



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 25/10 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 29 de julio de 2010, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

Resolución sobre la propuesta de VODAFONE ESPAÑA, S.A.U., de tasa anual de coste de capital a aplicar en la Contabilidad de Costes en el periodo 1 de abril de 2010 a 31 de marzo de 2011 (Expediente AEM 2010/887).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó la Resolución en la que se revisaba la metodología para la estimación del coste de capital de los operadores dominantes, y establecía los criterios generales y método para la revisión de las propuestas de los operadores.

Segundo.- Con fecha de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009.

Tercero.- Con fecha 4 de mayo de 2010 VODAFONE presenta la propuesta de tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del período 1 de abril de 2010 a 31 de marzo de 2011. Se presentaron junto a la solicitud los siguientes documentos:

- Escrito que contiene desglosado el cálculo para llegar a la propuesta de coste de capital de VODAFONE en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el año 2010.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Balance y cuenta de resultados del ejercicio 2009.
- Cuentas anuales del ejercicio 2008.
- Betas según Bloomberg para las empresas comparables.
- Autoliquidación del impuesto sobre sociedades del ejercicio 2008.

Quinto.- De acuerdo a las solicitudes presentadas por VODAFONE, la CMT procedió el día 19 de mayo de 2010 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2010/887.

Sexto.- Mediante escrito de 31 de mayo de 2010 se requirió a VODAFONE información adicional sobre su propuesta de coste de capital.

Quinto.- Con fecha 29 de junio de 2010 se recibió respuesta al requerimiento de información adicional de 31 de mayo.

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 CMT 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 CMT 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.

Con fecha de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009. En este análisis de mercado se identificó a VODAFONE como operador con poder significativo imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Con fecha de 27 de julio de 2000 el Consejo de la CMT dictó Resolución en la que se acordó declarar aplicables a los operadores designados dominantes en ese momento o que en el futuro pudieran serlo y que estuvieran obligados a llevar un sistema de contabilidad de costes, los Principios, Criterios y Condiciones aprobados por Resolución de 15 de julio de 1999. Por Resolución de 16 de mayo de 2002, el Consejo de la CMT aprobó la Propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de Airtel Móvil, S.A. (actualmente VODAFONE) de acuerdo con los Principios anteriormente aludidos.

Dicho lo anterior, en el apartado 2.c) del capítulo 3 de los principios de contabilidad de costes de 15 de julio de 1999 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:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“(…) 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 VODAFONE PARA LA TASA MEDIA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN SU CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2010

VODAFONE propone a la CMT la aprobación de una tasa media de coste de capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el período 1 de abril de 2010 a 31 de marzo de 2011 del 11,45%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por VODAFONE para un coste de capital después de impuestos del 8,048% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 29,69%.

VODAFONE manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando la metodología utilizada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

III.1. El coste medio ponderado del capital después de impuestos

El coste medio ponderado del capital después de impuestos (WACC después de impuestos) propuesto por VODAFONE es el resultado de la suma de sus estimaciones 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, el coste medio ponderado del capital (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, E es el valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros recogidos en la propuesta de VODAFONE que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 4 de mayo se detallan en la tabla siguiente:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por VODAFONE y comparativa con aprobada 2009

	PROPUESTA Ejercicio 2010	APROBADA CMT Ejercicio 2009
Tipo de interés libre de riesgo	3,992%	4,29%
Prima por riesgo del mercado	6,60%	6,87%
Beta de las acciones	0,63	0,63
Coste de los fondos propios	8,15%	8,62%
Prima por riesgo de la deuda	1,288%	1,78%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,28%	6,07%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,70%	4,25%
Ratio de fondos propios sobre valor total	97,70%	98,00%
Ratio de deuda sobre valor total	2,30%	2,00%
WACC después de impuestos	8,048%	8,53%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,69%	27,62%
WACC antes de impuestos	11,45%	11,79%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

VODAFONE considera como tipo del activo sin riesgo la media ponderada de los importes de los tipos de interés medios resultantes de las tres subastas anteriores al cierre de su ejercicio contable anterior al ejercicio de aplicación del WACC, de las obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, emitidas por el Tesoro Público. Se ha asignado un mayor peso en la media a los valores más recientes, asignando ponderaciones de 3/6, 2/6 y 1/6 a cada uno de los tres valores. Como resultado, VODAFONE estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2010 en un 3,992%.

III.3. Prima por riesgo del mercado

Para estimar la prima de riesgo del mercado VODAFONE se apoya en una valoración de Pablo Fernández del IESE y la cuantifica en un 6,60%, considerando, asimismo, que dicha prima está en línea con el valor aprobado por la CMT el año anterior que fue de un 6,87%.

III.4. Beta de VODAFONE

VODAFONE manifiesta que no dispone de todos los datos para calcular las betas desapalancadas de la muestra de empresas comparables y que, no apreciando una variación significativa en las betas apalancadas con respecto al ejercicio anterior, considera adecuado utilizar el valor aprobado para el año anterior, esto es, un 0,63.

III.5. Coste de los fondos propios

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 8,15%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,158%.

III.6. Estructura financiera

VODAFONE propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 97,70% y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 2,30%. Por lo



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2010 es un 2,35%.

Para el cálculo de estos ratios, la operadora deduce el valor de VODAFONE partiendo de una estimación de un analista financiero y considerando una valoración total de **[CONFIDENCIAL]**. De dicho importe, descuenta **[CONFIDENCIAL]** correspondientes al valor de la deuda financiera estimada al cierre del último ejercicio. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**.

III.7. Coste de la Deuda y prima por riesgo de la deuda

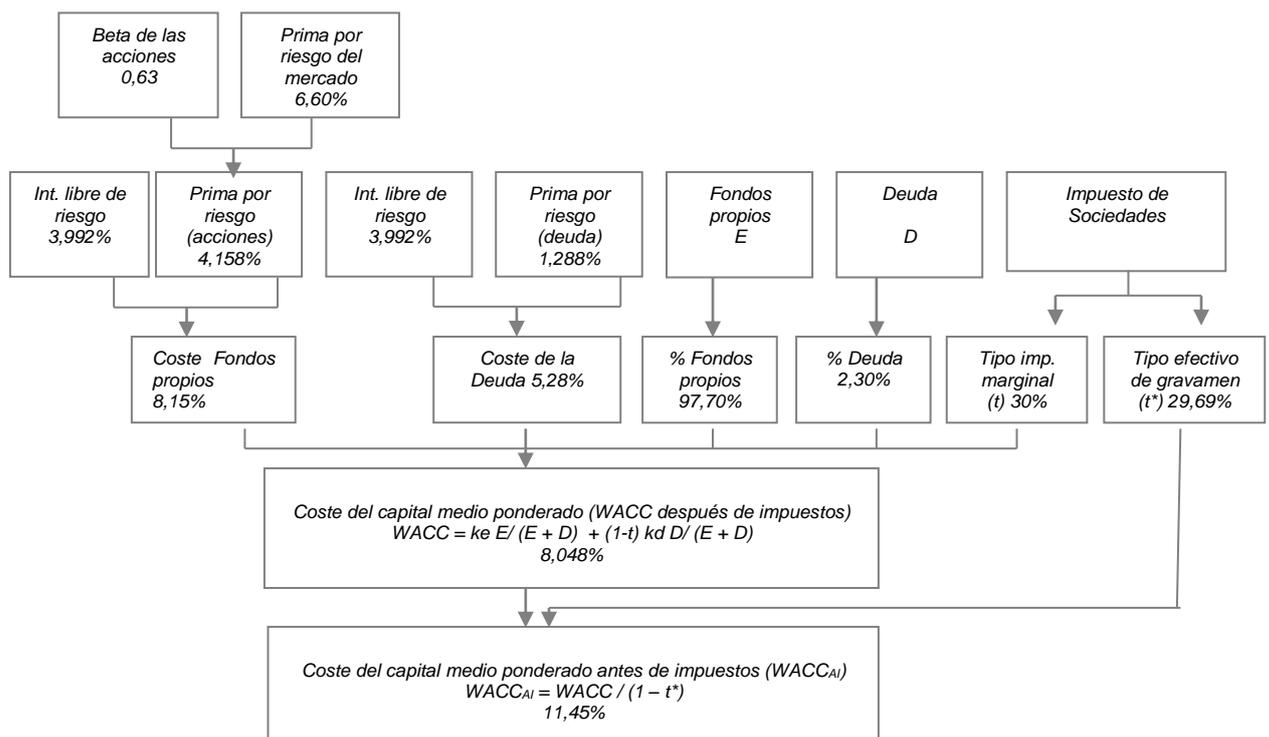
VODAFONE estima como coste de la deuda el promedio de 3 emisiones de deuda de Vodafone Group de enero de 2009 a enero de 2010, deduciendo un coste de 5,28%. El coste de la deuda neto de efecto impositivo que VODAFONE propone es de un 3,70%.

III.8. Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades realizada por VODAFONE es de 29,69%. VODAFONE manifiesta seguir el criterio considerado por la CMT, aproximando el tipo efectivo del próximo ejercicio mediante la toma en consideración de las diferencias entre los tipos medios y marginales de los tres últimos años y corrigiendo a posteriori el tipo marginal.

III.9. Resumen de la propuesta

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





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR VODAFONE

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el WACC de los operadores declarados dominantes y explicita cómo deben estimarse cada una de las componentes del WACC.

En esta sección se revisan 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 éste de un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y a un 30% en el ejercicio 2008. Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo

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.

IV.1. 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 es la media ponderada¹ del tipo de interés medio de las tres subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, realizadas por el Tesoro Público con anterioridad al cierre del año natural anterior al ejercicio de aplicación del WACC.

Los tipos de interés medios resultantes de las 3 últimas subastas de 2009 de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera son:

Tabla 3. Tipos medios obligaciones a 10 años

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
10/12/2009	3,887	3/6
15/10/2009	3,870	2/6
17/09/2009	3,865	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología de 21 de diciembre de 2006, un valor de 3,88%, el cual ha sido aprobado para el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. en 2010²; la propuesta de VODAFONE no coincide exactamente con el resultado anterior ya que en su propuesta VODAFONE realiza el cálculo incluyendo

¹ 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.

² Véase la Resolución de 6 de mayo de 2010.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

una emisión posterior al año natural 2009. En consecuencia, esta Comisión valora que el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2010 es de un 3,88%. Esto supone una disminución de 41 puntos básicos con respecto al valor aprobado en la Resolución de 2 de abril de 2009, para el ejercicio 2009.

IV.2. Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que el estimador de la prima de riesgo del mercado se obtendrá a partir de datos históricos y una media aritmética, a partir de datos mensuales de los últimos 15 años. Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores³, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, este parámetro debía ser común a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado y sometidos a la obligación de contabilidad de costes.

En la Resolución de 6 de mayo de 2010, por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2010, se estableció una prima de riesgo del mercado de 7,43%. Por lo tanto, la CMT considera razonable, a efectos del cálculo del coste de capital del período abril de 2010 a marzo de 2011, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 7,43%.

Esto implica un incremento de un 8,15% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio 2009. Este incremento se justifica por el hecho de que la prima de riesgo ha pasado de posiciones negativas en 2008 a ser positiva en 2009.

IV.3. Beta de VODAFONE

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, esta Comisión ha calculado el parámetro beta de las acciones de VODAFONE a partir de las betas y datos financieros de una serie de empresas comparables europeas. La muestra de empresas seleccionada y los datos de origen se resumen en la tabla siguiente:

³ Entre otras, Resolución sobre la propuesta de Telefónica Móviles España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/264), Resolución sobre la propuesta de France Telecom España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/1193) y Resolución sobre la propuesta de Vodafone España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/475).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 4. Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Deuda en libros ¹	Capitalización ¹	Tipo impositivo efectivo	Valor de la beta apalancada	Valor de la beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	4.075,234	7.634,439	24,531%	0,678	0,483
MOBISTAR	318,275	3.169,961	32,176%	Extremo	excluido ⁴
TELENOR ASA	35.011,000	77.796,713	22,065%	0,733	0,542
TELIASONERA AB	40.133,000	174.678,786	18,814%	0,747	0,630
VODAFONE GROUP PLC	23.912,000	64.423,902	26,474%	Extremo	excluido ⁵
PROMEDIO				0,719	0,552

¹ En millones, expresado en la moneda local de la compañía.

Fuente: Standard&Poors

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT considera adecuado excluir a Cosmote, ya que desde abril de 2008 no cotiza. Asimismo, la CMT ha calculado el importe de la beta a partir de un intervalo temporal constituido por los últimos 5 años y una frecuencia diaria, al ser este el intervalo y la frecuencia que ha proporcionado una mayor precisión y minimiza la desviación.

Utilizando la fórmula recogida en la sección V.3 de la Resolución de 21 de diciembre la fórmula y reproducida a pie de página⁶, que establece la relación entre la beta apalancada y la beta desapalancada de una empresa y considerando la estructura financiera que se desarrolla en el apartado IV.5 de esta Resolución, se obtiene un valor de la beta de VODAFONE, para el período abril de 2010 a marzo de 2011, de un 0,56.

IV.4. Coste de los fondos propios

Dado el importe de los anteriores parámetros, la CMT valora el coste de los fondos propios en un 8,04%, inferior en 58 puntos básicos respecto al aprobado en el ejercicio 2009 y supone cuantificar la prima de riesgo de los fondos propios de VODAFONE en el ejercicio 2010 en un 4,16%.

⁴ La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los “inner fences”, umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada. Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y también la diferencia entre estos dos valores. 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% más 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. En este caso el valor resultante (0,355) se excluye ya que se configura como un valor extremo.

⁵ Véase el procedimiento para determinar la exclusión de valores extremos en la nota anterior. En este caso el valor resultante (0,902) se excluye ya que se configura como un valor extremo.

⁶ La relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una empresa

$$\beta_A = \beta_D^1 \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

esta descrita por la ecuación: donde β_A es la beta apalancada, β_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

IV.5. Estructura financiera

El valor de la deuda se ha obtenido a partir de la información financiera de VODAFONE, siendo su detalle el siguiente:

Tabla 5. Importe de la deuda financiera de VODAFONE. Importes en miles de euros
[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Para la valoración de los fondos propios, además del informe de valoración aportado por VODAFONE, la CMT ha dispuesto de informes adicionales de analistas financieros; en ellos se valora el negocio de Vodafone Group a través del método de la suma de partes, entre las cuales se valora el negocio de Vodafone en España; el resumen se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 6. Informes de valoración de VODAFONE. Importes en millones de euros
[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Sobre el valor de mercado del negocio se deduce el importe de la deuda, resultando un valor de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**.

La estructura financiera que resultaría de los anteriores valores sería por tanto la siguiente:

- 1) Un 96,73% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 3,27% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 0,03.

IV.6. Coste de la deuda y prima por riesgo de la deuda

La propuesta de VODAFONE para el coste medio de su deuda antes de impuestos en el 2010, tal como se ha indicado anteriormente, es de un 5,28%, coste resultante de realizar un promedio de 3 emisiones de deuda de Vodafone Group de enero de 2009 a enero de 2010, deduciendo una propuesta de prima de riesgo de la deuda de 1,288%. El detalle de las 3 emisiones se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 7. Emisiones de deuda en euros por Vodafone Group
[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

De acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 las emisiones de la sociedad matriz se consideran una referencia para el coste financiero de VODAFONE. De las tres emisiones referidas de Vodafone Group, dos de ellas difieren en su fecha de emisión en 12 o más meses del inicio del periodo de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

cálculo del WACC, estimándose como referencia más adecuada, al objeto de deducir el coste de la deuda para el ejercicio 2010, la emisión de enero de 2010 con un tipo de interés del 4,65%.

En consecuencia esta Comisión considera que el coste financiero de VODAFONE debe cifrarse en 4,65%, deduciéndose una prima de riesgo de la deuda del 0,77%, lo que supone una disminución respecto a la aprobada para el ejercicio anterior de 101 puntos básicos. El coste de la deuda después de impuestos para el ejercicio 2010 es un 3,26%.

IV.7. Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

La metodología aprobada por la CMT establece como método de estimación del tipo impositivo efectivo el uso de la media aritmética de los tipos impositivos medios de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC. La Ley 35/2006 de 28 de noviembre del Impuesto de 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 ha supuesto un cambio en el tipo impositivo marginal. En 2007, el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades pasó de un 35% a un 32,5%, y en el ejercicio 2008 ha pasado a ser de un 30%. Este cambio significa que el cálculo del tipo efectivo no puede obtenerse directamente a partir de un promedio de los tipos efectivos históricos, sino que deberá corregirse para incorporar el impacto del cambio en el tipo nominal. La propuesta de VODAFONE toma en consideración estos aspectos recogiendo su efecto y, aunque el método de cálculo que aplica difiere en algunos aspectos de la metodología de 21 de diciembre de 2006, en conjunto se estima que el tipo impositivo efectivo propuesto por VODAFONE para el ejercicio 2010 es razonable y, en consecuencia, se considera como referencia válida, para el cálculo del coste de capital del ejercicio 2010, el tipo impositivo efectivo propuesto del 29,69%.

IV.8 WACC antes y después de impuestos

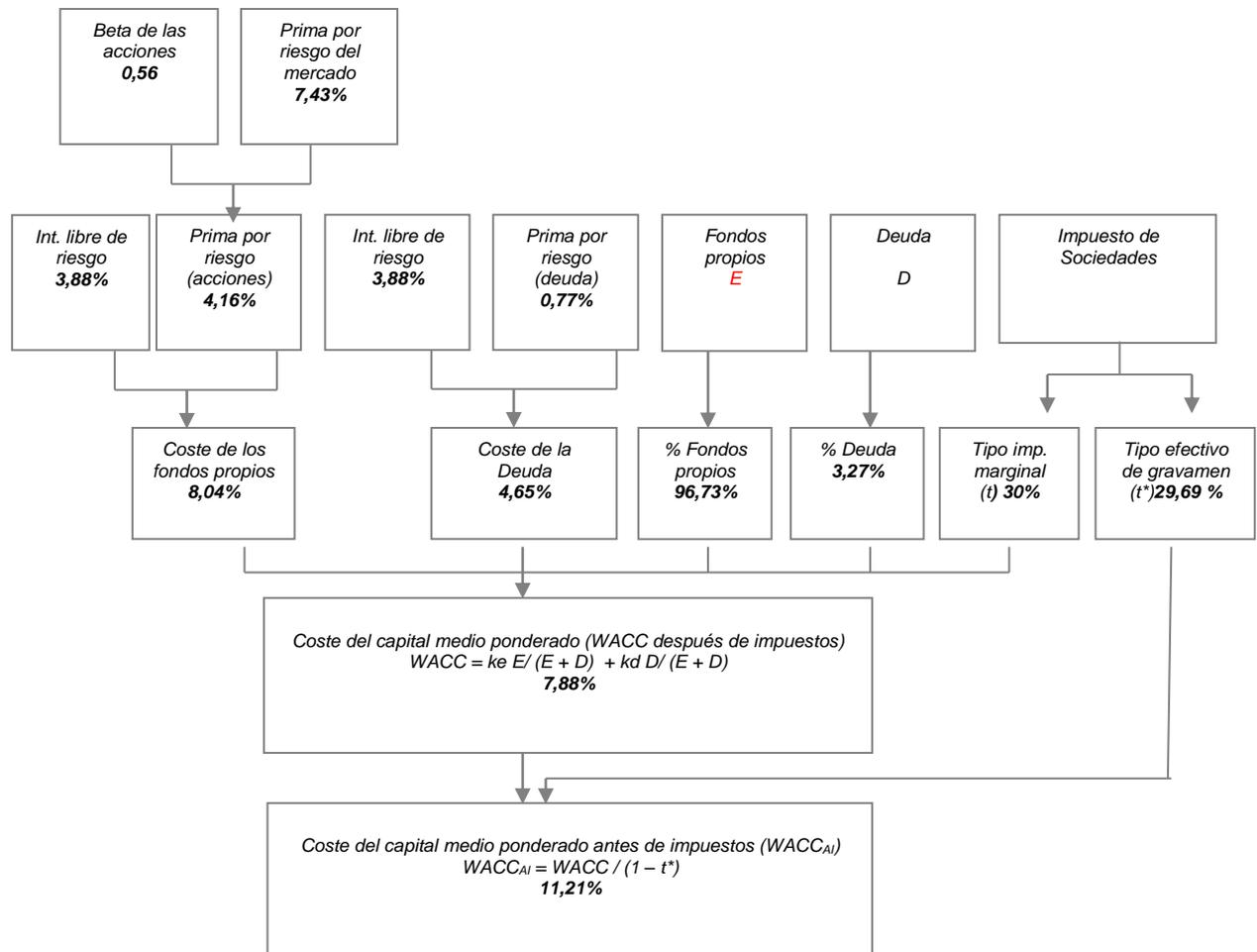
Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de los anteriores apartados, la CMT valora el coste del capital medio ponderado de VODAFONE, después de impuestos, para el ejercicio 2010 en un 7,88%, un 7,62% superior al aprobado para el ejercicio 2009 (8,53%) y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el ejercicio 2010 en un 11,21%, presentando este último valor una disminución de un 4,92% respecto al aprobado para el ejercicio 2009 (11,79%).

IV.9 Resumen de la valoración

El siguiente gráfico presenta la valoración de la CMT de los parámetros presentes en el WACC.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



V. CONSIDERACIONES FINALES

En la presente Resolución, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, se aprueba la tasa de coste de capital que VODAFONE deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el período abril 2010 a marzo 2011, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. El coste de capital aprobado por esta Resolución se imputará 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 de los servicios.

Dicho lo anterior, la siguiente tabla 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 8. Tasa de retorno propuesta por VODAFONE y valoración de los Servicios de la CMT

<i>PARÁMETROS</i>	<i>Propuesta VODAFONE</i>	<i>CMT</i>
Tipo de interés libre de riesgo	3,992%	3,88%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,60%	7,43%
Beta de las acciones	0,63	0,56
Coste de los fondos propios	8,15%	8,04%
Prima por riesgo de la deuda	1,288%	0,77%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,28%	4,65%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,70%	3,26%
Ratio de fondos propios sobre valor total	97,70%	96,73%
Ratio de deuda sobre valor total	2,30%	3,27%
WACC después de impuestos	8,048%	7,88%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,69%	29,69%
WACC antes de impuestos	11,45%	11,21%

La tabla número 9, recogida a continuación, muestra la evolución de la tasa de coste de capital de VODAFONE, aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la tasa de coste de capital aprobada en esta Resolución.

Tabla 9. Evolución del WACC de VODAFONE

Ejercicios	2003¹	2004²	2005³	2006⁴	2006⁵	2007⁶	2008⁷	2009⁸	2010
Periodo	Abril02-marzo03	Abril03-marzo04	Abril04-marzo06	Abril05-marzo06	Abril06-diciembr06	Enero07-diciembr07	Enero08-diciembr08	Enero09-marzo09 Abril09-marzo10	Abril10-marzo11
WACC después de impuestos	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%	7,44%	7,64%	8,43%	8,53%	7,88%
WACC antes de impuestos	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%	11,47%	11,22%	11,95%	11,79%	11,21%

¹ Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003. ² Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, después de introducir las rectificaciones acordadas por el Consejo de la Comisión. ³ Resolución de la Comisión 1 de julio de 2004. ⁴ Resolución de la Comisión 23 de junio de 2005. ⁵ Resolución de la Comisión 22 de junio de 2006. ⁶ Resolución de la Comisión 19 de julio de 2007. ⁷ Resolución de la Comisión de 3 de abril de 2008. ⁸ Resolución de la Comisión de 25 de junio de 2009.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

UNICO.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Vodafone España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el periodo abril 2010 a marzo 2011, del 11,21%, conforme a la propuesta de la operadora, valorada y corregida según la metodología de determinación del coste medio ponderado del capital establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

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 presente documento está firmado electrónicamente por el Secretario, Ignacio Redondo Andreu, con el Visto Bueno del Presidente, Reinaldo Rodríguez Illera.