

RESOLUCIÓN POR LA QUE SE ACTUALIZA (2025) LA REFERENCIA DE BENEFICIO RAZONABLE, 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/062/25)

CONSEJO. SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidente

D. Ángel García Castillejo

Consejeros

D. Josep Maria Salas Prat

D. Carlos Aguilar Paredes

D.^a María Jesús Martín Martínez

D. Enrique Monasterio Beñaran

Secretario

D. Miguel Bordiu García-Ovies

En Barcelona, a 20 de noviembre de 2025

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 en esas instalaciones. 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, en el caso de los servicios básicos y,

cuando solo hay un posible prestador, también en el caso de los servicios complementarios y auxiliares.

SEGUNDO.- La Comunicación de la CNMC de 26 de julio de 2022 sobre la orientación a costes de los precios en instalaciones de servicio ferroviarias (en adelante, la Comunicación)¹ clarificó los criterios que utilizará esta Comisión para supervisar los precios que cobran los explotadores de las instalaciones de servicio ferroviarias a las empresas ferroviarias, por los servicios que les prestan en esas instalaciones. En concreto, la Comunicación dice que *“la CNMC concluirá que los precios están efectivamente orientados a los costes si, de acuerdo con las cuentas aprobadas y auditadas, los ingresos obtenidos por la prestación del servicio no superan los costes más un beneficio razonable. Esta comprobación se realizará a partir de los ingresos y costes medios de los tres ejercicios anteriores”*.

La Comunicación detalla los criterios para determinar los costes imputables a los servicios y desarrolla una metodología para calcular el beneficio razonable, que asimila al coste medio ponderado del capital de los explotadores de las instalaciones de servicio (el WACC, por sus siglas en inglés).

La Comunicación dispone, también, que la CNMC publique su estimación del beneficio razonable, y que la revise de forma periódica, de acuerdo con la metodología establecida en el epígrafe V de la Comunicación. La última actualización se aprobó en Resolución de la CNMC de 15 de noviembre de 2024².

La CNMC aplica una metodología basada en el coste medio ponderado del capital para determinar el beneficio razonable o la tasa de retribución en los distintos sectores que regula y supervisa. En cada sector la aplicación de la metodología presenta particularidades, derivadas de diferencias regulatorias, restricciones específicas establecidas por la normativa sectorial, propuestas de homogeneización a nivel europeo, las características de las empresas reguladas, etc. Todo ello implica que, aunque se parta de un esquema común, la definición y el cálculo de algunos parámetros pueden variar en función del sector y del contexto regulatorio aplicable.

¹ [Comunicación de la CNMC de 26 de julio de 2022 sobre la orientación a costes de los precios en instalaciones de servicio ferroviarias](#) Versión consolidada tras modificación de párrafo 78 acordada por Pleno de 28 enero 2025.

² [Resolución de 15 de noviembre de 2024 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](#) (en adelante, Resolución de 15 de noviembre de 2024).

TERCERO.- Con fecha 10 de octubre de 2025 se inició un trámite de audiencia para la actualización de la referencia de beneficio razonable³. El 12 de noviembre de 2025 se recibió escrito de la Entidad Pública Empresarial Renfe Operadora informando del coste medio de su deuda de acuerdo con las cuentas anuales publicadas correspondientes a 2024⁴. No se han recibido otras alegaciones.

FUNDAMENTOS JURÍDICOS

I. HABILITACIÓN COMPETENCIAL

1. El artículo 11.1 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 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. Por lo tanto, la CNMC es competente para supervisar y tomar medidas relativas a los precios de los servicios prestados en instalaciones de servicio. 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

³ <https://www.cnmc.es/prensa/consulta-beneficio-insatalaciones-ferroviarias-20251010?back=news>

⁴ No se habían publicado las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2024 en el momento del lanzamiento de la audiencia pública. Se ha actualizado ahora el valor del coste de la deuda del grupo RENFE, una vez publicadas las cuentas anuales de 2024. Sí se habían publicado, por el contrario, en el momento del lanzamiento de la consulta pública, las cuentas anuales de 2024 de ADIF.

decisorio competente para emitir la presente resolución es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

II. ACTUALIZACIÓN DE LA REFERENCIA DE BENEFICIO RAZONABLE

5. La Resolución de la CNMC de 15 de noviembre de 2024 determinó que la referencia de beneficio razonable fuera el 6,88% para las instalaciones de servicio explotadas por el Grupo RENFE, el 7,33% para las del Grupo ADIF y el 7,52% para el resto. De acuerdo con lo previsto en la Comunicación se procede a actualizar cada uno de los parámetros de la fórmula del coste medio ponderado del capital de los instaladores de servicios (WACC).
6. La **tasa libre de riesgo** (R_f) se obtiene como la media aritmética de la rentabilidad anual en los últimos cinco años del bono español con vencimiento a diez años, usando como fuente de información los datos de Eurostat⁵ (párrafo 54 de la Comunicación). Durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2024 la tasa libre de riesgo fue del 1,91% (0,50 puntos porcentuales más que en la última actualización).
7. Para estimar la **prima de riesgo de mercado** (P_{rm}) se utiliza la prima de mercado europea que calcula anualmente el Grupo de Reguladores Europeos de las Comunicaciones Electrónicas (párrafo 59 de la Comunicación)⁶. De acuerdo con los datos del informe de 2025, la prima de mercado europea es del 5,96% (+ 0,01 puntos porcentuales).
8. 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%⁷.
9. 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 TMI⁸ y que operen en el mercado de gestión de infraestructuras y servicios industriales*” (párrafo 65 de la Comunicación). La selección de empresas comparables se mantiene respecto a la última revisión;

⁵ https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/irt_lt_mcby_esms.htm

⁶ <https://www.berec.europa.eu/en/all-documents/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2025>

⁷ <https://stats.oecd.org/>

⁸ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>

entre las compañías que actúan en el mercado europeo de gestión de infraestructuras y servicios industriales, se han seleccionado únicamente las activas en el transporte ferroviario y en la gestión de terminales intermodales o de instalaciones de mantenimiento, y las activas en la gestión de infraestructuras en otras industrias reguladas o bajo concesión.

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.
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.

10. La **estructura financiera** de una empresa determina su ratio de apalancamiento $- D/(D + E) -$, que se utiliza para ponderar el coste de los fondos propios y ajenos (párrafo 67 de la Comunicación).
11. 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 2020 y el 31 de diciembre de 2024.
12. 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 de las compañías comparables (párrafo 68 de la Comunicación), entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2024.
13. La ratio media de apalancamiento de las empresas comparables es del 44,97% (0,18 puntos porcentuales más que en la última actualización).
14. La **beta apalancada** (β_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 2020

y el 31 de diciembre de 2024, 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	1,44	52,92%	0,78
Eiffage	1,30	59,14%	0,63
Ferrovial	1,13	32,35%	0,83
Getlink	1,02	38,04%	0,70
Maersk	0,82	25,27%	0,65
Vinci	1,25	32,55%	0,92
PKP Cargo	1,28	74,52%	0,38
Promedio			0,70

Fuente. Elaboración propia.

15. El promedio de las betas desapalancadas de las empresas comparables (0,70) debe reapalancarse a partir de la estructura financiera y el tipo impositivo (párrafo 77 de la Comunicación), obteniéndose un valor de la beta reapalancada de 1,25.
16. El **coste de la deuda** diferencia, por sus condiciones específicas de financiación, entre los grupos societarios públicos y el resto de los explotadores (párrafo 79 de la Comunicación). El tipo de interés medio de los últimos cinco ejercicios disponibles (2020-2024) publicado en las cuentas anuales de las Entidades Públicas Empresariales Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad es del 1,90%⁹, y el de la Entidad Pública Empresarial Renfe Operadora es del 1,01%.
17. Para el resto de los explotadores, de acuerdo con el párrafo 78 de la Comunicación, el coste de la deuda se calcula como la media del tipo medio ponderado de las series publicadas por el Banco de España de nuevas operaciones de créditos y préstamos aplicado por instituciones financieras monetarias a sociedades no financieras¹⁰. La estimación de este parámetro para el periodo de referencia es del 2,89%.

⁹ 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”.

¹⁰ [Series DN_1TI2T0120, DN_1TI2T0124 y DN_1TI2T0128 publicadas por el Banco de España.](#)

Tabla 3. Parámetros y WACC 2025 vs 2024¹¹

	2024	2025	Evolución %
Parámetros económicos generales			
Tasa libre de riesgo [R_f]	1,41%	1,91%	35,18%
Prima de riesgo de mercado [P_{rm}]	5,95%	5,96%	0,17%
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	0,00%
Parámetros específicos de mercado			
Ratio apalancamiento [$D/(D + E)$]	44,79%	44,97%	0,40%
Ratio de fondos propios [$E/(D + E)$]	55,21%	55,03%	-0,32%
Beta desapalancada [β_A]	0,71	0,70	-1,67%
Beta reapalancada [β_E]	1,25	1,25	0,18%
Coste de los recursos propios [$k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_E)$]	8,82%	9,37%	6,23%
Coste de la deuda [k_d] GRUPO RENFE	0,87%	1,01%	15,86%
Coste de la deuda [k_d] GRUPO ADIF	1,87%	1,90%	1,76%
Coste de la deuda [k_d] RESTO	2,28%	2,89%	26,76%
WACC después de impuestos [$WACC = \left(\frac{E}{D+E} * k_e\right) + \left(\frac{D}{D+E} * k_d * (1 - t)\right)$]			
GRUPO RENFE	5,16%	5,50%	6,51%
GRUPO ADIF	5,50%	5,80%	5,42%
RESTO	5,64%	6,13%	8,70%
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}$]			
GRUPO RENFE	6,88%	7,33%	6,51%
GRUPO ADIF	7,33%	7,73%	5,47%
RESTO	7,52%	8,17%	8,70%

Fuente. Elaboración propia.

18. La referencia de beneficio razonable sube, pues, en torno a 0,5 puntos porcentuales respecto de la última actualización, por el incremento de la tasa libre de riesgo y del coste de la deuda.

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

¹¹ En Anexo, tabla resumen con los criterios utilizados para el cálculo de cada uno de los parámetros de la fórmula del WACC y su valor.

RESUELVE

ÚNICO.- Aprobar la referencia de beneficio razonable que utilizará la CNMC en la supervisión de los precios de los servicios prestados en las instalaciones de servicio ferroviarias, según los valores reflejados en la siguiente tabla:

	WACC antes de impuestos
E.P.E. Renfe Operadora	7,33%
E.P.E. Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad	7,73%
Resto de explotadores	8,17%

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 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

	RENFE	ADIF	Resto explotadores	Criterio
Parámetros económicos generales				
Tasa libre de riesgo [R_f]	1,91%	1,91%	1,91%	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}]	5,96%	5,96%	5,96%	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.
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [$D/(D + E)$]	44,97%	44,97%	44,97%	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 [$E/(D + E)$]	55,03%	55,03%	55,03%	Fondos propios (E): promedio de la capitalización bursátil de los últimos 5 ejercicios. Fuente: Bloomberg.
Beta desapalancada [β_A]	0,70	0,70	0,70	Media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables obtenidas al aplicar la fórmula de Hamada.
Beta reapalancada [$\beta_{E'}$]	1,25	1,25	1,25	Obtenida despejando la fórmula de Hamada a partir de la beta desapalancada y la estructura financiera de las comparables.
Coste de los recursos propios [$k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_{E'})$]	9,37%	9,37%	9,37%	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 la deuda [k_d]	1,01%	1,90%	2,89%	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 los explotadores: media aritmética de las 3 series del tipo de interés medio ponderado ofrecido por entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito a sociedades no financieras para créditos de menos de 250 mil euros (DN_1TI2T0120), entre 250 mil y 1 millón de euros (DN_1TI2T0124) y más de 1 millón de euros (DN_1TI2T0128) que publica el Banco de España.
WACC después de impuestos [$WACC = \left(\frac{E}{D+E} * k_e\right) + \left(\frac{D}{D+E} * k_d * (1 - t)\right)$]	5,50%	5,80%	6,13%	
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}$]	7,33%	7,73%	8,17%	