



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

---

JORGE SANCHEZ VICENTE, 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 24/11 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 14 de julio de 2011, 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 2011 a 31 de marzo de 2012 (Expediente AEM 2011/1109).**

#### I. ANTECEDENTES DE HECHO

**Primero.-** Con fecha 15 de julio de 1999 el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT o la Comisión) aprobó la Resolución de Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes. Dichos principios y criterios fueron actualizados por Resolución de esta Comisión de 10 de junio de 2010.

**Segundo.-** 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 medio ponderado del capital de los operadores declarados dominantes por esta Comisión, y establecía los criterios generales y el método para la revisión de las propuestas de los operadores.

**Tercero.-** 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. En esta Resolución la



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

---

CMT volvió a declarar, como en la primera ronda de mercados, operador con poder significativo en este mercado a Vodafone de España, S.A.U. (en adelante, Vodafone), y le impuso, entre otras, la obligación de orientar sus precios a costes de producción, mantener una contabilidad de costes por actividades y de separación contable, obligaciones en las que resulta especialmente relevante la estimación del coste del capital. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009.

**Cuarto.-** Con fecha 3 de mayo de 2011, tuvo entrada en el Registro de esta Comisión un escrito presentado por Doña María Luisa Belda Cuesta, en nombre y representación de Vodafone, por el que se solicita a la CMT que tenga por presentada la propuesta de tasa de coste de capital a aplicar en el periodo 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012 (período al que también nos referimos como 2011/12). Junto a su propuesta, Vodafone presentó los siguientes documentos:

- Escrito que contiene el cálculo detallado que realiza Vodafone para llegar a la propuesta de coste de capital y en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el período 2011/12.
- Tres Informes de Valoración del Grupo Vodafone
- Borrador de Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias correspondientes al ejercicio comprendido entre el 1 de abril de 2010 y el 31 de marzo de 2011.
- Informe de Gestión y Cuentas Anuales del ejercicio terminado el 31 de marzo de 2010 de Vodafone España, S.A.U, junto con el informe de auditoría.
- Betas para empresas comparables (a 6M) según estimaciones de Bloomberg.
- Autoliquidación del Impuesto sobre Sociedades del ejercicio fiscal terminado el 31 de marzo de 2010.

**Quinto.-** De acuerdo a la solicitud presentada por Vodafone, la CMT procedió el día 9 de mayo de 2011 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2011/1109.

## 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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

---

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:

*“(...) 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 (...)”.*

Esta misma obligación se recoge, en los mismos términos en la Resolución de 10 de Junio de 2010, de actualización de los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes.

### **III. PROPUESTA DE VODAFONE PARA LA TASA MEDIA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN SU CONTABILIDAD DE COSTES DEL PERÍODO 2011/12**

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 2011 a 31 de marzo de 2012 del 12,576%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Vodafone para un coste de capital medio ponderado después de impuestos del 8,870% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 29,47%.

Vodafone manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando la metodología aprobada 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:

$$WACC = K_e E/(E + D) + K_d D/(E + D),$$

Donde  $K_e$  es el coste de los recursos propios,  $K_d$  es el coste de la deuda financiera,  $E$  es el valor de mercado de los fondos propios, y  $D$  es el valor total de la deuda financiera y  $(E+D)$  el valor de mercado de la empresa.

Los valores de los parámetros recogidos en la propuesta de Vodafone que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 3 de mayo se detallan en la tabla siguiente:

	Propuesta Vodafone 2010/11	Aprobado CMT 2010/11	Propuesta Vodafone 2011/12
Tipo de interés libre de riesgo	3,99%	3,88%	4,95%
Prima por riesgo del mercado	6,60%	7,43%	7,43%
Beta de las acciones	0,63	0,56	0,552
Coste de los fondos propios ( $K_e$ )	8,15%	8,04%	9,053%
Coste estimado de la Deuda (antes de impuestos)	5,28%	4,65%	3,56%
Coste de las deudas, después de impuestos ( $K_d$ )	3,70%	3,26%	2,49%
Ratio de fondos propios sobre valor total	97,70%	96,73%	97,20%
Ratio de deuda sobre valor total	2,30%	3,27%	2,80%
Coste Medio Ponderado de los Recursos Propios	7,96%	7,78%	8,80%
Coste Medio Ponderado de los Recursos Ajenos	0,09%	0,11%	0,070%
WACC después de impuestos	8,048%	7,884%	8,870%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,69%	29,69%	29,47%
WACC antes de impuestos	11,45%	11,213%	12,576%

### III.2. Tipo de interés libre de riesgo

Vodafone estima el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2012 en un 4.952%. Detalla en su propuesta que esta valoración corresponde a la media ponderada del tipo de interés medio de las Obligaciones del



Estado con un período de amortización a 10 años de las tres últimas subastas del Tesoro celebradas con anterioridad al 31 de Diciembre de 2010.

### III.3. Prima por riesgo del mercado

Vodafone cita la metodología de la CMT y considera razonable, a efectos del cálculo del WACC para el período 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 7,43%. Justifica su propuesta por ser este el valor establecido por la CMT en su Resolución del ejercicio anterior, considerando Vodafone que el entorno macroeconómico de ambos ejercicios es similar.

### III.4. Beta de Vodafone

Vodafone manifiesta que al no cotizar en bolsa Vodafone España, no se puede obtener de manera directa su beta, debiendo por tanto fijarse en función de las betas de empresas europeas comparables. Al respecto, manifiesta en su propuesta que no dispone de todos los datos para calcular las betas desapalancadas de la muestra de empresas comparables de la metodología de la CMT y que, no apreciando una variación significativa en las betas apalancadas con respecto al ejercicio anterior, considera adecuado utilizar el valor aprobado por esta Comisión para el año anterior, proponiendo un valor de 0,552.<sup>1</sup>

### III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el tipo de interés libre de riesgo, el parámetro beta, y la estimación sobre la prima de riesgo del mercado, Vodafone cuantifica el coste de sus fondos propios en 9,053%.

### III.6. Estructura financiera

Vodafone propone utilizar un ratio de Fondos Propios sobre valor total de la empresa de 97,20% y un ratio de Deuda sobre el valor total de la empresa de 2,80%. En consecuencia, propone un ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) para el ejercicio 2011/12 del 0,029.

Para el cálculo de este ratio la operadora parte de un Valor de Empresa obtenido como promedio de las valoraciones, según multiplicador de EBITDA, fechadas en el primer trimestre de 2011, realizadas por *Exane BNP Paribas*, *Citigroup Global Markets* y *Newstreet Research*, estimando un valor de total empresa en el mercado de **[CONFIDENCIAL]**. Por otra parte, Vodafone aporta en su propuesta la información de que su deuda financiera estimada para el ejercicio es de **[CONFIDENCIAL]**. Deduciendo del valor de mercado de la empresa el importe de la deuda, Vodafone propone un valor de los Fondos Propios de **[CONFIDENCIAL]**.

---

<sup>1</sup> La Resolución de 29 de julio de 2010 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 período 1 de abril de 2010 a 31 de marzo de 2011 (expediente AEM 2010/887), estimaba el parámetro beta en 0,56 .



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

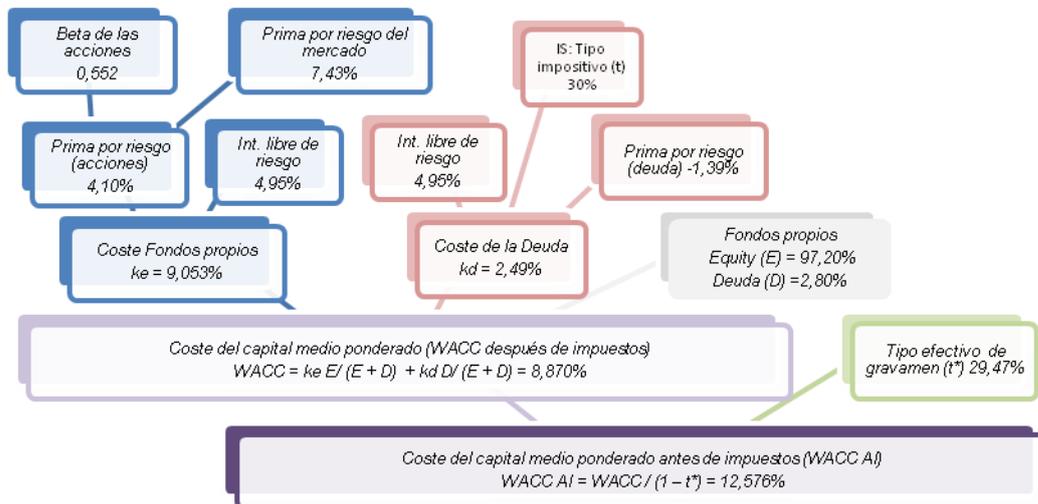
Vodafone estima el coste de la deuda calculando la media ponderada de dos emisiones de deuda de su matriz, Vodafone Group, en marzo de 2011, estimando un coste para su Deuda del 3.56 %. El coste de la Deuda neto de efecto impositivo que Vodafone propone es de un 2.49%.

### 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 29,47%. Vodafone manifiesta en su propuesta seguir la metodología de la CMT, aproximando el tipo efectivo del próximo ejercicio mediante la toma en consideración de las diferencias entre los tipos efectivos y marginales de los tres últimos ejercicios y corrigiendo a posteriori el tipo marginal vigente con el diferencial medio así calculado.

### 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.





#### 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. A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Vodafone, realizada por los Servicios de la CMT conforme a esta metodología.

##### IV.1. Tipo de interés libre de riesgo

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que una estimación razonable del tipo de interés a que se remunera un activo libre de riesgo para la determinación del WACC es la media ponderada<sup>2</sup> 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 correspondientes a las 3 últimas subastas de 2010 de Obligaciones del Estado, con vencimiento a 10 años, convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera son:

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
Dic. 2010	5,45%	1/2
Nov. 2010	4,62%	1/3
Sep. 2010	4,14%	1/6
<b>Media ponderada</b>	<b>4,95%</b>	

Resultando, de acuerdo con la metodología de 21 de diciembre de 2006, un valor de 4,95%, el cual ha sido aprobado para el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. para el ejercicio de 2011<sup>3</sup>. La propuesta de Vodafone coincide con el resultado anterior.

Esta Comisión valora que la referencia del tipo de interés a que se remunera un activo libre de riesgo para la determinación del WACC de Vodafone en el período 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012 es de un 4,95%. Esto supone un aumento de 107 puntos básicos con respecto al valor aprobado en la Resolución de 29 de julio de 2010, para el ejercicio anterior.

<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> Véase la Resolución de 26 de mayo de 2011.



## IV.2. Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que la estimación de la prima de riesgo del mercado se obtendrá a partir de datos de rentabilidades históricas del IBEX 35 y su diferencia con la rentabilidad histórica del activo libre de riesgo considerado como referencia. Según se consideró razonable en la Metodología, la media aritmética de estas diferencias representa la prima histórica de riesgo de mercado y sirve como estimador de las rentabilidades futuras esperadas. Las series de datos tienen periodicidad mensual y su alcance histórico son los últimos 15 años.

Además, en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores, 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 26 de mayo de 2011, por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2011, se estableció una prima de riesgo del mercado de 6,18%. Por lo tanto, la CMT considera razonable, a efectos del cálculo del coste de capital de Vodafone para el período 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,18%.

## IV.3. Beta de VODAFONE

Dado que Vodafone España S.A.U. no es una empresa cotizada en bolsa, no es posible estimar de forma directa el parámetro beta, debiendo en consecuencia estimarse en función de empresas comparables.

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 fundamentales utilizados para el cálculo, se resumen en la tabla siguiente:

Compañía	Valor Beta apalancada	Deuda en libros	Capitalización bursátil	Moneda	Valor Beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	0,504	8.330	14.491	USD	0,365
MOBISTAR	0,316	298	2.874	EUR	0,296
TELENOR ASA	0,842	21.142	134.372	NOK	0,757
TELIASONERA AB	0,683	35.432	232.830	SEK	0,612
VODAFONE GROUP PLC	0,702	39.795	80.007	GBP	0,504
<b>PROMEDIO</b>	<b>0,609</b>				<b>0,507</b>

Fuente: Standard&Poors (Deuda y capitalización expresados en millones).

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 estimado el importe de la beta tomando, de entre las series disponibles, la serie de datos tomados con periodicidad diaria durante los dos últimos



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

---

años, al ser este el intervalo y frecuencia los que han proporcionado una mayor precisión y una menor desviación.

Utilizando la fórmula recogida en la sección V.3 de la Resolución de 21 de diciembre y reproducida a pie de página<sup>4</sup>, que establece la relación entre la beta apalancada y la beta desapalancada de una empresa, y considerando la estructura financiera de Vodafone que se desarrolla en el apartado IV.4 de la presente Resolución, esta Comisión calcula un valor de la beta de Vodafone de 0,52 para el ejercicio de 2011/12.

### IV.4. Estructura financiera

El valor de la Deuda se ha estimado a partir de la información de estados financieros previsionales, cerrados a marzo de 2011, que han sido proporcionados por Vodafone junto con su propuesta. Se ha contrastado su razonabilidad con los estados financieros auditados del ejercicio fiscal anterior de Vodafone y otra información complementaria.

El detalle de los pasivos considerados como deuda financiera del período es el siguiente:

**[CONFIDENCIAL]**

**FIN CONFIDENCIAL]**

La valoración de Vodafone España se ha estimado a partir de diversos informes de analistas sobre el Grupo Vodafone que han sido aportados por Vodafone junto con su propuesta. En estos informes se realiza una valoración del grupo como suma de partes, donde se valora como parte el negocio en España. De estos informes se extrae el Valor Empresa (VF) que estima cada analista. El valor de total empresa que calcula esta Comisión se obtiene como un promedio de tales valoraciones. Los parámetros utilizados y el resultado obtenido se resumen en la siguiente tabla:

---

<sup>4</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.



[CONFIDENCIAL]

**FIN CONFIDENCIAL]**

Respecto de la propuesta de Vodafone, que es de **[CONFIDENCIAL]** millones de euros, la valoración que estima esta Comisión para Vodafone España es ligeramente superior, de **[CONFIDENCIAL]**.

La estimación del valor empresa está influida por el tipo de cambio utilizado para la conversión de libras esterlinas a euros (GBP/EUR), ya que en los informes de valoración que sirven de base, el valor para Vodafone España no se encuentra expresado en euros. En los informes de BNP y Citigroup se cita expresamente el tipo de cambio utilizado o puede calcularse a través de valores que están expresados a la vez en euros y libras esterlinas en el propio informe. El informe de Newstreet está valorado en dólares americanos o libras esterlinas, sin referencia a la conversión de libras o dólares a euros que considera el analista. Para la valoración del grupo basada en los tres informes de valoración aportados, esta Comisión ha tomado como tipo de conversión la media del cambio GBP/EUR utilizado por BNP y Citigroup en sus informes.

Por otra parte, la valoración aportada por Vodafone en su propuesta con base en la valoración de Newstreet, utiliza un método de valoración diferente al que recoge el informe de Newstreet aportado junto con su propuesta. En la propuesta de Vodafone figura una valoración de Newstreet basada en múltiplos de EBITDA, que no aparece en el informe de valoración de Newstreet aportado, donde la valoración por suma de partes se realiza con referencia a un múltiplo por los flujos de caja descontados que ha estimado el analista (EV/FCF).

Del valor de mercado de Vodafone España calculado más arriba, de **[CONFIDENCIAL]**, minorado por el importe estimado de la Deuda, resulta un valor de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**. El ratio de apalancamiento financiero se calcula por Vodafone y por la CMT con los datos que se indican en la siguiente tabla:

[CONFIDENCIAL]



**FIN CONFIDENCIAL]**

La estructura financiera que estima esta Comisión para el cálculo del WACC resulta de los valores reflejados en la columna CMT de la tabla anterior y es la siguiente:

- 1) Un 97,29 % del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 2,71 % del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 0,0279

**IV.5. Coste de los fondos propios**

La CMT valora el coste medio ponderado de los fondos propios de Vodafone en un 7,93%, lo cual se calcula<sup>5</sup> a partir de las estimaciones realizadas por esta Comisión ya detalladas en los apartados anteriores: de la tasa a que se remunera un activo sin riesgo ( $R_f=4,95\%$ ), de la prima de riesgo del mercado ( $P_m=6.18\%$ ), del valor de la Beta de Vodafone (estimado en 0,52) y del ratio de apalancamiento financiero (del 0,0279).

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

De acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, las emisiones de deuda de la sociedad matriz se consideran una referencia para el coste financiero de Vodafone. Vodafone informa en su propuesta de las emisiones de bonos corporativos de su matriz, Vodafone Group, realizadas durante el ejercicio de 2011. De las dos emisiones referidas, una de ellas difiere sustancialmente en el plazo de maduración respecto del activo sin riesgo tomado como referencia, por lo que no se considera adecuada para la estimación del coste de la deuda. La segunda de las emisiones de la matriz de Vodafone tiene un plazo de maduración similar al de la referencia de activo sin riesgo considerado en la metodología de la CMT, las Obligaciones del Estado a 10 años. El precio de esta segunda emisión de bonos se considera equiparable al del activo sin riesgo de referencia. Dadas las anteriores consideraciones, esta Comisión considera razonable estimar el coste de la deuda de Vodafone en 4,95%.

Por tanto, esta Comisión considera que el coste de la deuda de Vodafone a los efectos del cálculo del WACC para el presente período, es del 4,95% antes de impuestos y del 3,47% después de impuestos.

---

<sup>5</sup> Cálculo del coste de los Recursos Propios según la Fórmula  $[ K_e = R_f + \beta * P_m ]$  y del Coste medio ponderado de los Recursos Propios multiplicando  $K_e$  por el ratio de apalancamiento financiero.



#### 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 de los tipos impositivos de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC.

En los últimos ejercicios se ha tenido en cuenta en el cálculo del promedio del tipo efectivo el cambio habido en el tipo impositivo nominal del Impuesto de Sociedades según la legislación española<sup>6</sup>. El tipo impositivo nominal que ha de tenerse en cuenta para calcular promedio del diferencial con el tipo efectivo es uniforme en los tres últimos ejercicios, ya que desde 2008 hasta ahora el tipo nominal de gravamen en el Impuesto de Sociedades previsto en la legislación española es del 30%. Por tanto, no es necesario efectuar corrección alguna en atención al cambio de tipo nominal.

La propuesta de Vodafone calcula primeramente el diferencial medio entre los tipos efectivos obtenidos en los periodos de 2008, primer trimestre de 2009, 2009/10<sup>7</sup> y 2010/11 y el tipo marginal vigente, y aplica ese diferencial medio al tipo nominal vigente, estimando un tipo efectivo para el ejercicio 2011/12 de 29,47%.

El cálculo de esta Comisión se efectúa, de acuerdo a la Metodología, como el promedio de la estimación del tipo efectivo del último ejercicio cerrado disponible, según la información aportada por Vodafone de la tributación efectiva por Impuesto de Sociedades del período 2010/11 y de los tipos efectivos aprobados<sup>8</sup> para los dos ejercicios anteriores. El tipo efectivo del Impuesto de Sociedades aprobado para el ejercicio de 2008 fue de 29,49%, el aprobado para 2009 de 27,62% y la estimación para el ejercicio 2010/11 es del **[CONFIDENCIAL]**. El promedio resultante es por tanto de 28,97%.

En consecuencia, esta Comisión estima un tipo impositivo efectivo a aplicar para Vodafone en el período 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012 del 28,97%.

#### IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de las estimaciones de los parámetros de la fórmula del cálculo del WACC consideradas como razonables por esta Comisión, según lo expuesto en los anteriores apartados, esta Comisión valora el coste medio ponderado del capital de Vodafone, después de impuestos, para el período 1 de abril de 2011 a 31 de marzo de 2012, en un 8,021%, y estima el coste medio ponderado del capital,

<sup>6</sup> 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, supuso 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 pasó a ser de un 30%.

<sup>7</sup> Con fecha 6 de mayo de 2009 Vodafone comunicó a esta Comisión que el cierre de sus ejercicios contables tendría lugar el 31 de marzo de cada año en lugar del 31 de diciembre. Este ejercicio económico se aplicó por primera vez en 2009, teniendo para ese año una duración atípica de tres meses (de 1/1/2009 a 31/03/2009) y se aplica de manera uniforme desde ese ejercicio, siendo que el primer ejercicio de duración normal – 12 meses – tuvo lugar entre 1/03/2009 a 31/03/2010, y así sucesivamente por periodos de 12 meses. Esta Comisión aprobó en su Resolución de 25 de Junio de 2009 que Vodafone debería presentar los resultados del Sistema de Contabilidad de Costes a esta Comisión en ejercicios económicos que se correspondieran con el año natural, a efectos de asegurar la comparabilidad de los resultados presentados.

<sup>8</sup> Según resoluciones de esta Comisión : Resolución de 3 de abril de 2008 sobre la propuesta de Vodafone España, S.A.U. de Tasa Anual de Retorno a aplicar para el cómputo de los Costes de Capital en la Contabilidad de Costes del ejercicio 2008 (AEM 2008/2); Resolución de 25 de junio de 2009 sobre la Tasa del Coste de Capital a aplicar en la Contabilidad de Costes de Vodafone España, S.A.U. en el período 1 de enero de 2009 a 31 de marzo de 2010 y sobre el cambio de ejercicio social (AEM 2009/730).

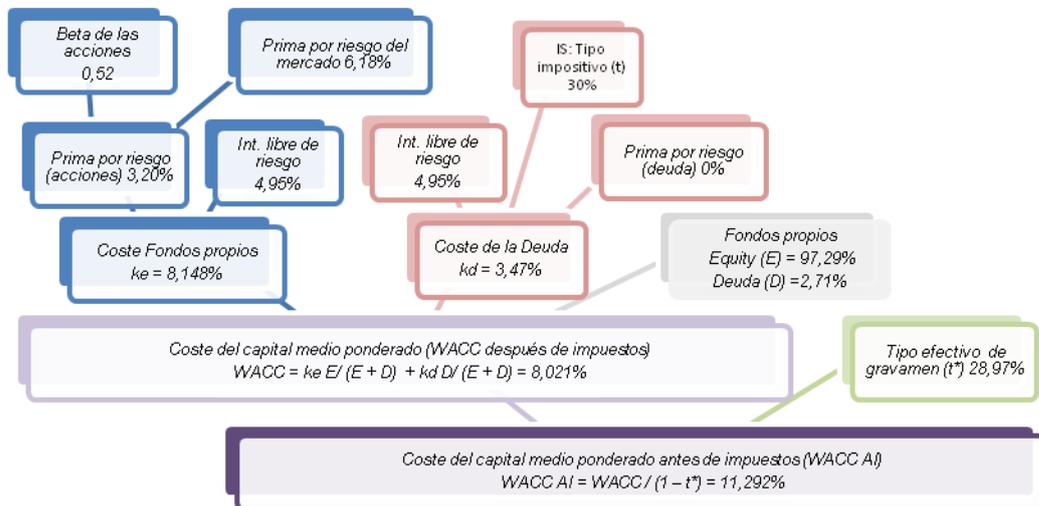


COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el mismo período en un 11,292%.

IV.9 Resumen de la valoración del coste medio ponderado del capital para 2011/12

El siguiente gráfico presenta la valoración de la CMT de los parámetros presentes en el WACC de Vodafone de 2011/12.





## 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 1 de abril 2011 a 31 de marzo de 2012, 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 la propuesta de Vodafone y su valoración por la CMT.

	Aprobado CMT 2010/11	Propuesta Vodafone 2011/12	CMT 2011/12
Tipo de interés libre de riesgo	3,88%	4,95%	4,95%
Prima por riesgo del mercado	7,43%	7,43%	6,18%
Beta de las acciones	0,56	0,552	0,52
Coste de los fondos propios ( $K_e$ )	8,04%	9,053%	8,148%
Coste estimado de la Deuda (antes de impuestos)	4,65%	3,56%	4,95%
Coste de las deudas, después de impuestos ( $K_d$ )	3,26%	2,49%	3,47%
Ratio de fondos propios sobre valor total	96,73%	97,20%	97,29%
Ratio de deuda sobre valor total	3,27%	2,80%	2,71%
Coste Medio Ponderado de los Recursos Propios	7,78%	8,80%	7,93%
Coste Medio Ponderado de los Recursos Ajenos	0,11%	0,070%	0,094%
WACC después de impuestos	7,884%	8,870%	8,021%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	29,69%	29,47%	28,97%
WACC antes de impuestos	11,213%	12,576%	11,292%

A continuación se muestra la evolución de la tasa de coste de capital de Vodafone, aprobada por la CMT en resoluciones<sup>9</sup> anteriores:

Ejercicio	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
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%

<sup>9</sup> 2003: Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, después de introducir las rectificaciones acordadas por el Consejo de la Comisión. 2004: Resolución de la Comisión 1 de julio de 2004. 2005: Resolución de la Comisión 23 de junio de 2005. 2006: Resolución de la Comisión 22 de junio de 2006. 2007: Resolución de la Comisión 19 de julio de 2007. 2008: Resolución de la Comisión de 3 de abril de 2008. 2009: Resolución de la Comisión de 25 de junio de 2009. 2010: Resolución de la Comisión de 29 de julio de 2010



---

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 1 de abril 2011 a 31 de marzo 2012, del 11,29%, 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, Jorge Sánchez Vicente, con el Visto Bueno del Presidente, Bernardo Lorenzo Almendros.***