

TRÁMITE DE AUDIENCIA RELATIVO AL PROCEDIMIENTO DE DETERMINACIÓN DEL 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

1. La normativa sobre el sector ferroviario regula el acceso a las instalaciones de servicio ferroviarias y la prestación de servicios a los operadores de transporte ferroviario. Así, exige (i) un acceso no discriminatorio a dichas instalaciones, (ii) transparencia en las condiciones de acceso y de prestación de los servicios, y (iii) orientación de los precios al coste de prestación más un beneficio razonable, tanto en el caso de los servicios básicos como en el de los servicios complementarios y auxiliares cuando solo hay un posible prestador. También establece la normativa la competencia de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, CNMC) para supervisar el cumplimiento de estos preceptos.
2. 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 estableció los criterios con los que la CNMC supervisará los precios de acceso a las instalaciones ferroviarias y de los servicios que en ellas se prestan. La Comunicación proporciona seguridad jurídica a los explotadores de las instalaciones de servicio, sin imponerles obligaciones adicionales a las del artículo 101 de la Ley 38/2015, de 29 de septiembre, del sector ferroviario, ni cargas administrativas excesivas.
3. El explotador de la instalación es el responsable de fijar las tarifas en función de sus previsiones de actividad y costes. La CNMC concluirá que los precios cumplen con la normativa 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 en los últimos tres ejercicios.
4. La Comunicación clarifica los criterios para determinar los costes imputables a los servicios y asimila el concepto de beneficio razonable al de coste medio ponderado del capital (en adelante, WACC, por sus siglas en inglés, *weighted average cost of capital*), al tiempo que desarrolla una metodología para su

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

cálculo, coherente con lo establecido al respecto en la normativa², con la metodología que utiliza la CNMC en otros sectores bajo su supervisión, y con la interpretación de otros reguladores del sector ferroviario a nivel europeo.

5. La Comunicación dispone (párrafo 83) que la CNMC publique su estimación del WACC, y que la revise de forma periódica, de acuerdo con la metodología establecida en el epígrafe V de la Comunicación, es decir, a partir del cálculo de los componentes de la fórmula del WACC. Este WACC será *“la referencia que la CNMC utilizará para contrastar el beneficio de todos los explotadores de instalaciones de servicio ferroviarias”*.
6. La Resolución de 11 de mayo de 2023³ determinó que WACC aplicable a las instalaciones de servicio ferroviarias explotadas por el Grupo Renfe fuera del 6,61%, las explotadas por el Grupo ADIF del 7,01% y las explotadas por el resto de los explotadores del 7,12%. Procede ahora revisar estos WACC, de acuerdo con lo previsto en la Comunicación de 26 de julio de 2022.
7. 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 Eurostat⁴ (párrafo 54 de la Comunicación). Durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2019 y el 31 de diciembre de 2023 la tasa libre de riesgo fue del 1,41% esto es, 0,32 puntos porcentuales superior a la de la Resolución de 11 de mayo de 2023.
8. 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)⁵. De acuerdo con los datos del informe de 2024, la prima de mercado europea se ha incrementado con respecto al ejercicio anterior hasta el 5,95% (+0,25 puntos porcentuales).

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

³ Resolución por la cual se determina el coste medio ponderado del capital en aplicación de la Comunicación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, de 26 de julio de 2022, sobre la orientación a costes de los precios en instalaciones de servicio ferroviario.

<https://www.cnmc.es/sites/default/files/4701547.pdf>

⁴ https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/irt_lt_mcpy_esms.htm

⁵ <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-2024>

9. 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) se mantiene en el 25%⁶.
10. 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 TMI⁷ y que operen en el mercado de gestión de infraestructuras y servicios industriales*” (párrafo 65 de la Comunicación). Para la selección de las empresas comparables se han identificado las compañías que actúan en el mercado europeo de gestión de infraestructuras y servicios industriales, seleccionando únicamente aquellas activas en el transporte ferroviario, en la gestión de terminales intermodales o de instalaciones de mantenimiento, y aquellas activas en la gestión de infraestructuras en otras industrias reguladas o bajo concesión. La selección de empresas comparables se mantiene respecto al ejercicio anterior, al haberse constatado que siguen cumpliendo los criterios establecidos en la Comunicación de 26 de julio de 2022.

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.

11. La **estructura financiera** de una empresa determina su ratio de apalancamiento – $D/(D + E)$ – utilizado en la fórmula del WACC para ponderar el coste de los fondos propios y ajenos (párrafo 67 de la Comunicación).
12. 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

⁶ <https://stats.oecd.org/>

⁷ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>

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 2019 y el 31 de diciembre de 2023.

13. 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 2019 y el 31 de diciembre de 2023.
14. La ratio media de apalancamiento para el cálculo del WACC de las empresas comparables es del 44,79%. Esto supone un incremento de 2 puntos porcentuales respecto a la última estimación.
15. 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 2019 y el 31 de diciembre de 2023, 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	1,46	50,42%	0,83
Eiffage	1,29	58,60%	0,63
Ferrovial	1,11	33,34%	0,81
Getlink	1,03	39,02%	0,70
Maersk	0,90	27,92%	0,69
Vinci	1,24	32,76%	0,91
PKP Cargo	1,33	71,48%	0,44
Promedio			0,71

Fuente. Elaboración propia.

16. El promedio de las betas desapalancadas de las empresas comparables (0,71) 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.
17. 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). En cuanto a los primeros, el tipo de interés medio de los últimos cinco ejercicios disponibles (2019-2023) publicado en las cuentas anuales de las Entidades Públicas Empresariales Administrador de

Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad es 1,87%⁸, y el de la Entidad Pública Empresarial Renfe Operadora es 0,79%⁹.

18. Para el resto de los explotadores, la Comunicación señala que el coste de la deuda se calcula como la media del tipo de interés de la Encuesta de acceso a la financiación para España del Banco Central Europeo (en adelante, BCE)¹⁰. Como esta serie ha dejado de estar disponible a partir del segundo semestre de 2022¹¹, resulta necesario encontrar una referencia alternativa, que será la que publica el Banco de España (en adelante, BdE) del tipo sintético de nuevas operaciones de créditos y préstamos aplicado por las instituciones financieras monetarias a sociedades no financieras. La Comunicación será objeto de modificación para dejar constancia de la adopción de esta referencia alternativa en sustitución de la anterior.
19. En el siguiente gráfico se muestran las series del BCE (la que ha dejado de publicarse) y del BdE (la nueva referencia). Como se puede apreciar, el BdE proporciona tres series de tipos de interés, según el importe de las nuevas operaciones de créditos y préstamos, y las tres vienen registrando un patrón similar durante los últimos semestres. Dado que no se tiene información sobre el importe de las nuevas operaciones de créditos y préstamos a los explotadores de instalaciones de servicio, se calcula la media aritmética de los últimos cinco años de las tres series¹².

⁸ 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”*.

⁹ Este dato es provisional y hace referencia al periodo (2018-2022), en tanto que, a fecha de la elaboración de este documento, no se han publicado las cuentas anuales de este grupo empresarial. La estimación de este parámetro en particular será corregida en la versión definitiva una vez se haya hecho pública la información. Por ello, se añade un asterisco (*) a las estimaciones de este parámetro y del valor del WACC aplicable a las empresas del grupo RENFE.

¹⁰ Serie con referencia SAFE.H.ES.ALL.A.0.0.0.Q8B.ZZZZ.NT.AL.WA publicada en la página web de estadísticas del BCE.

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=235.SAFE.H.ES.ALL.A.0.0.0.Q8B.ZZZZ.NT.AL.WA

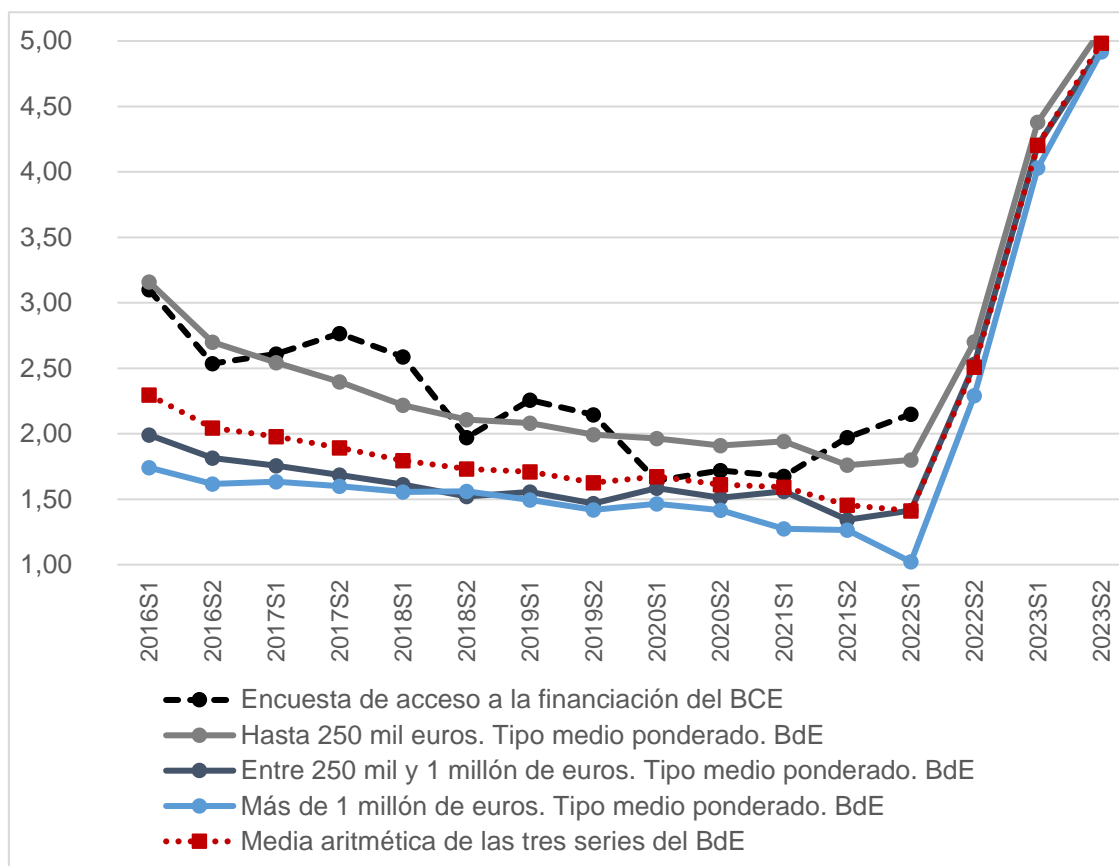
¹¹ Ver página 39:

<https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/ecb.safemi.en.pdf>

¹² Series DN_1TI2T0120, DN_1TI2T0124 y DN_1TI2T0128 publicadas por el Banco de España.

<https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/temas/tipos-interes.html>

Gráfico 1. Tipos de interés coste de la deuda



Fuente. Elaboración propia a partir de la información del Banco Central Europeo y el Banco de España.

20. A continuación, se incluye una tabla resumen de la evolución de los diferentes parámetros y de la estimación del WACC después y antes de impuestos respecto de la establecida en la Resolución de 11 de mayo de 2023.

Tabla 3. Evolución de los parámetros respecto de la estimación de 2023

	2023	2024	Evolución %
Parámetros económicos generales			
Tasa libre de riesgo [R_f]	1,09%	1,41%	28,91%
Prima de riesgo de mercado [P_{rm}]	5,70%	5,95%	4,39%
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	0,00%
Parámetros específicos de mercado			
Ratio apalancamiento [$D/(D + E)$]	42,83%	44,79%	4,59%
Ratio de fondos propios [$E/(D + E)$]	57,17%	55,21%	-3,44%
Beta desapalancada [β_A]	0,76	0,71	-5,80%
Beta reapalancada [$\beta_{E'}$]	1,24	1,25	0,50%
Coste de los recursos propios [$k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_{E'})$]	8,16%	8,82%	8,12%

Coste de los recursos ajenos [k_d] GRUPO RENFE	0,90%	0,79%* ¹³	-12,47%
Coste de los recursos ajenos [k_d] GRUPO ADIF	1,84%	1,87%	1,47%
Coste de los recursos ajenos [k_d] RESTO	2,09%	2,28%	9,08%
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	4,96%	5,14%*	3,65%
GRUPO ADIF	5,26%	5,50%	4,60%
RESTO	5,34%	5,64%	5,62%
WACC antes de impuestos			
$[WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}]$			
GRUPO RENFE	6,61%	6,85%*	3,65%
GRUPO ADIF	7,01%	7,33%	4,60%
RESTO	7,12%	7,52%	5,62%

Fuente. Elaboración propia.

21. El WACC revisado sube respecto del anterior por el incremento de la tasa libre de riesgo, de la prima de mercado y del coste de la deuda, si bien el incremento de la ratio de apalancamiento hace que el peso de los recursos ajenos aumente, lo que amortigua ligeramente la subida del WACC respecto del escenario en el que se hubiese mantenido la estructura financiera anterior.
22. En el Anexo se presenta una tabla resumen con los criterios utilizados para el cálculo de cada uno de los parámetros de la fórmula del WACC y su valor.

En virtud de lo expuesto, se propondrá, en relación con el expediente de referencia:

ÚNICO.- Aprobar la tasa anual del coste de capital de las Entidades Públicas Empresariales Renfe Operadora, Administrador de Infraestructuras Ferroviarias, ADIF-Alta Velocidad y del resto de explotadores de instalaciones de servicio, según los valores reflejados en la siguiente tabla:

¹³ Vid. nota la pie 13.

	WACC antes de impuestos
E.P.E. Renfe Operadora	6,85%*
E.P.E. Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF- Alta Velocidad	7,33%
Resto de explotadores	7,52%

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]	1,41%	1,41%	1,41%	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}]	5,95%	5,95%	5,95%	Media aritmética de las rentabilidades históricas de mercado a largo plazo en el mercado europeo. Fuente: BEREK.
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 [$D/(D + E)$]	44,79%	44,79%	44,79%	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 [$E/(D + E)$]	55,21%	55,21%	55,21%	Fondos propios (E): promedio de la capitalización bursátil de los últimos 5 ejercicios. Fuente: Bloomberg.
Beta desapalancada [β_A]	0,71	0,71	0,71	Media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables obtenidas al aplicar la fórmula de Hamada.
Beta reapalancada [β_{Ei}]	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 [$k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_{Ei})$]	8,82%	8,82%	8,82%	Aplicación de la teoría <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM). Calculado en base a los valores de los parámetros de las líneas anteriores.
Coste de los recursos ajenos [k_d]	0,79%	1,87%	2,28%	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 [$WACC = \left(\frac{E}{D+E} * k_e\right) + \left(\frac{D}{D+E} * k_d * (1 - t)\right)$]	5,14%	5,50%	5,64%	
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}$]	6,85%	7,33%	7,52%	