



Carve-outs de infraestructuras de telecomunicaciones: separar no basta para crear valor

Deal & Strategy

Octubre 2026



El sector telco avanza hacia un modelo por capas (*delaying*), y los carve-outs de infraestructura son una palanca para crear valor. La lectura financiera, que consiste en separar activos para reducir el WACC y aflojar valor oculto, es correcta, pero incompleta. **Una InfraCo solo vale más si se convierte en una plataforma industrial autónoma**, con un perímetro bien definido, acuerdos de servicio (TSA y MSA) sólidos y un P&L creíble ante los inversores. El camino gradual (separación funcional, operación *multi-tenant*, separación estructural y solo entonces monetización) reduce riesgo y suele dar mejores resultados que forzar una venta temprana. Y no todos los activos deben separarse. Solo tiene sentido cuando hay escala, densidad y una relación contractual sólida con el cliente ancla.



Alberto Murillo
Deal & Strategy
Post-deal Director



El nuevo mapa de las telecomunicaciones: del operador integrado a un portafolio de capas especializadas

El sector de las telecomunicaciones atraviesa una transformación estructural que va más allá de la consolidación entre operadores. El modelo histórico de integración vertical está dando paso a una **arquitectura organizada por capas especializadas**: infraestructuras pasivas (torres, canalizaciones, cableado, etc.), redes de acceso, redes de transporte, centros de datos, plataformas mayoristas, servicios comerciales, productos digitales y relación con cliente.

Esta evolución, habitualmente descrita como *delaying*, suele interpretarse como una operación de arbitraje financiero. Consiste en separar activos con menor riesgo para financiarlos con un WACC más bajo, reducir deuda y aflorar una valoración que permanecía diluida dentro del operador integrado. Esa lectura es correcta, pero incompleta.

El verdadero potencial aparece cuando la separación convierte un activo interno en una **plataforma industrial autónoma**, neutra, escalable y capaz de atraer capital especializado. Reasignar activos a vehículos societarios con menor coste de capital no es suficiente, lo que genera valor es construir un negocio con gobierno propio, flujos de caja visibles, disciplina inversora y capacidad real de monetización.

Los activos de infraestructura en telecomunicaciones son aquellos activos físicos y tecnológicos que constituyen la base sobre la que se soporta la prestación de los servicios de telecomunicaciones, proporcionando capacidades de conectividad, cobertura, transporte o alojamiento de red, pero sin mantener normalmente una relación comercial directa con el cliente final. Se caracterizan por ser activos de larga vida útil, intensivos en capital, reutilizables por múltiples servicios o clientes, con elevada predictibilidad de demanda y potencial para operar bajo modelos mayoristas o *multi-tenant*.

Red de acceso de fibra hasta el hogar (FTTH)

- Fibra óptica de distribución y alimentación
- Canalizaciones y ductos
- Cámaras y registros
- CTOs (cajas terminales ópticas)
- *Splitters* ópticos
- OLTs y equipamiento de acceso asociado
- Red de *backhaul* asociada

Infraestructura móvil

- Torres y emplazamientos
- Mástiles y estructuras soporte
- Casetas técnicas
- Sistemas de energía y baterías
- Sistemas de climatización
- Fibra de conexión a emplazamientos

Redes de transporte

- Redes troncales de fibra óptica
- Equipamiento DWDM
- Redes IP/MPLS de transporte
- Enlaces de larga distancia y metropolitanos
- Estaciones de regeneración y repetición

Data centers y edge

- Centros de datos
- *Edge data centers*
- Espacios de co-ubicación (*colocation*)
- Infraestructura eléctrica
- Sistemas de refrigeración
- Sistemas de seguridad física

Infraestructura satelital

- Teleportos
- Estaciones terrenas
- Antenas *gateway*
- Infraestructura de control y monitorización

El mercado no valora igual ingresos similares cuando el riesgo, la visibilidad, el control operativo y la escalabilidad son diferentes. Una ServCo puede resultar atractiva para inversores orientados al crecimiento comercial, la transformación digital, la convergencia, el *upselling* y la eficiencia en costes. Una InfraCo o NetCo, por el contrario, **encaja mejor con fondos de infraestructuras**, fondos soberanos, aseguradoras o inversores de largo plazo que buscan activos físicos, contratos estables, apalancamiento sostenible y un coste de capital competitivo.

“La infraestructura vale más como plataforma autónoma. Una InfraCo *multi-tenant* atrae a inversores de largo plazo”

El *delaying* es, en cualquier caso, una reacción industrial ante la presión simultánea de inversión, competencia, deuda, madurez de los ingresos tradicionales y necesidad de acelerar el despliegue de redes de nueva generación. En este contexto, los carve-outs de infraestructura se han consolidado como **una palanca estratégica para liberar valor**, atraer capital especializado y permitir que cada capa del negocio optimice su propio modelo operativo y financiero.

Una InfraCo promete flujos más estables, contratos a largo plazo, menor riesgo comercial, mayor visibilidad de ingresos, menor exposición a *churn* y, por tanto, capacidad para financiarse a un menor coste de capital. Pero la separación solo crea valor si se diseña, planifica y ejecuta correctamente. Mover el activo a otra sociedad no basta. **El reto real es crear una InfraCo capaz de mejorar flujos de caja**, reducir riesgo percibido y sostener una narrativa de inversión creíble.



Por qué una red de acceso fijo de fibra óptica puede valer más separada que integrada

Con perspectiva operativa, centrémonos en un caso especialmente claro de infraestructura básica de telecomunicaciones, la red de acceso de fibra hasta el hogar (FTTH). Una red FTTH puede comportarse como un activo de infraestructura de largo plazo, con flujos de caja relativamente previsibles, contratos mayoristas, alta intensidad de capital y un perfil de riesgo distinto al de un negocio minorista expuesto a *churn*, promociones, terminales de cliente, *bundles* y presión competitiva. Esa diferencia de naturaleza explica por qué ambos perímetros suelen atraer a inversores diferentes y, en operaciones de venta o entrada de capital, pueden justificar múltiplos de ebitda también distintos.

Las redes de acceso de fibra óptica reflejan con claridad la lógica del *delaying*. Dentro de un operador integrado, la red de acceso puede quedar diluida entre decisiones comerciales, deuda corporativa, costes compartidos y sistemas históricos. Cuando esa misma red se estructura como plataforma mayorista, con reglas claras de acceso, SLAs, *pricing*, acuerdos de servicio entre las partes bien definidos (MSA, o *Master Service Agreement*, y TSA, o *Transitional Service Agreement*) y capacidad *multi-tenant*, su narrativa de inversión cambia de forma sustancial.

La separación permite convertir un activo inicialmente cautivo en una plataforma potencialmente abierta. La ServCo conserva la relación con el cliente y actúa como cliente ancla, mientras que la InfraCo asume la operación, el mantenimiento y la evolución de la red. Sus incentivos pasan a centrarse en maximizar ocupación, atraer terceros y optimizar la utilización del capex. La transacción en sí misma no es lo que genera valor, **lo que lo genera es transformar un componente interno del negocio en una plataforma industrial con**

ingresos demostrables, gobierno propio y disciplina de inversión. Estas son las palancas operativas de creación de valor en el marco de un carve-out.

“Mover el activo a otro vehículo es la parte fácil. Separarlo bien es lo que determina el valor del negocio independiente y el de una eventual monetización”

Además del valor financiero, una InfraCo o NetCo de fibra óptica puede construir **una barrera de negocio difícil de replicar**. Cuando alcanza escala, capilaridad, calidad operativa y una propuesta mayorista neutral, se convierte en una infraestructura crítica del mercado. Esa posición puede protegerla a largo plazo frente a competidores de la ServCo original e incluso convertirla en el operador de referencia de facto en determinadas geografías o segmentos, siempre que concentre demanda, capilaridad y capacidad inversora antes que otros actores.

La experiencia reciente del mercado confirma que esta tesis no es solo teórica. Los casos siguientes muestran que no existe un único modelo de carve-out. Algunas operaciones priorizan la reducción de deuda, otras la creación de plataformas mayoristas y otras la preparación para una monetización futura. Precisamente por su diversidad, ilustran cómo la separación de activos de infraestructura puede responder a objetivos industriales, financieros y estratégicos distintos.

TIM, FiberCop y KKR (Italia)	PremiumFiber, de MasOrange, Vodafone España y GIC (España)	Infranexia, antes TIF, de Telkom Indonesia (Indonesia)
TIM completó el 1 de julio de 2024 la venta de su NetCo a KKR. La operación se articuló mediante la transferencia a FiberCop de la unidad de negocio que incluía la infraestructura de red fija y las actividades mayoristas, y la posterior adquisición de FiberCop por Optics BidCo, filial de KKR. La transacción fue valorada en hasta 22.000 millones de euros, incluyendo <i>earn-outs</i> condicionados. TIM confirmó una reducción esperada de deuda financiera neta de 14.200 millones de euros, equivalente a 13.800 millones de euros tras ajustes y costes de separación. La relación entre TIM y la NetCo quedó regulada por un <i>Master Service Agreement</i> de 15 años, renovable por otros 15, con servicios a precios de mercado y sin compromisos mínimos de compra. El caso resulta especialmente ilustrativo porque combina tres lógicas complementarias: industrial, al separar infraestructura y servicios; financiera, al reducir deuda y reforzar la estructura de capital; y estratégica, al reposicionar a TIM hacia un modelo de negocio con mayor foco comercial e industrial.	MasOrange y Vodafone España cerraron a finales de 2025 la creación de una FibreCo conjunta con GIC, el fondo soberano de Singapur. El acuerdo, anunciado el 4 de agosto de 2025, dio lugar a PremiumFiber, hoy operativa, con una red de más de 12 millones de unidades inmobiliarias y cerca de 5 millones de clientes heredados de ambos operadores, y una estructura accionarial de 58 % MasOrange, 17 % Vodafone España y 25 % GIC. PremiumFiber ha manejado cifras de hasta 2.000 millones de euros en operaciones financieras vinculadas a su proceso de refinanciación de bonos y reestructuración de deuda, tras una liberación inicial de liquidez de 4.600 millones para sus socios. La operación se planteó como una <i>joint venture</i> co-controlada por MasOrange, con las autorizaciones regulatorias ya obtenidas. Su objetivo era consolidar activos FTTH, generar economías de escala y atraer capital especializado de infraestructuras, sin constituir una venta total de la red a un tercero. Con la operación ya cerrada y en marcha, ese objetivo se ha cumplido.	Telkom Indonesia lleva desde finales de 2023 construyendo por fases la que hoy es Infranexia, su filial de infraestructura de fibra (antes conocida como Telkom Infrastruktur Indonesia, TIF). La primera fase de la escisión, anunciada en octubre de 2025, se hizo efectiva el 1 de enero de 2026. En agosto de 2026, Telkom anunció una segunda fase, valorada en unos 2.800 millones de dólares, que traspasa el resto del negocio mayorista de fibra a la nueva entidad; la junta de accionistas deberá votarla el 30 de septiembre de 2026. La compañía mantiene prácticamente toda la propiedad de Infranexia, lo que confirma que el objetivo no era monetizar de inmediato. Buscaba construir una plataforma especializada para optimizar la gestión de la infraestructura, impulsar el negocio mayorista y abrir la puerta a capital especializado en el futuro. Telkom Indonesia no es un operador privado puro, es una empresa cotizada con control estatal (el Gobierno de Indonesia posee aproximadamente el 52 % del capital), y aun así el caso resulta igualmente relevante. Sigue casi al pie de la letra el camino gradual que describimos más adelante en este artículo, sin necesidad de vender el activo de forma inmediata.

Cómo diseñar bien el carve-out

Un carve-out de infraestructuras es un proceso operativamente complejo. Su éxito depende de formular desde el inicio las preguntas adecuadas, anticipar dependencias cruzadas y equilibrar cuatro variables: el **objetivo estratégico** de la separación, la **facilidad y el coste** de ejecución, los **riesgos operativos y financieros**, y el **faseado más adecuado para capturar valor** sin comprometer la continuidad del negocio.

La tentación habitual es interpretar el carve-out como una operación esencialmente societaria o financiera, pero en el sector telco esa visión resulta incompleta. Una red de acceso FTTH no está

formada únicamente por fibra, CTOs, OLTs, postes, canalizaciones, arquetas, inventarios y CPEs. También incorpora la operación y el mantenimiento, la fuerza de campo, la provisión y el aseguramiento del servicio, la estrategia tecnológica, la planificación y la ingeniería, los sistemas de red, los inventarios y las herramientas de activación, la gestión de incidencias y de la relación con los clientes, y toda la capa de contratos con proveedores, obligaciones regulatorias, permisos, SLAs y dependencias con otras redes.

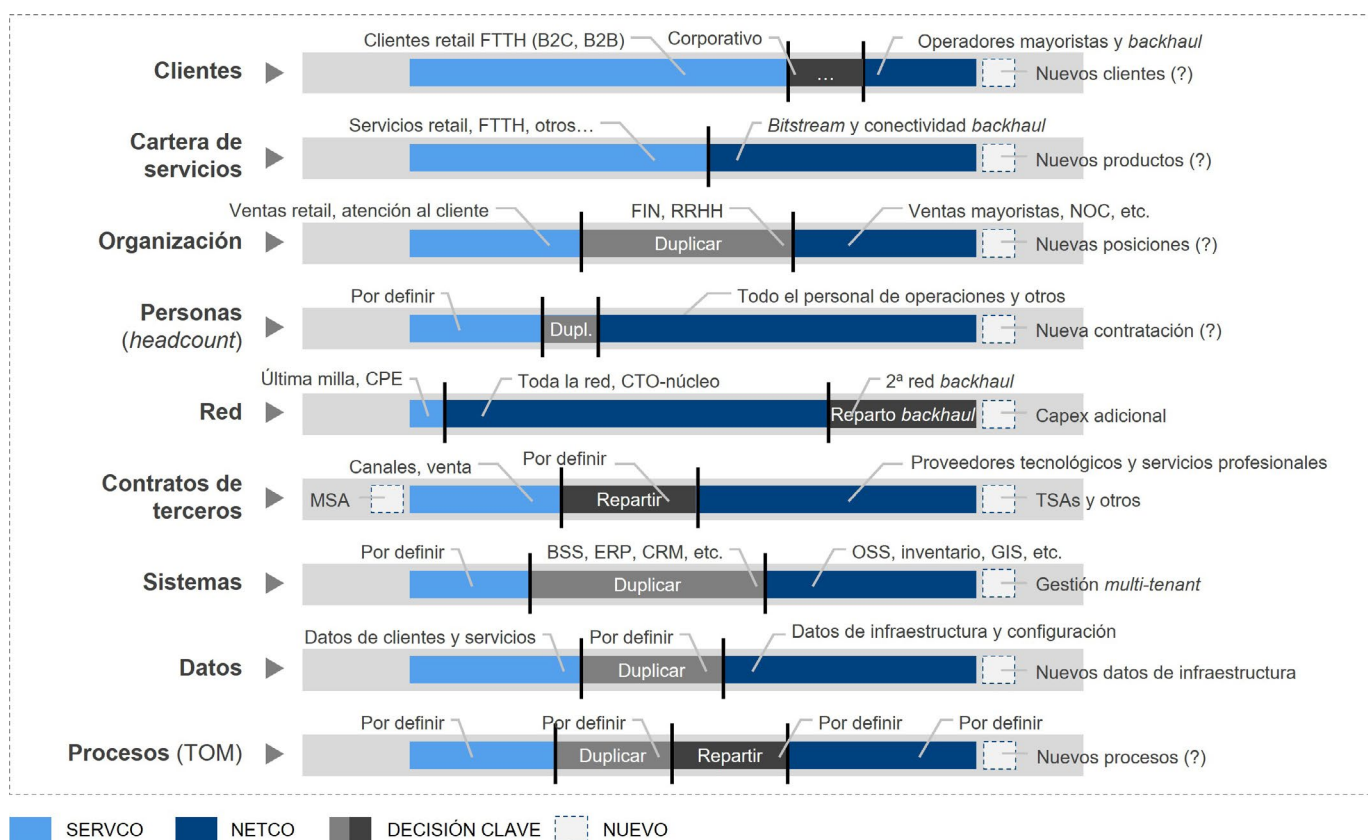


Figura 1 - Diseño del perímetro del carve-out: dimensiones y decisiones clave

El diseño del carve-out es el nudo crítico del proceso

La separación debe definir con precisión dónde y cómo se traza la frontera entre el negocio de infraestructura y el negocio de servicios finales. En la práctica, implica decidir qué permanece en la ServCo, qué pasa a la NetCo y qué elementos deben duplicarse, compartirse, migrarse o regularse mediante contratos TSA/MSA.

Definir el perímetro no consiste solo en decidir qué activos de infraestructura se transfieren. Implica determinar qué ingresos, costes, personas, sistemas, contratos, datos, procesos y responsabilidades operativas sostendrán la autonomía real de la InfraCo. **Cada decisión aparentemente técnica tiene consecuencias financieras y de valoración:** condiciona la robustez del P&L, la credibilidad ante inversores, la capacidad de prestar servicios a terceros y la velocidad con la que la entidad separada podrá operar de forma independiente.

Si los sistemas de inventario no están preparados para operar en modo *multi-tenant*, la InfraCo puede perder credibilidad ante terceros. Si el modelo de costes no asigna correctamente opex y capex por cliente, servicio o zona, el ebitda presentado al inversor puede carecer de robustez. Si los contratos con proveedores incluyen cláusulas de no cesión, la transición puede bloquearse o encarecerse. Y si el personal clave no se asigna de forma adecuada, la nueva entidad puede nacer sin autonomía real.

Un perímetro bien definido

- **Infraestructuras de red:** en el caso de una red FTTH, puede separarse únicamente la red de acceso o bien toda la red excepto el núcleo de servicios, incluyendo *backhaul* y *backbone*. La red de acceso que se separe puede ser totalmente pasiva o bien incluir los equipos activos (OLT) en los nodos finales, y puede incluir el tramo final de acceso (*drop*) o dejarlo como parte del perímetro de la ServCo. Este diseño impacta enorme-

mente en el resto de las dimensiones del perímetro global del carve-out.

- **Clientes y servicios:** es clave distinguir entre servicios minoristas y mayoristas, *backhaul*, conectividad empresarial, clientes B2C, clientes B2B, operadores terceros y posibles nuevos productos. La definición del perímetro no debe limitarse al inventario físico. Debe asegurar **la capacidad real de prestar servicios de extremo a extremo**. La separación de clientes y servicios determina qué fuentes de ingresos tendrá cada parte (InfraCo y ServCo) y arrastra implicaciones organizativas, de procesos, sistemas y aprovisionamiento, entre otras.
- **Organización y personas:** a partir de una organización integrada verticalmente, el *delaying* crea dos organizaciones que deben operar de forma separada. La InfraCo debe retener las funciones necesarias para operar la red y dotarse de capacidades comerciales básicas para un escenario *multi-tenant*. Algunas decisiones son evidentes; otras dependen del modelo organizativo de partida y del grado de mezcla entre funciones y personas. Cada parte debe contar, tras la separación, con el talento y la estructura necesarios para operar de manera eficaz, eficiente e independiente. Aunque no se desarrolla aquí el impacto cultural, la comunicación y la gestión del cambio, estos factores pueden ser determinantes para el éxito y la velocidad de la separación.
- **Contratos con terceros:** suele decirse que en un proceso de carve-out se separan esencialmente infraestructuras, clientes, personas y contratos. En el caso de estos últimos, perimetrar la separación puede ser trabajoso. Requiere revisar bien los contratos, evaluar riesgos y penalizaciones, y esta-

blecer el calendario que equilibre rapidez, eficacia y coste. Algunos contratos serán fácilmente separables; en otros casos habrá que llegar a escenarios de compromiso temporales mientras las dos partes ganan autonomía progresivamente, en sincronía con el calendario de vencimiento de los contratos. Hablamos de todo tipo de contratos de suministro de bienes y servicios relacionados con la prestación de servicios y la operación de la red, pero también de un abanico a veces imprevisible de pólizas de seguro, licencias de uso, alquileres de locales, capacidad de transmisión, contratos con la Administración Pública, etc. Un buen asesoramiento legal puede ser determinante en algún momento del diseño y la ejecución de la separación de contratos.

- **Modelo operativo:** el carve-out implica también separar procesos, transformar interfaces internas en externas, establecer acuerdos de servicio entre partes que antes formaban una única entidad, separar el gobierno y crear los mecanismos que, en cada lado, permitan dar continuidad a los servicios y, al mismo tiempo, evolucionar hacia el nuevo escenario de operación independiente. Buena parte de las decisiones que se tomen sobre el modelo operativo se trasladarán automáticamente a los acuerdos de servicio entre las partes: tanto al MSA (el acuerdo marco de largo plazo) como al TSA o los TSA (los acuerdos de servicio durante la transición al nuevo escenario separado).
- **Sistemas y datos:** en telecomunicaciones, el modelo operativo está embebido en los sistemas. No basta con redibujar la organización si los flujos de provisión, aseguramiento, facturación, inventario y *reporting* siguen capturados por plataformas integradas. En este punto, las opciones suelen

moverse entre duplicar, separar, compartir temporalmente o transformar. La alternativa adecuada depende del objetivo estratégico, el coste, el riesgo, el calendario y el grado de autonomía deseado.

TSA y MSA

Un carve-out sólido necesita TSAs que regulen la transición y un MSA robusto que defina la relación estructural entre ServCo e InfraCo. El MSA debe cubrir servicios, precios, SLAs, penalizaciones, modelo de gobierno, *reporting*, evolución tecnológica, capacidad, planificación, procesos de escalado y mecanismos de revisión. **Un MSA débil destruye parte del valor que la separación pretende crear**, porque traslada al inversor incertidumbre operativa y comercial.

En un carve-out, los MSA y TSA son el mecanismo que convierte una frontera societaria en un modelo operativo viable. El diseño detallado del perímetro permite traducir las decisiones de separación en acuerdos entre las partes, fijando responsabilidades, interfaces, niveles de servicio, mecanismos de gobierno y condiciones económicas de la relación entre ServCo e InfraCo.

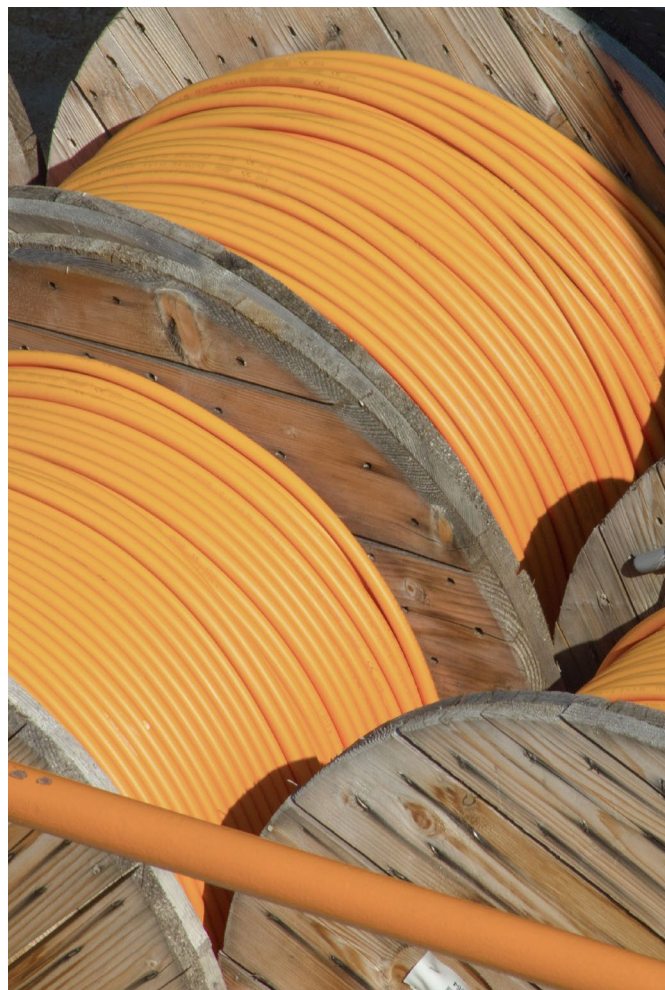
Un TSA bien diseñado actúa como **un puente temporal entre la ServCo y la InfraCo**. Proporciona estabilidad durante la transición, facilita el desarrollo progresivo de capacidades propias en la InfraCo y desaparece de forma ordenada a medida que esta gana autonomía. Su objetivo no es prolongar la dependencia de la InfraCo respecto a la ServCo, es comprar el tiempo necesario para una transición controlada hacia un modelo operativo autónomo y plenamente monetizable.

P&L

El diseño del perímetro en todas sus dimensiones y los acuerdos de servicio (tanto el MSA con el cliente ancla como los eventuales acuerdos con nuevos *tenants*) se traducen, en última instancia, en cuentas de resultados independientes para ServCo y NetCo. Estas deben identificar ingresos, costes directos, costes compartidos, capex de crecimiento y mantenimiento, *leases*, personal, IT, marketing, G&A y otros elementos relevantes.

Esta claridad **es el lenguaje con el que el activo se explica al mercado**. Sin una cuenta de resultados creíble proyectada en el tiempo, la conversación con inversores se convierte rápidamente en una discusión de ajustes. Conviene recordar que, en el caso de una InfraCo, hablamos de horizontes temporales muy dilatados de 15, 20 o 30 años.

Por eso es tan importante construir un conjunto de premisas y supuestos sólido que proyecte el negocio de la InfraCo, sustentado en razonamientos fundamentados sobre la evolución del ratio de ocupación de la infraestructura, la generación de ingresos adicionales por nuevos servicios y clientes, los planes de inversión, la mejora de prestaciones y calidad, los planes de eficiencia operativa, la cancelación temprana de TSAs, la optimización del modelo operativo y de aprovisionamiento, y la mitigación de riesgos tecnológicos, entre otros factores.



Por qué un camino gradual hacia la monetización maximiza valor

La monetización no tiene por qué ser el primer hito. En muchos casos, **el valor se maximiza cuando el activo madura primero**. Se separa funcionalmente, prueba su capacidad mayorista, consolida su P&L y reduce dependencias operativas antes de abrir capital. Un enfoque gradual permite capturar valor de manera ordenada, reducir riesgos y aumentar la madurez de la nueva entidad antes de una eventual monetización.

La monetización debe entenderse como una opción estratégica, no como el único objetivo

La figura 2 muestra un recorrido incremental desde el operador integrado hasta distintos escenarios de monetización. Cada paso implica cambios en propiedad, control operativo y neutralidad percibida. Un posible itinerario hacia el carve-out podría seguir la siguiente lógica:

- 1. Separación funcional:** en la situación inicial, el operador conserva todos los activos, pero no necesariamente cristaliza su valor. La separación funcional crea unidades de negocio diferenciadas, aunque con neutralidad limitada. Es una manera de demostrar que es posible funcionar con cierta independencia, y de tantear los límites más adecuados en cada dimensión del perímetro, anticipando riesgos y conflictos y planteando escenarios y soluciones en un entorno todavía controlado bajo un único gobierno y criterio estratégico.
- 2. Operación multi-tenant:** en el siguiente paso hacia el carve-out, la Infra BU se dota de ciertas capacidades nuevas que le permiten empezar a prestar servicios a terceros, lo que aumenta la visibilidad de ingresos, la disciplina mayorista y el atractivo futuro del activo. Aparecen retos adicionales y se

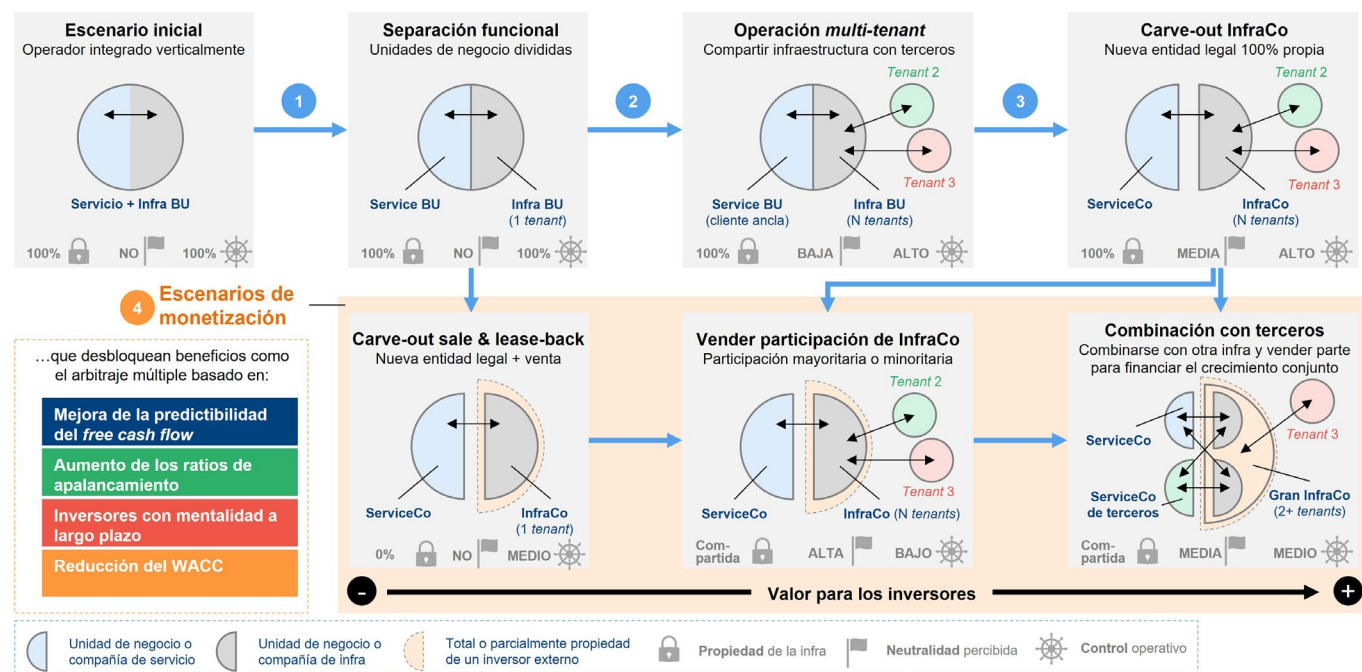


Figura 2 - Aproximación incremental al carve-out y su potencial monetización

empieza a construir el relato de la InfraCo como entidad independiente, mientras se ponen a prueba las capacidades comerciales de la nueva unidad de negocio.

3. **Separación estructural:** el paso definitivo en el carve-out consiste en la separación estructural de la InfraCo, la creación de una entidad legal separada que todavía pertenece por completo a los accionistas del operador que dio origen al carve-out. Esta separación añade una capa adicional de autonomía y fuerza la ejecución de todas las dimensiones del perímetro, incluidas la claridad absoluta en la separación de cuentas y la activación completa de los acuerdos de servicio entre las partes (MSA y TSA).

4. **Monetización:** la monetización del carve-out no es tanto un último paso como una decisión estratégica que puede abordarse desde distintos estados intermedios, en función de la urgencia financiera y de las oportunidades disponibles. En cualquier caso, la forma habitual de capturar el máximo valor consiste en avanzar de manera gradual, construir un relato sólido del activo y ofrecer a los inversores la máxima certidumbre operativa, financiera y contractual. Un escenario de *sale & lease-back* sobre un activo físico, por ejemplo, permite monetizar rápidamente, pero no está orientado a crear una entidad neutra e independiente con vocación de servicio a terceros. Introducir inversores en la InfraCo abre posibilidades diversas: la venta del 100 %, la venta de una participación minoritaria sin pérdida de control o la venta de una participación mayoritaria. Dependiendo de la decisión final, el grado real de autonomía de la

InfraCo será mayor o menor. Las opciones, por tanto, son diversas: vender una participación minoritaria o mayoritaria, estructurar un *sale & lease-back*, combinar la infraestructura con otros activos o crear una plataforma de consolidación. Lo relevante es que **el valor para los inversores aumenta cuando mejora la predictibilidad del cash flow**, se optimizan los ratios de apalancamiento, se reduce el WACC y se atraen inversores con mentalidad de largo plazo.

El mercado penaliza la ambigüedad. Si la InfraCo todavía depende de sistemas de la ServCo, no cuenta con SLAs propios, no ha demostrado capacidad *multi-tenant* y no presenta un P&L robusto, el comprador descontará riesgo. En cambio, cuando la separación ha sido gradual, el cliente ancla está regulado por un MSA claro y existen ingresos de terceros o una ruta creíble para capturarlos, **la monetización se negocia desde una posición mucho más sólida.**

Cuándo separar crea valor, y cuándo no

El mercado ha tendido a celebrar el *delaying* como si cualquier separación generase valor de forma automática. Sin embargo, los carve-outs de infraestructuras de telecomunicaciones se sitúan en la intersección entre estrategia, operaciones, tecnología, finanzas y mercados de capitales. El *delaying* seguirá avanzando porque responde a una realidad estructural. Cada capa del negocio tiene *economics*, necesidades de capital, perfiles de riesgo y bases de inversores potenciales diferentes.

Separar por moda puede destruir valor si se pierde coordinación, se duplican costes de forma innecesaria, se debilita la propuesta comercial o el coste de transacción supera la prima de múltiplo. La pregunta correcta no es si el activo podría valorarse a mayor múltiplo en abstracto. **Es si puede operar de manera autónoma, neutral y escalable** sin deteriorar la competitividad del grupo.

“No todos los activos deben separarse, y no todas las operaciones crean valor”

El valor no se desbloquea automáticamente. Se diseña y se construye mediante una definición precisa del perímetro, una separación financiera creíble, un modelo operativo robusto, sistemas preparados para operar con autonomía, contratos que regulen bien la relación entre entidades y una hoja de ruta gradual que reduzca riesgos. **La monetización es el resultado, no el punto de partida.**

En infraestructuras FTTH, la separación tiene sentido cuando existen densidad, escala, calidad de red, potencial de ocupación, visibilidad de demanda y una relación contractual sólida con el clien-

te ancla. También puede ser adecuada cuando libera capital para acelerar despliegues o reducir deuda sin comprometer la diferenciación comercial. Por el contrario, puede ser menos evidente en redes fragmentadas, con baja ocupación, sistemas inmaduros, inventarios poco fiables o una fuerte dependencia de decisiones comerciales de la ServCo.



Conclusiones: una decisión estratégica clave, una ejecución compleja

El carve-out de infraestructuras de telecomunicaciones es una decisión estratégica de primer nivel que redefine dónde reside el valor, cómo se financia el crecimiento y qué papel quiere jugar el operador en la cadena de valor. La pregunta clave no es si una red puede valer más separada. **Es bajo qué configuración puede capturar ese mayor valor** sin deteriorar la competitividad comercial, operativa y tecnológica del grupo.

La creación de valor parte normalmente del arbitraje de WACC, pero se materializa solo si el activo se convierte en una plataforma industrial autónoma, financiable y escalable. Una InfraCo no vale más por estar jurídicamente separada. **Vale más porque ofrece flujos previsibles, contratos robustos, gobierno propio, disciplina inversora**, capacidad *multi-tenant* y una cuenta de resultados capaz de sostener una narrativa creíble ante inversores.

El factor decisivo es la ejecución. El perímetro del carve-out (activos, clientes, servicios, personas, contratos, sistemas, datos y procesos) determina la calidad real de la futura InfraCo. Un perímetro ambiguo destruye valor; uno incompleto genera dependencias ocultas; uno sobredimensionado introduce costes innecesarios. Por eso, los MSA y TSA no son anexos legales. Son los instrumentos que convierten una separación societaria en un modelo operativo viable, garantizando continuidad, autonomía progresiva y claridad en la relación entre ServCo e InfraCo.

La monetización debe ser consecuencia de una tesis bien construida, no el punto de partida. Separar funcionalmente, demostrar disciplina mayorista, activar capacidades *multi-tenant*, clarificar el P&L y estabilizar los acuerdos de servicio permite reducir incertidumbre y negociar desde una posición de fuerza. La venta parcial, la entrada de

capital, el *sale & lease-back* o la combinación con otros activos solo maximizan valor cuando el mercado percibe un activo autónomo, transparente y con potencial real de crecimiento.

Además, **una NetCo abierta, neutral y con escala puede generar una ventaja estratégica difícil de replicar**. Si demuestra capacidad para acelerar la cobertura, reducir barreras de entrada, atraer terceros y optimizar el uso de la infraestructura, el proyecto gana legitimidad ante inversores, clientes mayoristas, gobiernos y autoridades de competencia. En mercados donde la escala y la neutralidad son determinantes, moverse primero y hacerlo bien puede cerrar el espacio a plataformas alternativas.

En síntesis, no todos los activos deben separarse, y no todas las separaciones crean valor. El valor no está en anunciar una InfraCo. **Está en diseñarla, ejecutarla y demostrarla como un negocio independiente, neutral y robusto**, capaz de operar, financiarse y crecer como una plataforma industrial independiente.

nae,

Deal & Strategy

Oficinas centrales

Barcelona

C/ Roc Boronat, 133
08018 Barcelona

nae.global

Madrid

C/ Serrano, 38
28001 Madrid

