



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IGNACIO REDONDO ANDREU, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

### CERTIFICA:

Que en la Sesión Nº 12/08 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 3 de abril de 2008, se ha adoptado el siguiente

### ACUERDO

Por el que se aprueba la:

**RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE VODAFONE ESPAÑA, S.A., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008.**

**(Expediente AEM 2008/2)**

### I. ANTECEDENTES DE HECHO

**Primero.-** Con fecha 23 de febrero de 2006, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba la definición y análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, así como su notificación a la Comisión Europea (Mercado 16).

**Segundo.-** Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, CMT) aprobó una Resolución en la que se revisaba el método de estimación del coste de capital de los operadores declarados dominantes<sup>1</sup>.

**Tercero.-** Con fecha 2 de enero de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito presentado por Don Pedro José Peña Jiménez, en nombre y representación de Vodafone por el que se solicita a la CMT que tenga por presentada su propuesta y justificación de la tasa anual de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2008. Se presentaron los siguientes documentos:

---

<sup>1</sup>Resolución sobre la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (AEM 2006/736)



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de Vodafone solicitando a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2008.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Vodafone para el año 2008.

De acuerdo a la solicitud presentada por Vodafone, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 2 de enero de 2008 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2008/002.

**Cuarto.-** Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, el 2 de enero de 2008 la CMT solicitó a Vodafone que presentara la siguiente información:

1. Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2007 (1 de enero de 2007 – 31 de diciembre de 2007).
2. Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2006 (1 de enero de 2006 – 31 de diciembre de 2006, o en su defecto, 1 de abril de 2006 – 31 de diciembre de 2006).
3. Valoración a precios de mercado del negocio de Vodafone España. Esta valoración se acompañará de su justificación y en el caso que se usara alguna referencia o informes de analistas independientes se deberá adjuntar dicho material.
4. Deuda financiera de Vodafone a cierre del ejercicio 2007, incluyendo el detalle de la composición de su cartera de deuda y su antigüedad, y el detalle de su coste y periodo de amortización estimados.
5. Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que el diferencial a aplicar en concepto de prima por riesgo (spread de la deuda) para el cálculo del coste de la deuda de Vodafone es el 0,8%.
6. Si existen, detalle del coste de los instrumentos de deuda cotizada emitidos por Vodafone España. Si el tipo de interés es variable se informará de su fórmula y su valor efectivo en el ejercicio 2007.
7. Se requiere para todas las emisiones aún no vencidas de bonos de Vodafone Group Plc con tipo de interés variable (floating rate note) el valor en euros de la emisión, el indicador de referencia y diferencial para el tipo de interés variable, la fecha de emisión y de vencimiento. Fuente: [http://www.vodafone.com/start/investor\\_relations/debt\\_information.html](http://www.vodafone.com/start/investor_relations/debt_information.html)



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

8. Justificación del valor propuesto para el parámetro beta de las acciones de Vodafone, 1,05. Aportación de las fuentes desde las que se derivó tal valor, en especial, las publicaciones de analistas del sector que Vodafone cita en su escrito de 2 de enero de 2008.
9. Justificación del valor propuesto para el tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades. Aportación del detalle de los cálculos usados para hallar dicho valor. Esta información se puede presentar en formato excel o análogo.
10. Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente a los ejercicios fiscales 2006 y 2007 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto para dicho ejercicio).

**Quinto.-** Con fecha 5 de febrero de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito y varios anexos a este escrito de Vodafone que respondían al requerimiento de información mencionado en el punto segundo, salvo lo referente a sus apartados 3, 5, 7 y 8.

## II. HABILITACION COMPETENCIAL

Conforme a lo establecido en el artículo 48 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en adelante, LGTel), la Comisión tiene como objeto el establecimiento y supervisión de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones. Además, el artículo 13 de la LGTel señala que la Comisión podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos “fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular, en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”.

Por su parte, el artículo 48.3 de la LGTel establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”

Con fecha 23 de febrero de 2006, la CMT aprobó la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado en esos mercados y la imposición de obligaciones específicas.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tras el análisis efectuado, se ha concluido que estos mercados no eran realmente competitivos y se ha identificado a Telefónica Móviles de España, S.A.U., a Vodafone España y a France Telecom España, como operadores con poder significativo en los mismos, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Según lo dispuesto en la citada Resolución, en tanto la CMT no defina un nuevo sistema de contabilidad de costes, los operadores citados deberán utilizar el establecido en la Resolución sobre principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes a desarrollar por Telefónica de España (Expediente SC-16/99), aprobada por el Consejo de esta Comisión con fecha 15 de julio de 1999 y para Vodafone, en la Resolución sobre sistema de contabilidad de costes de Airtel Móvil, S.A. (Expediente MTZ-2001/3989), de 16 de mayo de 2002.

Dicho lo anterior, en el apartado 2.c) del capítulo 3 de los principios de contabilidad de costes se describen los criterios de valoración y temporalidad, en los que se establece, al fijar el modo de valoración de los cargos financieros del capital ajeno y los costes del capital propio, lo siguiente:

“(…) Para la determinación de los “costes corrientes” se calcularán de forma proporcional al “valor neto corriente” de los activos asignados con una “tasa anual” estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados.”

Añade además que:

“Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la Comisión la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La Comisión resolverá sobre su aplicación o modificación razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial (…)”

### **III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 REALIZADA POR VODAFONE.**

Vodafone propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2008 del 15,47%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Vodafone para el WACC después de impuestos: un 10,88%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: un 29,70%.

#### **III.1. WACC después de impuestos.**

El WACC después de impuestos propuesto por Vodafone es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2008 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera. Así conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera,



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

el coste del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

$$WACC = ke * E / (E + D) + kd * D / (E + D),$$

donde  $ke$  es el coste de los fondos propios,  $kd$  es el coste de la deuda financiera (o simplemente deuda),  $E$  es valor de total de los fondos propios, y  $D$  es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros que inciden en la estimación del WACC propuestos por Vodafone se detallan en el cuadro siguiente.

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por Vodafone.

Parámetro	Valor
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%
Prima por riesgo del mercado	6,30%
Beta de las acciones	1,05
Coste de los fondos propios	10,95%
Prima por riesgo de la deuda	0,80%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,34%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,60%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%
WACC después de impuestos	10,88%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,70%
WACC antes de impuestos	15,47%

### Tipo de interés libre de riesgo.

Vodafone considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años y estima el tipo de interés libre de riesgo como una media ponderada de las adjudicaciones de las Obligaciones a 10 años resultantes de las tres últimas subastas del Tesoro celebradas en el año 2007. Como resultado, Vodafone estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2008 en un 4,34%.

### Prima de riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Vodafone considera adecuado estimar su valor en un 6,30% en base al valor aprobado por la CMT para el ejercicio 2007.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### **Beta de Vodafone**

Vodafone manifiesta que su condición de empresa que no cotiza en el mercado bursátil impide la estimación directa de su parámetro beta por lo que considera necesario encontrar un método alternativo para su cálculo.

Vodafone propone un valor de 1,05 como indicador de un promedio de la beta del sector móvil.

### **Coste de los Fondos Propios.**

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, Vodafone cuantifica el coste de sus fondos propios en un 10,95%. Esto supone una prima por riesgo de las acciones del 6,61%.

### **Prima por riesgo de la deuda.**

Vodafone considera que el valor actual del spread de su deuda no es significativo ya que su nivel de deuda en relación al valor de los fondos propios es mínimo. Vodafone propone aplicar un spread teórico valorado en un 0,80% de acuerdo con sus propuestas de ejercicios anteriores.

### **Coste de la Deuda.**

Como resultado de lo expuesto, Vodafone estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 5,14% ( $5,14\% = 4,34\% + 0,8\%$ ).

Según Vodafone, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,60%. Para efectuar este cálculo Vodafone corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo impositivo nominal del Impuesto de Sociedad para el ejercicio 2008, es decir un 30%.

### **Estructura financiera.**

Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 1%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2008 es un 0,0101.

En esta estimación Vodafone mantiene el peso de la deuda financiera con coste sobre el valor de mercado, al igual que la propuesta del ejercicio anterior, cercano a cero.

### **Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.**

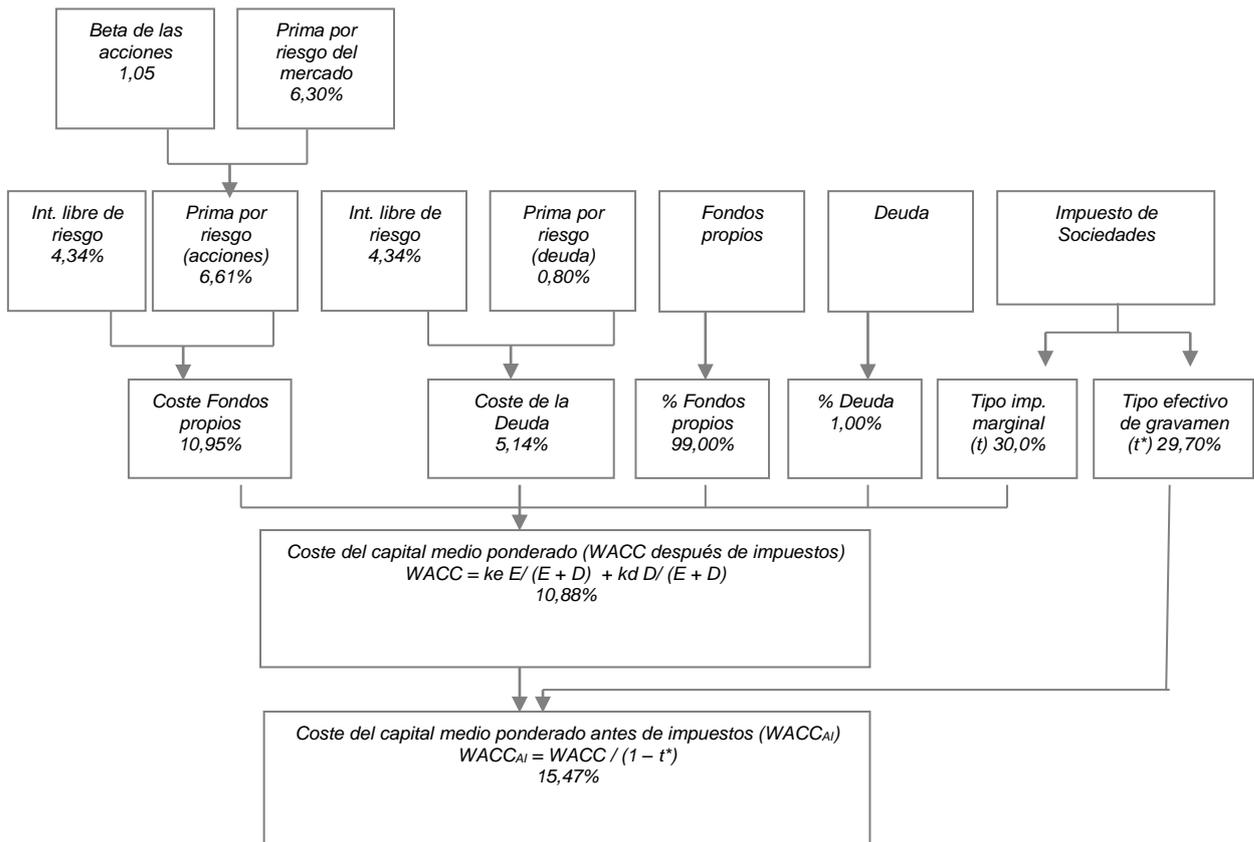
En su escrito, Vodafone propone un 29,70%.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### Resumen de la propuesta

En conclusión el siguiente gráfico presenta la propuesta final de Vodafone, resumiendo la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.



### IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR VODAFONE.

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 (en adelante, Resolución de Revisión 21 de diciembre) establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el valor de la tasa de retorno (en adelante, WACC) de los operadores declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC. En consecuencia, esta sección, revisa los valores y métodos propuestos por Vodafone según la metodología de estimación descrita en la Resolución de 21 de diciembre.

No obstante, debe indicarse que el 28 de Noviembre de 2006 se publicó en el BOE número 285 la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio. Esta Ley modificó el tipo general de gravamen del Impuesto de sociedades, pasando este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 30% en el ejercicio 2008.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo e indirectamente sobre el coste de la deuda así como sobre el WACC antes de impuestos. En la Resolución de esta Comisión de 19 de julio de 2007 relativa a la aprobación del WACC de Vodafone de 2007 ya se reflejó cómo esta incidencia debería reflejarse en el valor del WACC después de impuestos.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Vodafone, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

### IV.1. WACC después de impuestos.

#### Tipo de interés libre de riesgo.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que un valor razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de los operadores dominantes en un año natural es la media ponderada<sup>2</sup> del tipo de interés medio de las tres subastas del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006<sup>3</sup>, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

Dicho lo anterior, la CMT valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Vodafone en el ejercicio 2008, en un 4,34%. Este valor se corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de las Obligaciones del Estado del Tesoro Público de 20 de marzo de 2007, 19 de julio de 2007 y 15 de noviembre de 2007 y coincide con el valor propuesto por Vodafone.

#### Prima por riesgo del mercado.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, se especifica que el estimador de este parámetro se obtendrá como una media aritmética de las diferencias entre los rendimientos mensuales del IBEX y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. Tomando los datos mensuales del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años se obtiene un valor de la prima del 7,09%.

Esto implica un aumento de un 12,5% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para Vodafone en el ejercicio 2007. Este aumento tiene su origen en el

---

<sup>2</sup> Esta media ponderada asigna un peso de 1/2 al valor de la muestra más reciente, un peso de 1/3 al valor intermedio y un peso de 1/6 al valor más lejano en el tiempo.

<sup>3</sup> Resoluciones relativas a la estimación de las tasas de retorno de los operadores móviles dominantes en el 2006.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

incremento del riesgo percibido en el mercado de renta variable. A nivel estadístico el aumento de la prima de riesgo calculada se explica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2007 en que la prima de riesgo es positiva y creciente, y excluye los del año 1992, en los que la prima de riesgo mensual era negativa.

### **Beta de las acciones de Vodafone.**

Vodafone España estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2008 en un 1,05. Por tanto, Vodafone España propone la aprobación de un valor del parámetro beta superior al aprobado por la CMT (0,62) para el ejercicio 2007.

Por otra parte, en la documentación presentada en respuesta al requerimiento de información practicado por la Comisión, Vodafone España manifiesta lo siguiente:

*“Vodafone es una empresa que, como ocurría el ejercicio anterior, no cotiza en el mercado de valores por lo que no se puede realizar de una forma directa una estimación del parámetro beta.*

*En resolución emitidas por la CMT en ejercicios anteriores sobre el cálculo del ROA, se consideraba que para el cálculo de la beta de VODAFONE se debería tomar como referencia la beta de otras operadoras como Telenor, Telia Sonera o Mobistar.*

*Para el presente ejercicio, se puede consultar en la página de Reuters (Telenor) y de Standard & Poor's las betas del sector cuya media es, en muchos casos superior a la beta estimada para VODAFONE.”*

La CMT reconoce la imposibilidad de la estimación directa de la beta de Vodafone España, puesto que sus acciones no cotizan en el mercado de valores y no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación.

Esta Comisión no puede valorar con los datos aportados por la operadora si, la muestra es acorde con la metodología adoptada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, en la que se establece que las empresas comparables en el caso de un operador móvil PSM en el mercado español son empresas europeas que operan en el mismo mercado. En esta Resolución se citan como ejemplos, Mobistar, Móvil Telesystems, Telia Sonera y Vodafone. En consecuencia la CMT no puede aceptar como referencia el valor de 1,05 propuesto por la operadora y procede a corregirlo según se establece en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Al objeto de homogeneizar los resultados del cálculo de la beta del mismo periodo entre todas las operadoras móviles la CMT usa en su cálculo las mismas estimaciones de los parámetros financieros de las empresas comparables europeas.

La muestra de empresas escogida por la CMT y los datos de origen se resumen en la tabla 2:



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 2: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,66	3.256,05	7.474,61	502,10	159,873	31,84%
MOBILE TELESYSTEMS	0,65	2.334,87	17.042,94	1665,86	576,103	34,58%
MOBISTAR	0,52	3,46	4.091,69	441,63	142,08	32,17%
TELENOR	0,73	4.581,80	197.012,19	21527,73	3148	14,62%
TELIA SONERA	0,74	2.971,53	252.588,22	25226,03	5943	23,56%
VODAFONE GROUP	1,07	33.320,94	106.671,68	-2382,99	2.423,00	-101,68%

Tabla 2: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Fuente: Standard and Poors. Beta calculada mediante una regresión de cotizaciones diarias del 2006 y 2007. Datos contables y de capitalización en millones de euros. Datos contables extraídos de la última contabilidad de cada operador.

Siguiendo el criterio de homogeneidad valorativa y con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media y la varianza, se ha excluido la valoración de Vodafone Group al considerarse como extremo estadístico. La exclusión de los valores extremos de la muestra es un procedimiento habitual en el cálculo estadístico. La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los “inner fences” y los “outer fences”, umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada<sup>4</sup>. La práctica habitual es determinar que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” y de “inner fences” son extremos estadísticos<sup>5</sup>.

A partir de los datos de los otros cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada<sup>6</sup> para los mismos y su media aritmética, referenciados en la tabla 3.

Tabla 3: Valores de la beta desapalancada:

Empresa	Valor de la beta desapalancada
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,511
MOBILE TELESYSTEMS	0,577
MOBISTAR	0,517
TELENOR	0,627
TELIA SONERA	0,686
<b>Promedio</b>	<b>0,58</b>

<sup>4</sup> Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y su diferencia. El umbral inferior de la inner fence es el percentil al 25% menos 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. El umbral superior de la inner fence es el percentil al 75% mas 1,5 veces la diferencia. En los dos umbrales de la outer fence se sustituye en la fórmula el 1,5 por un 3.

<sup>5</sup> Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich. Ed. Pearson.

<sup>6</sup> La relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una

empresa esta descrita por la ecuación: 
$$\beta_A = \beta_D^1 \left[ 1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$
 donde  $\beta_A$  es la beta apalancada,

$\beta_D^1$  es la beta desapalancada que no incorpora riesgos financieros, t es el tipo impositivo efectivo medio de la empresa y D/E es el ratio de deuda sobre la capitalización de la empresa.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Utilizando la fórmula referenciada en la nota a pie de página número 6 y los datos de apalancamiento financiero de Vodafone (2,07% según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de Vodafone (29,49%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene el valor de la beta de Vodafone: un 0,59.

Dicho lo anterior, la CMT valora la prima de riesgo de Vodafone en un 4,20% y el coste de los fondos propios de Vodafone en un 8,54%, un 9% mayor que el coste aprobado en el ejercicio anterior.

### Estructura financiera.

Como se ha señalado, Vodafone comunicó que el peso de la deuda financiera con coste sobre el valor de mercado de Vodafone se mantiene cercano a cero al igual que el ejercicio anterior. Así, Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99% y un ratio de deuda sobre valor total de 1%.

Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Vodafone España para el ejercicio 2008 es un 1,01%.

Es conveniente señalar que la documentación aportada por Vodafone España no incluye la valoración a precios de mercado de los fondos propios de Vodafone España, lo que impide la verificación de los ratios de estructura financiera propuestos por la operadora.

A falta de estas valoraciones esta Comisión ha consultado varias fuentes independientes para conocer cuales eran sus estimaciones del valor de mercado del negocio de Vodafone. Se considera adecuada una valoración de 7,10 veces el EBITDA<sup>7</sup>, con lo que resulta un valor del negocio de Vodafone de 18.520,51€ millones de euros. Esta Comisión propone usar este cálculo como valor de mercado de Vodafone, en consistencia con la metodología que se viene aplicando para el resto de los operadores.

En segundo lugar, respecto a la valoración de la deuda del operador, el análisis del Balance de Situación a 31 de diciembre de 2007 pone de manifiesto que, al igual que en el ejercicio anterior, el valor de las partidas de acreedores **[CONFIDENCIAL]**, corresponde mayoritariamente a acreedores a corto plazo **[CONFIDENCIAL]**, con un importe mucho más reducido contabilizado a largo plazo **[CONFIDENCIAL]**. De la información contenida en el balance de situación del ejercicio 2007 se desprende que el valor de la deuda financiera de la empresa es de 375,72<sup>8</sup> millones de euros.

En consecuencia, la CMT estima que la composición de la estructura financiera de Vodafone a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2008, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de la empresa del 97,97%, un peso de la deuda sobre el valor total del 2,03%, y un ratio de apalancamiento financiero del 2,07%.

<sup>7</sup> Fuente: Global Equity Research: Vodafone Group. UBS Investment Research. 13 July 2007. El tipo de cambio euro-libra esterlina usado es la media de las cotizaciones diarias del mes de julio de 2007.

<sup>8</sup> **[CONFIDENCIAL]**



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### Prima por riesgo de la deuda.

Vodafone propone una prima de riesgo de la deuda valorada en 0,8 de acuerdo con la valoración estimada por la CMT en el ejercicio anterior y justifica mantener esta misma prima de riesgo en que el peso de la deuda sobre fondos propios sigue siendo muy reducido. El único dato de coste financiero aportado por Vodafone en su respuesta al requerimiento de información de la CMT es el spread medio de su deuda, que es de **[CONFIDENCIAL]** sobre el euribor.

En efecto, la revisión de la Memoria de Vodafone correspondiente al ejercicio 2006, y de los Balances de Situación al cierre de los ejercicios 2006 y 2007, ponen de manifiesto la escasa relevancia de la deuda financiera sobre la estructura financiera del operador.

La argumentación de Vodafone no tiene en cuenta la aplicación de la nueva metodología del cálculo del WACC aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 en la que se manifiesta:

*“Esta Comisión propone que se estime la prima de riesgo del coste de la deuda, a través de la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por la cabecera del grupo al que pertenezca el operador o por el operador. En la ausencia de esta información se propone usar la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por una empresa comparable o/y la tasa de interés del último préstamo suscrito por el operador si este no pertenece a un grupo o del grupo al que pertenece el operador. La Comisión también aceptará como sustitutos a la tasa interna de rentabilidad de los bonos, primas de riesgo basadas en otros instrumentos financieros asociados al riesgo de impago de la deuda como pueden ser los Credit Default Swaps (CDS).”*

Consecuentemente, la CMT considera que el método de estimación de la prima de riesgo de la deuda empleado por Vodafone no se ajusta al de la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Para estimar la prima de riesgo de la deuda de Vodafone esta Comisión optó en primer lugar por calcular el interés medio de los bonos emitidos con vencimiento a más de 10 años por la cabecera del grupo Vodafone<sup>9</sup> (5,75%) y posteriormente substraído el promedio del tipo de interés del dinero<sup>10</sup> en el Reino Unido en el año 2007 (5,51%), resultando una prima de riesgo del 0,24%.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste de la deuda de Vodafone en un 4,58%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 4,34%, y de una prima por riesgo del 0,24%.

<sup>9</sup> En base a los bonos a interés fijo emitidos y no vencidos a fecha de enero de 2008 por Vodafone Group Plc, Vodafone Finance BV (previously Mannesmann Finance BV) y Vodafone Americas Inc. (previously AirTouch Communications Inc.) se ha calculado su tipo de interés medio ponderado por valor de emisión.

<sup>10</sup> Durante el 2007, el tipo oficial del dinero en el Reino Unido decidido por el *Bank of England* tuvo los siguientes valores: 5,0% hasta el 10 de enero, 5,25% del 11 de enero al 9 de mayo; 5,5% de 10 de mayo al 4 de julio; 5,75% del 5 de julio al 5 de diciembre y el 5,5% a partir del 6 de diciembre.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2008 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2008 es un 3,21%.

### IV.2. WACC antes de impuestos.

#### Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, Vodafone propone 29,70%. Este valor es el resultado de restar al tipo marginal del Impuesto de Sociedades 2008 la media del diferencial entre el tipo medio efectivo y el nominal de los últimos tres años.

La CMT entiende que este método de cálculo está acorde con la Resolución AEM 2007/699<sup>11</sup> y por tanto refleja adecuadamente el cambio de tendencia que resulta de la reducción en tres años del tipo impositivo marginal de un 35% a un 30%.

La siguiente tabla es la presentada por Vodafone e indica los beneficios de las actividades ordinarias y del impuesto de sociedades del operador para los ejercicios 2005, 2006 y 2007 según se indican en el balance provisional de situación del ejercicio 2007 y el balance definitivo del ejercicio 2006. La tabla proporciona también el cociente entre el impuesto de sociedades y el beneficio de las actividades ordinarias, como aproximación al tipo impositivo efectivo del operador en esos ejercicios.

#### [CONFIDENCIAL]

]

Restando del tipo marginal vigente en esos ejercicios el tipo impositivo efectivo se obtiene que la diferencia entre ambos fue un [CONFIDENCIAL] en el 2005, un [CONFIDENCIAL] en el 2006 y un [CONFIDENCIAL] en el 2007. La media aritmética de estas diferencias es un 0,30%. Por lo tanto Vodafone propone la tasa impositiva efectiva para el ejercicio 2008 en un 29,70%, que resulta de restar 0,30% al tipo vigente en el 2008.

Vodafone ha usado para los datos del año 2007 la provisión calculada a diciembre para la contabilización de este impuesto. La CMT considera que los datos se tienen que basar en el balance y cuenta de pérdidas y ganancias provisionales de Vodafone España al 31 de diciembre de 2007 en consistencia al cálculo realizado el año anterior y por entender que son datos más robustos. A continuación se muestra la tabla corregida para el año 2007.

<sup>11</sup> Resolución de 19 de julio de 2007 por la que se aprueba la propuesta de tasa de retorno para el ejercicio 2007 de Vodafone España, S.A.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

**[CONFIDENCIAL]**

]

El diferencial corregido para el 2007 se sitúa en **[CONFIDENCIAL]**, con lo que el diferencial medio de los tres años pasa a ser de 0,39 y por tanto el tipo medio efectivo es de 29,49%,

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el WACC después de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2008 en un 8,43% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de Vodafone para el ejercicio 2008 en un 11,95%, presentando este último valor un aumento del 10% respecto el aprobado en la Resolución de 19 de julio de 2007, relativo al ejercicio comprendido entre el 1 de enero de 2007 y el 31 de diciembre de 2007.

### **V. CONSIDERACIONES FINALES**

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que Vodafone deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2008, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución, a la valoración de los capitales invertidos por Vodafone, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

Dicho lo anterior, la tabla siguiente muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de Vodafone, y de su valoración por la CMT.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 6: Tasa de retorno propuesta por Vodafone y valoración de la CMT.

<b>PARAMETROS</b>	<b>VODAFONE</b>	<b>CMT</b>
Tipo de interés libre de riesgo	4,34%	4,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,30%	7,09%
Beta de las acciones	1,05	0,59
Coste de los fondos propios	10,95%	8,54%
Prima por riesgo de la deuda	0,80%	0,24%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,34%	4,58%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,60%	3,21%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%	97,97%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%	2,03%
WACC después de impuestos	10,88%	8,43%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,70%	29,49%
WACC antes de impuestos	15,47%	11,95%

La siguiente tabla muestra la evolución de la tasa de retorno de Vodafone, aprobada por la CMT en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2008, aprobada por esta Resolución.

Tabla 7: Comparativa de tasas de retorno

Ejercicios	2003 <sup>1</sup>	2004 <sup>2</sup>	2005 <sup>3</sup>	2006 <sup>4</sup>	2006 <sup>5</sup>	2007 <sup>6</sup>	2008
Periodo	Abril02-marzo03	Abril03-marzo04	Abril04-marzo06	Abril05-marzo06	Abril-diciembre	Enero-diciembre	Enero-diciembre
WACC después de impuestos	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%	7,44%	7,64%	8,43%
Tasa de retorno	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%	11,47%	11,22%	11,95%

<sup>1</sup> Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003. <sup>2</sup> Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, después de introducir las rectificaciones acordadas por el Consejo de la Comisión. <sup>3</sup> Resolución de la Comisión 1 de julio de 2004. <sup>4</sup> Resolución de la Comisión 23 de junio de 2005. <sup>5</sup> Resolución de la Comisión 22 de junio de 2006. <sup>6</sup> Resolución de la Comisión 19 de julio de 2007.

En atención a lo expuesto, la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones

### RESUELVE

**Primero.-** Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Vodafone España, S.A., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2008, del 11,95%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

**Segundo.-** La tasa de retorno aprobada en esta Resolución deberá ser empleada por la operadora para computar los costes de capital en la contabilidad de costes referida al ejercicio 2008 (comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre).



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y en el artículo 23.2 del Texto Consolidado del Reglamento de Régimen Interior aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión de fecha 20 de diciembre de 2007 (B.O.E. de 31 de enero de 2008), con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 48.17 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

EL SECRETARIO

Vº Bº  
EL PRESIDENTE

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera