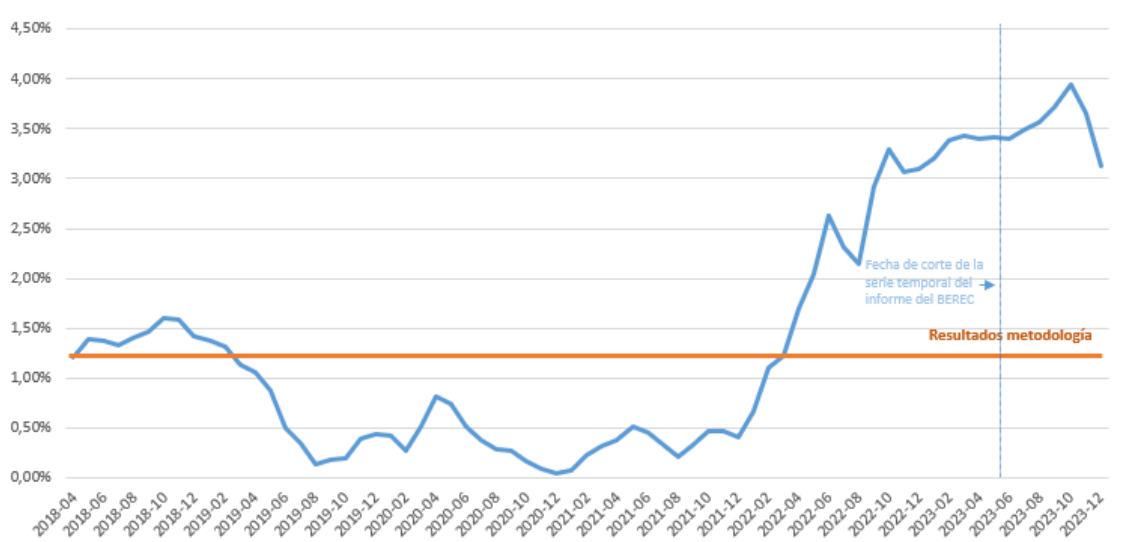
Tal como se señaló en la Resolución del WACC 2022, a comienzos del año 2022 la situación económica internacional sufrió un cambio brusco, el cual se reflejó en la tendencia creciente de los tipos de interés y en la inflación<sup>10</sup>. En este sentido, la Metodología para el cálculo del WACC emplea un enfoque histórico para estimar sus parámetros (de abril del 2018 a marzo de 2023). Sin embargo, el valor aprobado se aplicará a las contabilidades de 2023 y a cualquier otro cálculo que precise del WACC entre la aprobación de este expediente hasta la aprobación del próximo WACC, correspondiente al ejercicio 2024.

Como consecuencia, hay un cierto desacople entre los valores económicos-financieros empleados en el cálculo del WACC y los valores existentes en el periodo de aplicación del WACC. Por ejemplo, en diciembre de 2023 la rentabilidad del bono español a 10 años (3,09%) era casi el triple que el valor estimado para la tasa libre de riesgo de este WACC siguiendo estrictamente la metodología (1,09%), tal como se puede observar en la Ilustración 1: el valor estimado de la tasa libre de riesgo (línea naranja) en el informe del BEREC 2023 presenta una desviación significativa con respecto a los valores observados más recientes.

---

<sup>10</sup> El tipo de interés del BCE se sitúa en 4,50% desde el 20 de septiembre de 2023 cuando en el periodo comprendido entre marzo de 2016 hasta julio de 2022 se situaba en 0%.

**Ilustración 1 Rentabilidad del bono español a 10 años (1 de abril de 2018 – 31 de diciembre de 2023) y valor resultante de la aplicación de la metodología (1 de abril de 2018 – 31 de marzo de 2023)**



En el WACC 2022 la CNMC calculó la media aritmética entre el valor calculado en el informe del BERECA 2022 (abril 2017 – marzo 2022) y el valor medio de la rentabilidad del bono español a 10 años entre el 1 de abril de 2022 y 30 de septiembre de 2022.

A continuación, se analiza si el ajuste realizado en 2022 sigue estando justificado. Por un lado, es cierto que en la serie temporal del informe del BERECA 2023 ya están incluidos los datos de la rentabilidad del bono español a 10 años durante todo 2022 y los 3 primeros meses de 2023, los cuales presentan valores más en línea con los actuales. Es decir, en el último tramo de la serie temporal de 5 años ya se captan los altos valores de la rentabilidad del bono español a 10 años derivados de la situación económico-financiera internacional.

Sin embargo, el valor para España mostrado en el informe del BERECA sigue sin estar alineado con las rentabilidades actuales, tal como se muestra en la Ilustración 1, por lo que la Sala considera que debe mantenerse un ajuste. No obstante, debe darse más peso al dato histórico del BERECA que el año pasado, con el objetivo de volver a utilizar una serie histórica de 5 años sin ningún tipo de ponderación una vez que los datos históricos estén más alineados con los más recientes.

Por ello, para el ejercicio 2023 la CNMC calcula la Rf ponderando con 2/3 el valor calculado en el informe del BEREC y con 1/3 el valor resultante de la media aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2023 y 30 de septiembre de 2023. Con ello, se busca dar un mayor peso a la serie temporal del BEREC respecto al cálculo del año pasado, al mismo tiempo que se tienen en cuenta en el cálculo los valores más recientes, con el objeto de que la situación económica y financiera actual esté adecuadamente reflejada.

Por tanto, Rf se calcula como 2/3 de 1,09% (serie temporal de 5 años del informe del BEREC) más 1/3 de 3,50% (serie de 6 meses de abril a septiembre de 2023 calculados por CNMC). **Como resultado de este cálculo, se obtiene una Rf de 1,89%.**

Asimismo, el 1,89% está alineado con los valores del resto de Estados Miembros mostrados en el informe del BEREC. En primer lugar, está dentro del rango de valores de los diferentes Estados Miembros de la UE, de hecho, hay ocho países con un valor de Rf más alto<sup>11</sup>. En segundo lugar, es inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “*credit rating*” similar (2,38%)<sup>12</sup>.

En conclusión, en comparación con el valor original contenido en el informe del BEREC, el valor de 1,89% es una estimación más representativa de la tasa libre de riesgo para España dado el contexto económico actual. Además, el cálculo realizado este ejercicio supone un primer paso en la vuelta gradual a la utilización de la serie histórica del BEREC como fuente exclusiva de cálculo de la tasa libre de riesgo.

### **Alegación de Telefónica**

Telefónica discrepa de la propuesta para el ejercicio 2023 de ponderar con 2/3 el valor calculado en el informe del BEREC y con 1/3 el valor resultante de la media aritmética de la serie temporal entre el 1 de abril de 2023 y 30 de

---

<sup>11</sup> BEREC Report Regulatory Accounting in Practice 2023. Chapter 5 – WACC. Figure 8. <https://www.berec.europa.eu/system/files/2023-12/BoR%20%2823%29%20196%20BEREC%20Report%20Regulatory%20Accounting%20in%20Practice%202023.pdf>

Los ocho Estados Miembros son: Hungría (3,97%), Polonia (3,15%), Grecia (2,59%), Italia (2,56%), Rumanía (2,48%), Chipre (2,10%), Irlanda (2,05%) y Malta (1,95%).

<sup>12</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): Croacia, Hungría, Italia, Portugal y Rumanía.

septiembre de 2023. Considera más adecuado que se siga manteniendo la media aritmética entre ambos valores.

Según Telefónica, todavía hay factores que indican que la inflación no se ha terminado de controlar, por lo que la subida de los tipos podría haberse detenido con carácter transitorio, pero podría continuar en los próximos meses. Telefónica señala que la inflación subyacente continúa desde el mes de mayo en valores alrededor del 6,1% y la inflación general ha vuelto a crecer desde el 1,9% de junio hasta el 2,6% de agosto y el 3,5% de septiembre.

En segundo lugar, Telefónica expresa que las bajadas en los precios de la energía que se produjeron en los primeros meses del año se están revirtiendo en los meses de verano de 2023 ya que ha habido importantes incrementos en el precio de la gasolina y del gasoil. Además, se sigue produciendo un considerable incremento del precio de los alimentos como del aceite de oliva y las frutas.

Todo ello lleva a Telefónica considerar que no se ha podido terminar de controlar la inflación por lo que muy probablemente va a seguir siendo necesaria la existencia de tipos altos durante más tiempo o incluso la continuación de la subida de los tipos de interés como herramienta de política monetaria. Además, Telefónica señala que la rentabilidad del bono español a 10 años se situó por encima del 4% en los últimos días de septiembre.

El 14 de septiembre de 2023, el Banco Central Europeo, decidió un nuevo incremento de los tipos de interés de 25 puntos básicos hasta el 4,5%, máximos de 22 años, a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Por todo ello, a diferencia de la propuesta que pondera las cifras de la rentabilidad del bono entre las fechas del 1 de abril al 30 de junio de 2023 a un tercio, Telefónica considera adecuado en las circunstancias económicas actuales prorrogar un ejercicio más la ponderación al 50% dadas las crecientes tensiones inflacionistas que se están produciendo en los alimentos y la energía.

Además, Telefónica alega que la cifra de tasa libre de riesgo propuesta alcanza un valor muy inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “credit rating” similar (2,38%). Con una ponderación del 50% en ambas cifras, Telefónica estima que la cifra de tasa libre de riesgo quedaría muy

probablemente alrededor del 2,28%, número que sigue siendo inferior al 2,38% anteriormente mencionado.

### **Alegaciones de Cellnex**

Cellnex considera que la propuesta de modificación del cálculo de la CNMC no permite reflejar de forma adecuada las condiciones de financiación del servicio portador de difusión de la señal de televisión de acuerdo al contexto económico-financiero para el año 2023.

En la misma línea que Telefónica, Cellnex señala que existe un diferencial superior al del periodo anterior entre la tasa libre de riesgo del informe de BEREC y los valores existentes en el periodo de aplicación del WACC (en 2022, la tasa libre de riesgo del informe del BEREC era de 0,84% y el promedio de abril a septiembre de 2022, 2,29% mientras que para 2023 los valores son de 1,09% y 3,50%, respectivamente). Por tanto, según Cellnex estaría justificado mantener el ajuste entre dichos valores como la media aritmética.

Cellnex señala que esta aproximación permite reflejar un mejor equilibrio entre el enfoque propuesto por BEREC y el reconocimiento de la actual coyuntura macroeconómica y que la modificación del ponderador propuesto por la CNMC conlleva que el valor de la tasa libre de riesgo resultante se estime claramente insuficiente.

En conclusión, Cellnex propone el recálculo de 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 5 años hasta marzo de 2023 y de la serie entre abril y septiembre de 2023, estimado de forma provisional en el 2,27% en base a los últimos datos publicados hasta agosto de 2023.

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

Esta Comisión considera positivo que tanto Telefónica como Cellnex expresen su acuerdo con la inclusión de los datos más recientes, posteriores a la fecha de corte de marzo de 2023 del informe del BEREC, de la rentabilidad del bono español a 10 años de manera ponderada. Como bien señalan ambos operadores, la situación económico-financiera vivida desde febrero 2022 ha hecho que los valores más recientes del bono español a 10 años sean mucho más elevados que la media aritmética de 5 años mostrada en el informe del BEREC.



Sin embargo, ambas empresas solicitan que se mantenga, al igual que para el WACC 2022, una media aritmética entre los valores más recientes del bono español a 10 años (1/2) y el valor de la serie histórica del BEREC (1/2), en vez de que sea una ponderación de 2/3 y 1/3.

Esta Comisión considera que la media aritmética entre ambos valores era adecuada en el ejercicio pasado, cuando la serie del BEREC apenas recogía los altos tipos de interés del bono español, ya que finalizaba en marzo de 2022. En cambio, en el ejercicio 2023 la serie del BEREC ya recoge los altos tipos de interés registrados en el periodo febrero 2022 a marzo 2023. Por lo tanto, es pertinente que la serie histórica del BEREC tenga un peso más importante que en el ejercicio pasado.

Por último, con respecto a la preocupación mostrada por Cellnex y Telefónica sobre la continuidad de los elevados tipos de interés en el futuro, cabe indicar que la serie histórica del BEREC progresivamente irá incluyendo una proporción mayor del periodo de altos tipos interés que se lleva registrando desde febrero de 2022, por lo que reflejará de forma más adecuada esta situación.

Por todas estas razones, se desestiman las alegaciones de Cellnex y Telefónica.

## B. PRIMA DE MERCADO

De acuerdo con la Metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [P<sub>m</sub>] mediante el uso de un valor común para toda la Unión Europea. Para este ejercicio se utilizan como fuentes DMS<sup>13</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 1923-2022	27,3%	17,6%	25,4%	DMS

<sup>13</sup> Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*, 2023, Credit Suisse.

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Alemania	1900-1921 y 1924-2022	12,9%	5,0%	8,3%	DMS
Bélgica	1900-2022	10,2%	5,6%	4,7%	DMS
Bulgaria	2006-2022	14,4%	2,7%	12,2%	Bloomberg
Chipre	2015-2022	30,5%	-0,3%	31,4%	Bloomberg
Croacia	2006-2022	9,4%	3,2%	7,7%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2022	11,5%	6,2%	5,5%	DMS
Eslovaquia	2005-2022	8,3%	3,7%	4,3%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2022	8,7%	3,3%	6,1%	Bloomberg
España	1900-2022	11,1%	7,7%	3,8%	DMS
Estonia	2021-2022	4,9%	-8,1%	15,8%	Bloomberg
Finlandia	1900-2022	16,1%	6,8%	9,2%	DMS
Francia	1900-2022	12,8%	7,0%	5,7%	DMS
Grecia	1993-2022	21,2%	11,1%	0,3%	DMS
Hungría	2001-2022	8,5%	4,5%	5,2%	Bloomberg
Italia	1900-2022	13,9%	7,2%	6,5%	DMS
Letonia	2005-2022	10,2%	1,3%	10,5%	Bloomberg
Lituania	2005-2022	8,6%	3,7%	7,5%	Bloomberg
Luxemburgo	2016-2022	6,2%	-0,3%	3,4%	Bloomberg
Malta	Datos no disponibles				
Países Bajos	1900-2022	10,1%	4,6%	5,9%	DMS
Polonia	2001-2022	8,5%	5,4%	4,1%	Bloomberg
Portugal	1900-2022	16,0%	6,3%	9,5%	DMS
Rep. Checa	2006-2022	8,4%	2,9%	6,1%	Bloomberg
Rep. de Irlanda	1900-2022	10,7%	6,1%	4,9%	DMS
Rumanía	2006-2022	10,4%	1,8%	9,4%	Bloomberg
Suecia	1900-2022	11,6%	6,3%	5,6%	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>14</sup>

<sup>14</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.

promedio del periodo 2018-2022 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>15</sup> del periodo 2018-2022 y la longitud de la serie temporal disponible. De esta forma, se puede calcular la serie anual de prima de mercado europea.

Como resultado de aplicar el criterio descrito y tras realizar la media aritmética de la serie, se estima que **la prima de mercado [P<sub>m</sub>] tiene un valor de 5,92% 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 2023.

### C. TASA IMPOSITIVA

Según la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal del Impuesto de Sociedades en España<sup>16</sup>, que para 2023 es de un **25%**.

## Segundo. PARÁMETROS ESPECÍFICOS DE EMPRESA

Los valores de estos parámetros son distintos para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija (Telefónica), y para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión (Cellnex).

### A. LISTADO DE EMPRESAS COMPARABLES

En el ejercicio 2023, para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, 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 2023 se han incluido las mismas empresas del ejercicio 2022 por lo que el listado está conformado por 15 empresas.

**Tabla 2 Empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija**

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

<sup>15</sup> Fuente: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama\\_10\\_gdp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en)

<sup>16</sup> Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

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

Para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se han mantenido las empresas europeas y estadounidenses utilizadas por la CNMC en el cálculo del WACC 2022.

**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, 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 2018 y 31 de marzo de 2023 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 el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, obtenida del informe BEREC:

**Tabla 4 Estructura financiera de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija**

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	56,15%
DIGI	70,90%
Elisa OYJ	13,04%
KPN	38,18%
NOS	38,02%
Orange SA	54,09%
Proximus	31,96%
Tele 2	23,85%
Telecom Italia	75,02%
Telefónica	60,70%
Telekom Austria	33,27%
Telenet	57,41%
Telenor	34,58%
Telia	37,70%
Vodafone	55,62%
<b>PROMEDIO</b>	<b>45,36%</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	27,57%
Cellnex	43,20%
Crown Castle	18,77%
Inwit	28,37%
Rai Way	3,48%
SBA	32,05%
Vantage Towers	21,07%
<b>PROMEDIO</b>	<b>24,93%</b>

### C. PRIMA DE LA DEUDA

Según la Metodología, la prima de la deuda se calcula como la diferencia entre los rendimientos de los bonos a 10 años de cada una de las empresas comparables y los rendimientos de la deuda pública a diez años del país en el que tiene su sede principal cada una de las empresas, respectivamente.

Para su cálculo, se identifican todas las emisiones de deuda para cada operador que cumplen los criterios establecidos en la Metodología. 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. Estos pasos de cálculos son seguidos tanto para el operador de banda ancha y telefonía fija como para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2023 y muestra el cálculo para las empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija <sup>17</sup>:

**Tabla 6 Prima de la deuda de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija**

<b>Empresas Comparables</b>	<b>Prima de la deuda (pb<sup>18</sup>)</b>
Deutsche Telekom	128
DIGI	305
Elisa OYJ	84
KPN	119
NOS <sup>19</sup>	-
Orange SA	86
Proximus	91
Tele 2	148
Telecom Italia	185
Telefónica	52
Telekom Austria <sup>Error!</sup> <small>Marcador no definido.</small>	-
Telenet	329
Telenor	111

<sup>17</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 junto la evolución de la prima de la deuda para cada empresa en la serie temporal.

<sup>18</sup> Puntos Básicos. 100 puntos básicos equivalen a 1%.

<sup>19</sup> Para el ejercicio 2023, BEREC no ha calculado las primas de la deuda de NOS y Telekom Austria, ya que no cuentan con ningún bono que cumpla el requisito establecido relativo a la fecha de vencimiento (véase la página 24, nota al pie 54 del informe del BEREC).

<b>Empresas Comparables</b>	<b>Prima de la deuda (pb<sup>18</sup>)</b>
Telia	142
Vodafone	140
<b>PROMEDIO</b>	<b>148</b>

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija a será 1,48% (148 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 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 Pares de bonos para calcular la prima de la deuda de las empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión**

<b>Cellnex</b>			
<b>Bono corporativo</b>		<b>Bono gubernamental</b>	
<b>Ticker</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>	<b>Ticker</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>
BK0950067 Corp	26/06/2029	AW8324286 Govt	30/04/2029
AZ8335145 Corp	31/07/2029	AZ1293424 Govt	31/10/2029
ZO9508185 Corp	23/10/2030	BJ0516218 Govt	31/10/2030
BM3171360 Corp	20/11/2031	EC3301636 Govt	30/07/2032
BR3179453 Corp	15/09/2032	EC3301636 Govt	30/07/2032
AL8194733 Corp	20/12/2032	EC3301636 Govt	30/07/2032
BN9906411 Corp	15/02/2033	AM6067459 Govt	30/07/2033
<b>American Tower</b>			
<b>Bono corporativo</b>		<b>Bono gubernamental</b>	
<b>Ticker</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>	<b>Ticker</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>
US03027XAW02 Corp	15/08/2029	912810FJ2 Govt	15/08/2029
US03027XBA72 Corp	15/01/2030	912828YS3 Govt	15/11/2029
US03027XBC39 Corp	15/06/2030	912810FM5 Govt	15/05/2030
US03027XBG43 Corp	15/10/2030	91282CAE1 Govt	15/08/2030
US03027XBM11 Corp	15/04/2031	912810FP8 Govt	15/05/2031
US03027XBS80 Corp	15/09/2031	91282CCS8 Govt	15/08/2031
US03027XBW92 Corp	15/03/2032	US91282CDY49 Govt	15/02/2032

Crown Castle			
Bono corporativo		Bono soberano	
Ticker	Fecha de vencimiento	Ticker	Fecha de vencimiento
US22822VAN10 Corp	15/11/2029	912810FJ2 Govt	15/08/2029
US22822VAR24 Corp	01/07/2030	912810FM5 Govt	15/05/2030
US22822VAT89 Corp	15/01/2031	912810FP8 Govt	15/02/2031
US22822VAW19 Corp	01/04/2031	912810FP8 Govt	15/02/2031
US22822VAY74 Corp	15/07/2031	91282CCB5 Govt	15/05/2031
SBA Communications			
Bono corporativo		Bono soberano	
Ticker	Fecha de vencimiento	Ticker	Fecha de vencimiento
US78410GAG91 Corp	01/02/2029	91282CDW8 Govt	31/01/2029
US78410GAE44 Corp	01/02/2029	912810FG8 Govt	15/02/2029
BN5374606 Corp	01/02/2029	912810FG8 Govt	15/02/2029
Inwit			
Bono corporativo		Bono soberano	
Ticker	Fecha de vencimiento	Ticker	Fecha de vencimiento
BP0500937 Corp	19/04/2031	ED3281604 Govt	20/02/2031
Vantage Towers			
Bono corporativo		Bono soberano	
Ticker	Fecha de vencimiento	Ticker	Fecha de vencimiento
BO7112713 Corp	31/03/2030	ZP2206560 Govt	15/02/2030

En el anexo I se adjuntan los resultados y la evolución de la prima de la deuda para cada par de bonos de cada empresa y su valor promedio.

Como resultado, la prima de la deuda a utilizar para el servicio portador de difusión de la señal de televisión será 1,60%. 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, 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 estadounidenses) 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 el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, el resultado se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2023.

La fórmula para apalancar la beta 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 el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija**

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,72	56,15%	0,38
DIGI	0,50	70,90%	0,22
Elisa OYJ	0,42	13,04%	0,38
KPN	0,57	38,18%	0,39
NOS	0,67	38,02%	0,45
Orange SA	0,62	54,09%	0,34
Proximus	0,55	31,96%	0,41
Tele 2	0,54	23,85%	0,43
Telecom Italia	1,07	75,02%	0,35
Telefónica	0,95	60,70%	0,44
Telekom Austria	0,65	33,27%	0,47
Telenet	0,65	57,41%	0,34
Telenor	0,31	34,58%	0,24
Telia	0,57	37,70%	0,39
Vodafone	0,85	55,62%	0,44
<b>PROMEDIO</b>			<b>0,38</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:

$$\beta_A = \text{antes calculada} = 0,38$$

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

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

$$D/(E+D) = \text{apalancamiento del grupo de comparables} = 45,36\%$$

El resultado de la beta reapalancada para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija es de **0,61**.

En el caso del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se ha utilizado la misma metodología descrita para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija. El resultado del cálculo mostrado en la consulta pública fue de beta desapalancada promedio igual a 0,55 y una beta reapalancada con valor de 0,70.

### **Alegación de Cellnex**

Cellnex ha reproducido los cálculos para la estimación de la beta, siguiendo la metodología descrita por la CNMC, detectando una posible discrepancia con la beta de Vantage Towers, cuya beta desapalancada pasaría de 0,48 a 0,57.

### **Respuesta de esta Sala a la alegación de Cellnex**

Tras revisar los cálculos de la beta, se considera correcto el cálculo realizado por Cellnex para Vantage. A continuación, se muestra la tabla y los cálculos definitivos para la beta.

**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	0,84	27,57%	0,64
Cellnex	0,63	43,20%	0,40
Crown Castle	0,81	18,77%	0,68
Inwit	0,60	28,37%	0,46
Rai Way	0,60	3,48%	0,58
SBA	0,86	32,05%	0,62
Vantage Towers	0,70	21,07%	0,57
<b>PROMEDIO</b>			<b>0,56</b>

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

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

donde:

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

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

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

$$D/(E+D) = \text{apalancamiento del grupo de comparables} = 24,93\%$$

El resultado de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es de **0,72**.

### Tercero. WACC 2023

En la siguiente tabla se detallan las estimaciones de los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes al operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija (Telefónica) y al operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión (Cellnex) para los tres ejercicios anteriores (2020, 2021 y 2022). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2023 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC propuesto con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

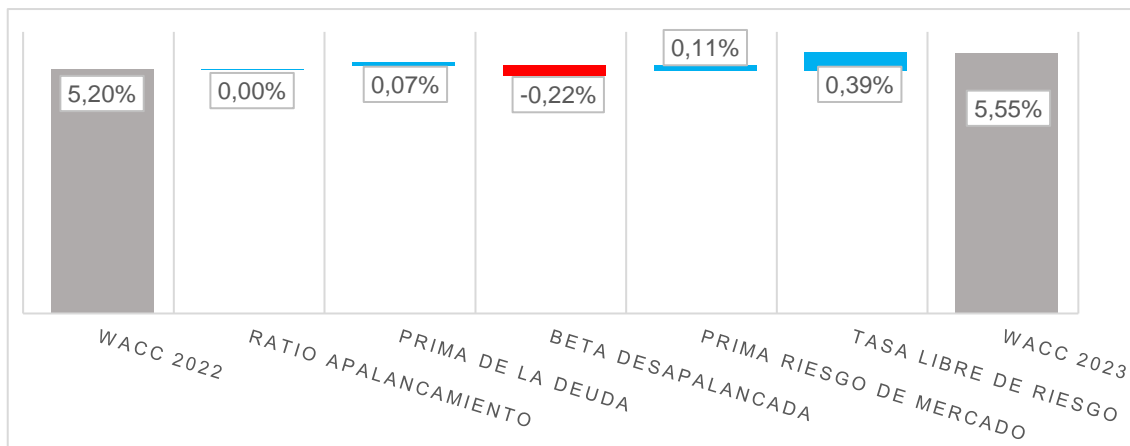
**Tabla 10 WACC 2020-2023 desglosado por parámetros**

<b>Parámetros calculados</b>	<b>WACC 2020</b>	<b>WACC 2021</b>	<b>WACC 2022</b>	<b>WACC 2023</b>
<b>Parámetros económicos generales</b>				
Tasa libre de riesgo [R <sub>f</sub> ]	1,30%	1,01%	<b>1,57%</b>	<b>1,89%</b>
Ajuste QE	1,00%	0%	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Prima riesgo mercado [P <sub>m</sub> ]	5,31%	5,50%	<b>5,70%</b>	<b>5,92%</b>
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	<b>25,00%</b>	<b>25,00%</b>
<b>Parámetros específicos de mercado</b>				
Ratio apalancamiento [D/(D+E)]				
Telefónica	0,37	0,39	<b>0,42</b>	<b>0,45</b>
Cellnex	0,23	0,22	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>
Prima de la deuda [ρ]				
Telefónica	1,30%	1,15%	<b>1,31</b>	<b>1,48</b>
Cellnex	1,45%	1,58%	<b>1,29</b>	<b>1,60</b>
Beta desapalancada [β <sub>a</sub> ]				
Telefónica	0,53	0,47	<b>0,41</b>	<b>0,38</b>
Cellnex	0,48	0,58	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>
Beta de la deuda [β <sub>d</sub> ]				
	0,1	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Beta reapalancada [β <sub>e</sub> ]				
Telefónica	0,78	0,71	<b>0,64</b>	<b>0,61</b>
Cellnex	0,72	0,71	<b>0,69</b>	<b>0,72</b>
E/(E+D)				
Telefónica	0,63	0,61	<b>0,58</b>	<b>0,55</b>
Cellnex	0,77	0,78	<b>0,78</b>	<b>0,75</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>				
Telefónica	6,43%	4,91%	<b>5,19%</b>	<b>5,52%</b>
Cellnex	6,14%	4,91%	<b>5,49%</b>	<b>6,13%</b>
<b>Coste de los recursos ajenos [K<sub>d</sub>]= (R<sub>f</sub>+ ρ)</b>				
Telefónica	2,60%	2,16%	<b>2,88%</b>	<b>3,37%</b>
Cellnex	2,75%	2,59%	<b>2,86%</b>	<b>3,50%</b>
<b>WACC después de impuestos WACC = (E/(D+E)*K<sub>e</sub>)+(D/(D+E)*K<sub>d</sub>*(1-t))</b>				
Telefónica	4,77%	3,62%	<b>3,90%</b>	<b>4,16%</b>
Cellnex	5,21%	4,27%	<b>4,76%</b>	<b>5,26%</b>
<b>WACC antes de impuestos WACC<sub>AI</sub> = WACC/(1-t)</b>				
Telefónica	6,36%	4,82%	<b>5,20%</b>	<b>5,55%</b>
Cellnex	6,94%	5,69%	<b>6,35%</b>	<b>7,01%</b>

En la tabla anterior se puede observar cómo los valores del WACC para ambos operadores aumentan con respecto a 2022.

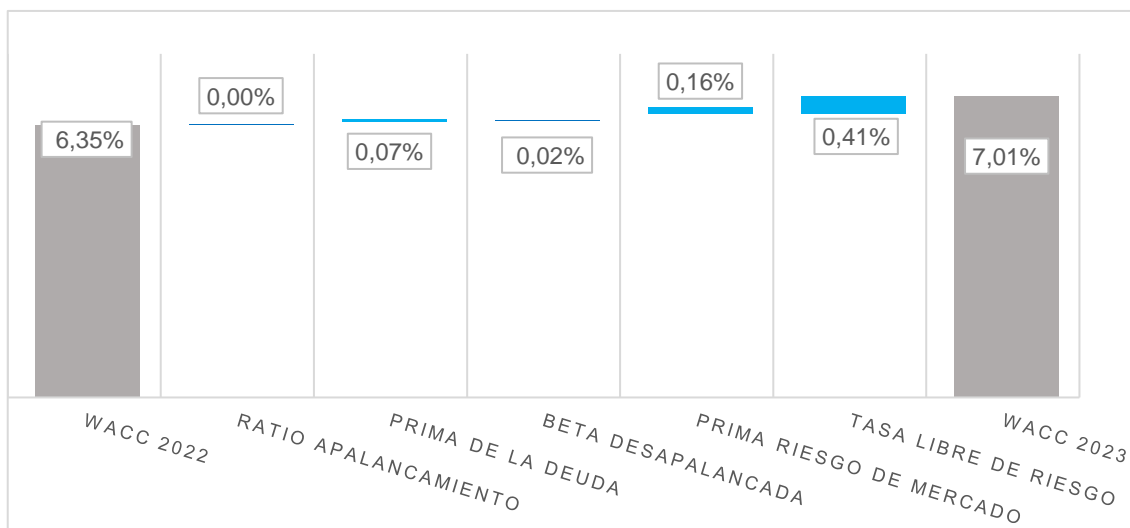
En cuanto a la comparativa detallada entre los años 2022 y 2023, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución de cada parámetro en la variación final del WACC antes de impuestos tanto para el operador de banda ancha y telefonía fija como para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

**Ilustración 2 Factores de cambio WACC 2022 y 2023 para Telefónica**



Los principales factores de aumento del WACC entre los años 2022 y 2023 para el operador de banda ancha y telefonía fija 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 3 Factores de cambio WACC 2022 y 2023 para Cellnex**



Al igual que para Telefónica, los factores de incremento en el WACC entre los años 2022 y 2023 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.

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

En su carta de comentarios emitida el 5 de febrero de 2024, la CE formuló la siguiente observación:

*“La Comisión apunta que, al calcular la tasa libre de riesgo como el rendimiento medio ponderado de los bonos del Estado en dos períodos diferentes para reflejar mejor las condiciones macroeconómicas actuales, la CNMC se aparta de la metodología de la Comunicación. La Comisión desea recordar que las ANR deben tener en cuenta la Comunicación a la hora de concebir sus medidas nacionales y contribuir al desarrollo del mercado interior incentivando enfoques reguladores coherentes. Al mismo tiempo, la Comisión admite que, si una ANR propone un enfoque alternativo debidamente justificado en consonancia con los objetivos reguladores establecidos en el Código y que refleje la situación macroeconómica nacional actual, es posible seguir dicho enfoque. La Comisión acoge con satisfacción el avance de la CNMC hacia una mayor adecuación a la metodología de la Comunicación.”*

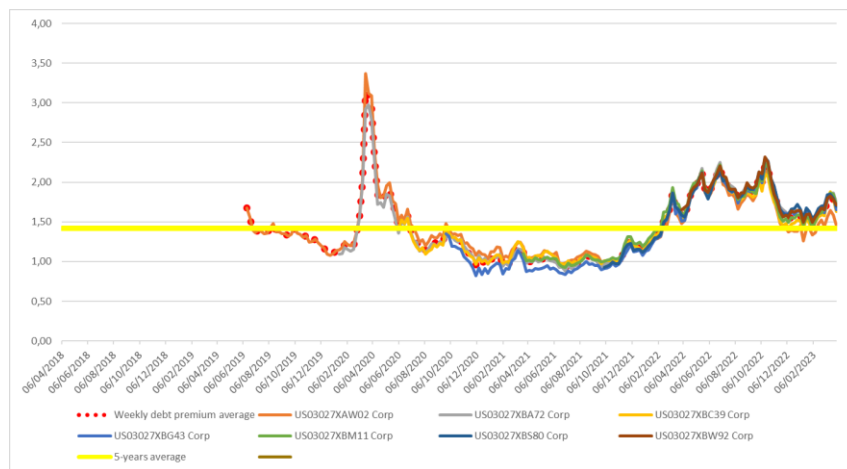
Es decir, la CE señala que la propuesta de la CNMC de emplear un enfoque reglamentario alternativo para el cálculo de la tasa libre de riesgo está justificada y puede emplearse en la medida final, ya que está en consonancia con los objetivos establecidos en el Código con vistas a reflejar la actual situación macroeconómica. Por otro lado, la CE apoya el hecho de que la CNMC avance en la dirección de volver a seguir íntegramente la metodología de la Comunicación en el cálculo de la tasa libre de riesgo.

La CNMC comparte la observación de la CE.

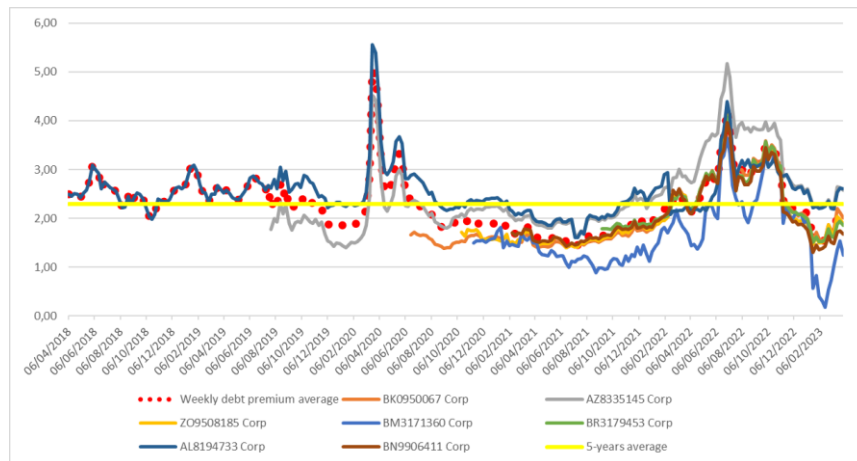
## ANEXO I: EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS COMPARABLES DEL SERVICIO PORTADOR DE DIFUSIÓN DE LA SEÑAL DE TELEVISIÓN

Los siguientes gráficos muestran la prima de la deuda para cada una de las emisiones representativas de las empresas, definidas como la rentabilidad del bono menos la rentabilidad del bono gubernamental asociado<sup>20</sup>.

### American Tower

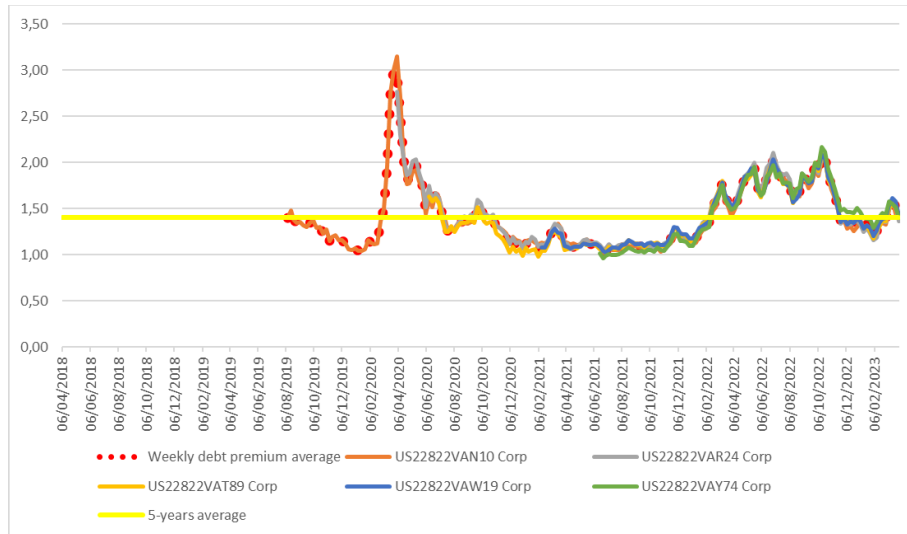


### Cellnex

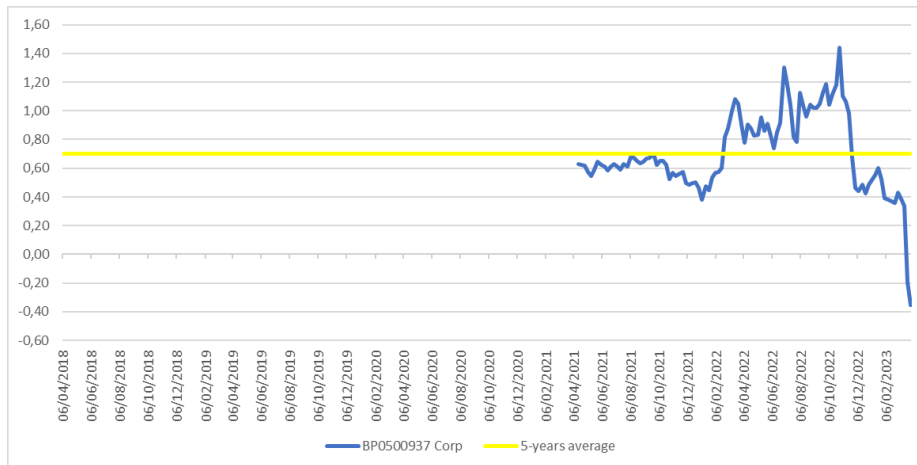


<sup>20</sup> Los gráficos equivalentes para el grupo de empresas comparables de Telefónica se pueden encontrar en el Anexo 2 del informe del BEREK.

### Crown Castle

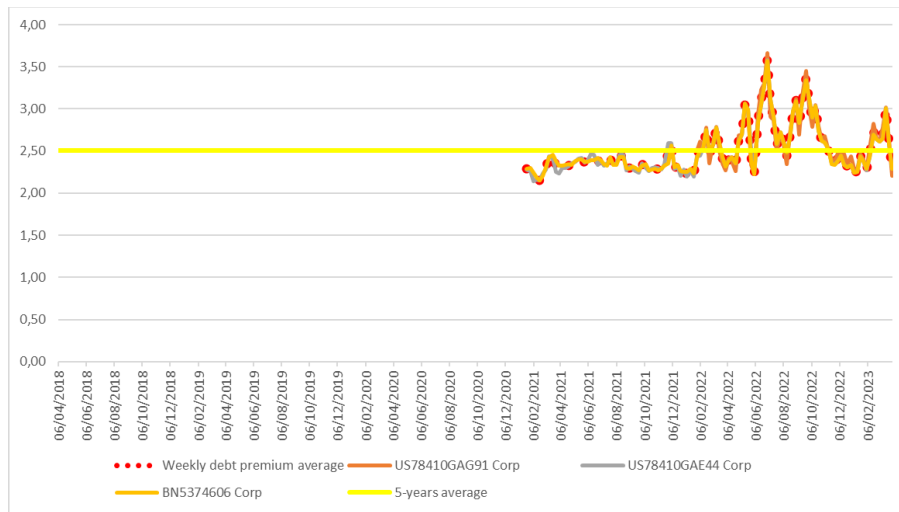


### Inwit

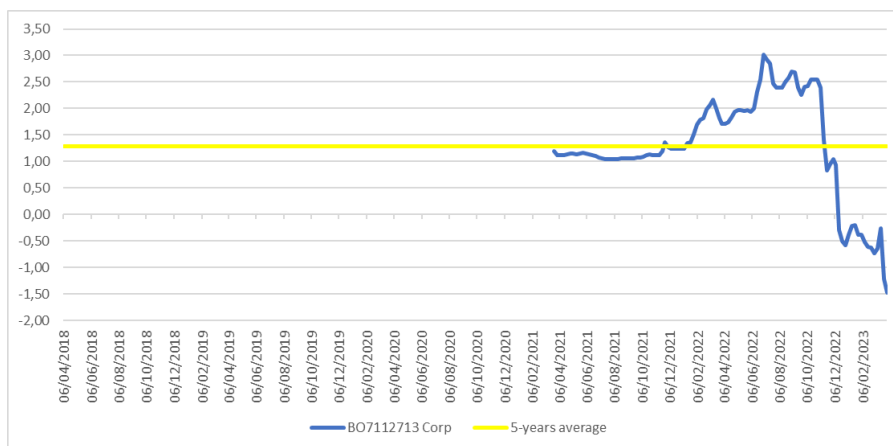




### **SBA Communications**



### **Vantage Towers**



## GLOSARIO

**AI:** Antes de Impuestos

**ANR:** Autoridad Nacional de Reglamentación

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**CE:** Comisión Europea

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

**DMS:** Dimson, Marsh & Staunton

**ERP / P<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

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

**β:** Parámetro Beta

**β<sub>D</sub>:** Beta de la deuda

**β<sub>E</sub>:** *Equity Beta* (Beta apalancada)

**β<sub>E</sub>':** *Relevered Beta* (Beta reapalancada)

**β<sub>A</sub>:** *Asset Beta* (Beta desapalancada)

**ρ:** Prima de la deuda