

CONSULTA PÚBLICA RELATIVA AL PROCEDIMIENTO SOBRE LA 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 Y TRÁMITE DE AUDIENCIA Y CONSULTA PÚBLICA

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.

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

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 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 establece (párrafo 83) que la CNMC publicará su estimación del WACC, que revisará de forma periódica, de acuerdo con la metodología establecida en el epígrafe V de la Comunicación, 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”*. A continuación, se calculan los diferentes componentes de la fórmula del WACC y se calcula dicha WACC.
6. La **tasa libre de riesgo** (R_f) se obtiene como la media aritmética de la rentabilidad del bono español con vencimiento a diez años por un periodo de cinco años, usando como fuente de información los datos de Eurostat³ (párrafo 54 de la Comunicación). Durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2022 la tasa libre de riesgo fue del 1,00%.
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)⁴. De acuerdo con los datos del informe de 2022, la prima de mercado europea es del 5,70%.
8. Finalmente, el **tipo impositivo nominal** (t) del impuesto de sociedades de España recopilado en el portal de estadísticas de la OCDE (párrafo 61 de la Comunicación) es del 25%⁵

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

⁴ <https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-wacc-parameters-report-2022>

⁵ <https://stats.oecd.org/x>

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 TMI⁶ 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, la gestión de terminales intermodales o instalaciones de mantenimiento o 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.
Vopak	Países Bajos	Gestión de terminales portuarias.

Fuente: Elaboración propia.

10. 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).
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 2018 y el 31 de diciembre de 2022.
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

⁶ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>

ejercicios registrados en las cuentas anuales auditadas⁷ de las compañías comparables (párrafo 68 de la Comunicación).

13. La ratio media de apalancamiento para el cálculo de la WACC de las empresas comparables es del 38,39%.
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 2018 y el 31 de diciembre de 2022, tomando datos con frecuencia semanal. La beta apalancada debe desapalancarse empleando la fórmula de Hamada (párrafo 75 de la Comunicación).

Tabla 2. Betas de empresas comparables y su estructura financiera

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
ACS	1,51	47,73%	0,89
Eiffage	1,29	57,96%	0,64
Ferrovial	1,10	33,85%	0,79
Getlink	0,99	40,05%	0,66
Maersk	1,04	25,53%	0,82
Vinci	1,24	32,65%	0,91
Vopak	0,39	30,99%	0,30
Promedio			0,72

Fuente. Elaboración propia.

15. El promedio de las betas desapalancadas de las empresas comparables (0,72) debe reapalancarse a partir de su estructura financiera y el tipo impositivo (párrafo 77 de la Comunicación), obteniéndose un valor de la beta reapalancada de 1,08.
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). En cuanto a los primeros, el tipo de interés medio de los últimos cinco ejercicios disponibles (2017-2021) publicado en las cuentas anuales de la Entidad Pública Empresarial Renfe Operadora es del 0,90%, y el

⁷ Se han tomado los valores de las cuentas del primer semestre de 2022, última información disponible.

de las Entidades Públicas Empresariales Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad del 1,84%⁸.

17. Para el resto de los explotadores, el coste de la deuda se calcula como la media del tipo de interés publicado por la encuesta de acceso a la financiación para España del Banco Central Europeo⁹ del segundo semestre de 2017 al primero del 2022 y que asciende al 2,09%.
18. En el Anexo se presenta una tabla resumen con los criterios utilizados para el cálculo de cada uno de los parámetros de la fórmula de la WACC y su valor.

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

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.

	WACC antes de impuestos
E.P.E. Renfe Operadora	6,22%
E.P.E. Administrador de Infraestructuras Ferroviarias y ADIF-Alta Velocidad	6,58%
Resto de explotadores	6,68%

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 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

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]	1,00%	1,00%	1,00%	Media aritmética de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años durante un periodo de 5 años. Fuente: Eurostat.
Prima de riesgo de mercado [P_{rm}]	5,70%	5,70%	5,70%	Media aritmética de las rentabilidades históricas de mercado a largo plazo en el mercado europeo. Fuente: BEREC.
Tasa impositiva nominal [t]	25,00%	25,00%	25,00%	Tipo impositivo del impuesto de sociedades vigente en España. Fuente: OCDE.
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [$D/(D + E)$]	38,39%	38,39%	38,39%	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 [$E/(D + E)$]	61,61%	61,61%	61,61%	Fondos propios (E): promedio de la capitalización bursátil de los últimos 5 ejercicios. Fuente: Bloomberg.
Beta desapalancada [β_A]	0,72	0,72	0,72	Media aritmética de las betas desapalancadas de las empresas comparables obtenidas al aplicar la fórmula de Hamada.
Beta reapalancada [$\beta_{E'}$]	1,08	1,08	1,08	Obtenida despejando la fórmula de Hamada a partir de la beta desapalancada y la estructura financiera de las comparables.
Coste de los recursos propios [$k_e = R_f + (P_{rm} * \beta_{E'})$]	7,16%	7,16%	7,16%	Aplicación de la teoría <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM). Calculado en base a los valores de los parámetros de las líneas anteriores.
Coste de los recursos ajenos [k_d]	0,90%	1,84%	2,09%	Enfoque ad-hoc e individual distinguiendo por tipo de explotador. Fuente para el grupo RENFE y ADIF: sus cuentas anuales de los últimos 5 ejercicios disponibles. Fuente para el resto de explotadores: encuesta de acceso a la financiación, BCE.
WACC después de impuestos [$WACC = \left(\frac{E}{D+E} * k_e\right) + \left(\frac{D}{D+E} * k_d * (1 - t)\right)$]	4,67%	4,94%	5,01%	
WACC antes de impuestos [$WACC_{AI} = \frac{WACC}{1-t}$]	6,22%	6,58%	6,68%	

