

RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE CELLNEX TELECOM, S.A. DEL EJERCICIO 2015.

WACC/DTSA/0002/15/WACC 2015 CELLNEX

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Eduardo García Matilla

D. Josep Maria Guinart Solà

D. Diego Rodríguez Rodríguez

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 5 de noviembre de 2015

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2015 a Cellnex, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA** acuerda lo siguiente:

I. ANTECEDENTES

Primero. Con fecha 13 de diciembre de 2012, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones aprobó la Resolución en que se revisaba la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital (o por sus siglas en inglés, WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) de los operadores declarados con poder significativo de mercado (en adelante, la Metodología).

Segundo. Con fecha 21 de septiembre de 2015 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2015 de Cellnex.

Tercero. Con fecha 22 de septiembre se remitió a Cellnex informe emitido por los Servicios de la CNMC correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al Sistema de Contabilidad de costes para el ejercicio 2015 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación para presentar alegaciones en conformidad con lo establecido en el artículo 84 de la LRJPAC.

Cuarto. Cellnex no ha presentado alegaciones.

II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

II.1 HABILITACIÓN COMPETENCIAL

El artículo 70.2 de la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la CNMC ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“a) Definir y analizar los mercados de referencia relativos a redes y servicios de comunicaciones electrónicas, entre los que se incluirán los correspondientes mercados de referencia al por mayor y al por menor, y el ámbito geográfico de los mismos, cuyas características pueden justificar la imposición de obligaciones específicas, en los términos establecidos en el artículo 13 de la presente Ley y su normativa de desarrollo.”

Asimismo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 del Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, mediante el que se aprueba el Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, (en adelante, Reglamento de Mercados) se faculta a la CNMC a imponer la obligación de control de precios y contabilidad de costes a los operadores declarados con poder significativo en los mercados al por mayor, incluyendo la obligación de orientar los precios en función de los costes de producción de los servicios. El epígrafe 3 de dicho artículo establece que en el caso en que se haya impuesto una obligación de la orientación de costes la carga de la prueba, incluyendo una tasa razonable de rendimiento de la inversión recaerá sobre el operador. Sin embargo, la CNMC *“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 el 30 de abril de 2013 se aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, entre ellas la de separación de cuentas y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste medio ponderado del capital (WACC) a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de los operadores obligados.

Conforme a las previsiones citadas en el presente apartado, atendiendo a lo señalado en los artículos 20.1 y 21.2 de la Ley 3/2013, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

II.2 OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto de este procedimiento es realizar el cálculo de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes de Cellnex Telecom, S.A. para el ejercicio 2015 conforme a la Metodología¹ de la CNMC.

III. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES

El WACC se define como el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación de la compañía o del negocio objeto de análisis.

Así, el WACC se calcula atendiendo a la siguiente fórmula general:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Donde:

- K_e: Coste de los recursos propios
- K_d: Coste de los recursos ajenos
- E: Valor de los fondos propios
- D: Valor de la deuda
- t: Tipo impositivo

Asimismo, en relación a la estimación del coste de los recursos propios (K_e), la metodología que la CNMC aplica se apoya en la aplicación de la teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), según la cual, la rentabilidad exigida por un inversor a un activo determinado estará en función del riesgo sistemático (aquel no eliminable por la diversificación) que implica la inversión en dicho activo. En este sentido, la rentabilidad de dicho activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Esta prima vendrá determinada por la rentabilidad esperada de mercado y la Beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable):

$$k_e = Rf + \beta_i * Pm$$

Donde:

- Rf: Tasa libre de riesgo
- β_i: Beta apalancada
- Pm: Prima por riesgo de mercado

En el presente procedimiento se estimarán en primer lugar cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se

¹ Resolución de 13 de diciembre de 2012 en que se aprobó la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

determinará el WACC antes y después de impuestos a aplicar en el ejercicio contable de 2015 por Cellnex.

La fecha de referencia para la toma de datos en todos los parámetros es el 31 de diciembre de 2014, excepto en el caso de operadores cuyo año fiscal no coincida con el natural.

III.1 RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

De acuerdo a la Metodología el ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información pública de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado. La fecha de referencia de las estimaciones es el cierre del ejercicio 2014. El conjunto de empresas comparables² seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA; American Tower Corp; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications S.A.; El Towers; Tower Bersama; Bharti Infratel y GTL Infrastructure.

De la muestra de empresas comparables se ha excluido GTL, por mostrar unos datos atípicos con un ratio de apalancamiento superior a 3 de acuerdo con la Metodología.

Para el conjunto de comparables seleccionados para Cellnex, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,341 tal y como se aprecia en la siguiente tabla:

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

Comparables	D/(E+D)	E/(E+D)
American Tower Corp	0,271	0,729
Bharti Infratel	0,034	0,966
Crown Castle International Corp	0,312	0,688
El Towers	0,166	0,834
Eutelsat Communications SA	0,391	0,609
GTL Infrastructure	Excluida	Excluida
Inmarsat PLC	0,274	0,726
SBA Communications Corp	0,355	0,645
SES SA	0,229	0,771
Tower Bersama	0,259	0,741
PROMEDIO	$\bar{\delta}$ = 0,255	$\bar{\epsilon}$ = 0,745
D/E sectorial = $\bar{\delta}/\bar{\epsilon}$	0,341	

Fuente: Bloomberg

² El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (transmisión audiovisual) y que coticen en bolsa.

III.2 COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS [K_d]

De acuerdo a la Metodología, se estima este parámetro a través del coste de la deuda del Grupo en que el operador está integrado. En un orden práctico, se establece como guía para la estimación que la principal referencia para la estimación la constituye la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o “*yield to maturity*” (YTM) de las observaciones realizadas durante los seis meses anteriores al 31 de diciembre (fecha de referencia para el cálculo del WACC) de emisiones representativas del grupo al que pertenece cada operador. Las características que se consideran que aumentan la representatividad de las emisiones elegibles son las siguientes:

- Que se trate de emisiones recientes
- que tengan vencimiento próximo a 10 años
- que el volumen de la emisión sea suficientemente significativo,
- y que no esté vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada.

En caso de no disponer de emisiones propias suficientes que cumplieran las condiciones indicadas, se podrían incluir emisiones de empresas comparables con el mismo rating y que operen en un país con un rating equivalente, o emplear como referencia el “Interest Rate Swap” (IRS) más el “Credit Default Swap” (CDS) del Grupo.

Para la deuda de Cellnex, las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 2 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda

Ticker	Fecha anuncio	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	YTM media 6 meses
EJ7085016 Corp	05/06/2013	20/06/2013	20/06/2023	10	1,82%
EK1271262 Corp	27/02/2014	19/03/2014	19/03/2024	10	2,01%
EK1464636 Corp	19/03/2014	31/03/2014	31/03/2026	12	2,36%
EK3398790 Corp	17/06/2015	27/06/2014	27/02/2025	11	2,17%
PROMEDIO CELLNEX					2,09%

Fuente: Bloomberg

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Cellnex en el cálculo del WACC es 2,09%.

III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [R_f]

De acuerdo a la Metodología se calcula el promedio de la rentabilidad del bono español con vencimiento a diez años.

Como medida de la rentabilidad se toma la rentabilidad hasta el vencimiento realizando una media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2014 (fecha de referencia para el cálculo del WACC en el presente procedimiento), con el fin de disponer de un número suficientemente amplio de observaciones y encontrar un equilibrio entre minimizar los efectos de desviaciones producidas por circunstancias puntuales y tomar datos recientes.

Como resultado de aplicar este criterio se estima que R_f tiene un valor de 2,21% para el período de referencia.

III.4 PRIMA DE MERCADO [P_m]

De acuerdo a la Metodología se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio, y de actualización periódica.

En particular, la estimación realizada es la siguiente:

Tabla 3 Estimación de la Prima de Mercado³

Fuentes seleccionadas	[P_m]	Región	Método
Credit Suisse - DMS	4,20%	España	Histórico
Pablo Fernández	6,20%	España	Encuesta 2013
Media Informes de inversión	6,85%	Europa	Previsiones
Bloomberg	9,10%	España	Histórico
Damodaran (S&P500)	10,48%	España	Histórico
Mediana de los valores anteriores	6,85%		

Referencias:

- Dimson, Marsh and Staunton: citado en The Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2014
- Pablo Fernández Market Risk Premium used in 88 countries in 2014
- Informes de bancos de inversión: S&P 500, Goldman Sachs y KPMG
- Estimación de Bloomberg 2014: periodo seleccionado 2006-2014
- A. Damodaran Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition. Relative to S&P 500

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [P_m] tiene un valor de 6,85% para el período de referencia.

³ El resultado de la prima de mercado coincide con la estimación realizada en el informe de audiencia aunque se han descartado, por criterio de adecuación metodológica, dos referencias: (1) dato de Ibbotson Associates (6,96%) por no estar referenciado a Europa y (2) dato de DMS (5,50%) por estar referenciado a letras (emisiones a corto plazo).

III.5 TASA IMPOSITIVA [t]

De acuerdo a la Metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal en la estimación del coste de la deuda antes de impuestos.

El mismo parámetro se usa para el desapalancamiento y reapalancamiento de la Beta y también en la estimación del WACC antes de impuestos.

Las tasas impositivas nominales de referencia para el procedimiento actual se detallan en la siguiente tabla:

Tabla 4 Tasa impositivas nominales de referencia

País	Tasa impositiva considerada
EEUU	40,00%
España	30,00%
Francia	33,33%
India	33,99%
Indonesia	25,00%
Italia	31,40%
Luxemburgo	29,22%

III.6 BETA DESAPALANCADA [B_U] Y APALANCADA [B_L]

En conformidad a la Metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β_{raw} del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2014, usando los índices locales donde cotizan dichas compañías. A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador⁴.

Para apalancar y desapalancar⁵ la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1-t) \frac{D}{E}}$$

En coherencia con lo señalado en el apartado III.1, el conjunto de empresas comparables seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA;

⁴ El ajuste bayesiano se realiza con la fórmula de Marshall Blume: $B_{l\text{ ajustada}} = \beta_{raw} * P + \beta_T * (1-P)$ con P igual a 2/3, β_T es la beta teórica del mercado con valor de 1 y β_{raw} es la beta que se obtiene del análisis de regresión de las cotizaciones en el mercado.

⁵ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte del grado de apalancamiento de la misma. Desapalancar la beta consiste en calcular la beta teórica de la empresa si no tuviera deuda a partir de la beta real de la empresa que se observa en el mercado. Apalancar la beta es el proceso inverso.

American Tower Corp; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications S.A.; El Towers; Tower Bersama; Bharti Infratel y GTL Infrastructure. De la muestra de empresas comparables se ha excluido GTL por los motivos allí expuestos.

El parámetro Beta desapalancada [β_u] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables seleccionado, depurada la muestra según lo expuesto en el párrafo anterior. El resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada [β_u] de 0,6201.

Tabla 5 Estimación de la beta desapalancada sectorial

Comparable	$\beta_{I \text{ raw}}$	$\beta_{I \text{ ajustada}}$	D/E	t	$\beta_u \text{ ajustada}$
Crown Castle International Corp	0,75	0,83	0,45	40,00%	0,6555
SES SA	0,55	0,70	0,30	29,22%	0,5806
American Tower Corp	0,66	0,77	0,37	40,00%	0,6316
SBA Communications Corp	0,74	0,83	0,55	40,00%	0,6219
Inmarsat PLC	1,03	1,02	0,38	21,00%	0,7877
Eutelsat Communications SA	0,38	0,59	0,64	33,33%	0,4111
El Towers	0,55	0,70	0,20	31,40%	0,6164
Tower Bersama	0,45	0,63	0,35	25,00%	0,5012
Bharti Infratel	0,69	0,79	0,04	33,99%	0,7751
PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial)					0,6201

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de Cellnex se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,34) y de t (30%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [β_l] de Cellnex igual a 0,7683.

IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN PARA EL EJERCICIO 2015

En la siguiente tabla se detallan los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los tres ejercicios anteriores (2012, 2013 y 2014) desde la implementación de la Metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2015 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para Cellnex.

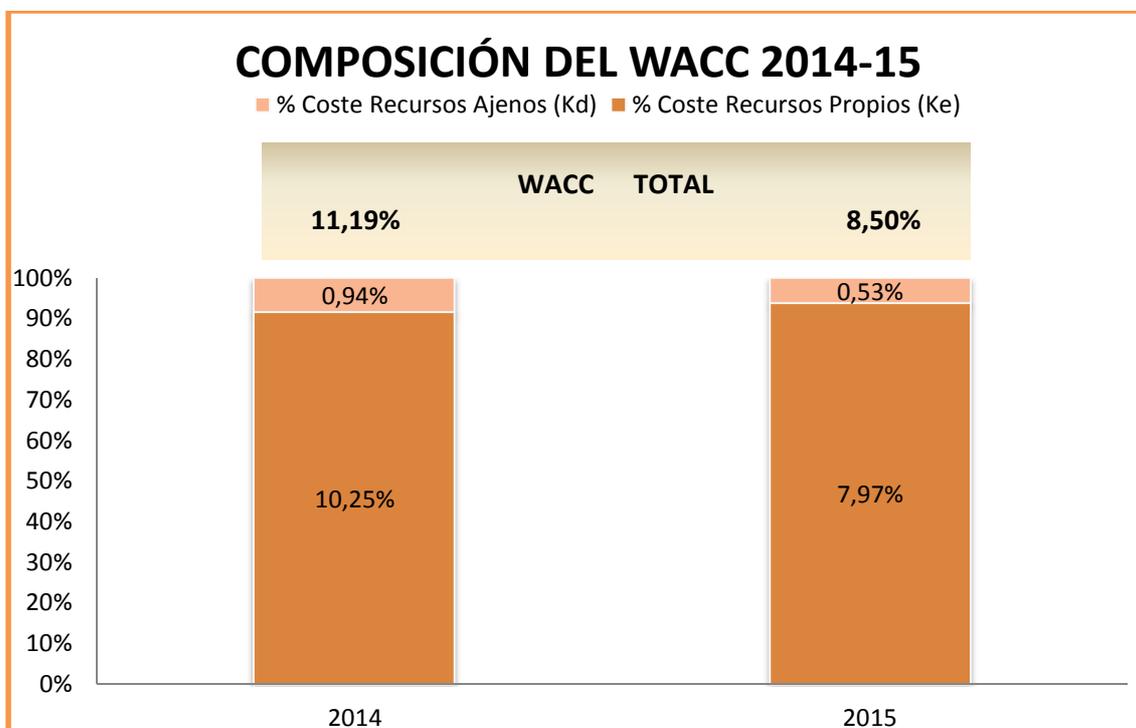
Parámetro	WACC 2012	WACC 2013	WACC 2014	WACC 2015
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%	4,34%	2,21%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,80%	6,10%	6,98%	6,85%
Beta desapalancada [β_u]	0,7320	0,7430	0,6426	0,6201
Ratio apalancamiento [D/E]	0,52	0,46	0,41	0,34
Tasa impositiva nominal [t]	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,9967	0,9826	0,8269	0,7683

Coste deuda antes de impuestos $[K_d]$	6,13%	5,24%	3,25%	2,09%
$D/(D+E)$	34,06%	31,54%	29,06%	25,46%
$E/(E+D)$	65,94%	68,46%	70,94%	74,54%
Coste de los recursos propios $[K_e]= R_f+(P_m*\beta_l)$	11,31%	12,02%	10,11%	7,48%
Coste de los recursos ajenos $[K_d']= K_d*(1-t)$	4,29%	3,67%	2,27%	1,46%
WACC después de impuestos $[WACC = (E/(D+E)*K_e)+(D/(D+E)*K_d')]$	8,92%	9,38%	7,83%	5,95%
WACC antes impuestos $[WACC_{AI} = WACC/(1-t)]$	12,74%	13,40%	11,19%	8,50%

El siguiente gráfico muestra el desglose del WACC entre el porcentaje del coste de los recursos propios y el de los recursos ajenos para los años 2014 y 2015. Para determinar el importe de cada coste se ha tenido en cuenta tanto la estructura financiera como el efecto impositivo según las siguientes fórmulas:

- Aportación del coste de recursos propios al WACC: $[K_e * E/(E+D)]/(1-t)$
- Aportación del coste de recursos ajenos al WACC: $[K_d' * D/(E+D)]/(1-t)$

I
Ilustración 1: Composición del WACC por tipo de recurso



Por todo cuanto antecede, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia,

RESUELVE

PRIMERO.- Establecer la tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Cellnex Telecom, S.A. en 8,50%.

SEGUNDO.- Requerir a Cellnex Telecom, S.A. que con anterioridad a 1 de junio de 2016 entregue a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

- (i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda de su grupo empresarial con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2023 y 31 de diciembre de 2027. En especial, se requiere el *Bloomberg ticker*, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2015.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2015.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y en el artículo 10.g) del Estatuto Orgánico de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, aprobado por el Real Decreto 657/2013, de 30 de agosto, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual 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.