



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 N° 23/09 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 25 de junio de 2009, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA TASA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE VODAFONE ESPAÑA, S.A.U. EN EL PERÍODO 1 DE ENERO 2009 A 31 DE MARZO DE 2010 Y SOBRE EL CAMBIO DE EJERCICIO SOCIAL

(Expediente AEM 2009/730)

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 DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009.

Tercero.- Con fecha 6 de mayo de 2009, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) escrito de Vodafone España, S.A.U. (en adelante, VODAFONE) en el que se comunica el cambio de fecha de cierre del ejercicio contable, indicando que el cierre en vez de tener lugar el día 31 de diciembre de cada año, tendrá lugar el 31 de marzo de cada año. Como consecuencia de este cambio, se indica, el ejercicio que se inició el 1 de enero de 2009 tiene una duración atípica de 3 meses (1 de enero de 2009 a 31 de marzo de 2009), siendo el ejercicio que se inició el 1 de abril de 2009 (1 de abril 2009 a 31 de marzo de 2010) el que tenga una duración normal de 12 meses.

Cuarto.- Con fecha 6 de mayo de 2009 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 enero 2009 a 31 de marzo 2009 y 1 de abril de 2009 a 31 de marzo de 2010. 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 2009.
- Balance y cuenta de resultados del ejercicio 2008.
- Cuentas anuales del ejercicio 2007.
- Betas según Bloomberg para las empresas comparables.
- Autoliquidación del impuesto sobre sociedades del ejercicio 2007.

Quinto.- De acuerdo a las solicitudes presentadas por VODAFONE, la CMT procedió el día 6 de mayo de 2009 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/730.

Sexto.- Mediante escrito de 13 de mayo de 2009 se requirió a Vodafone información adicional sobre su propuesta de coste de capital.

Quinto.- Con fecha 2 de junio de 2009 se recibió la información requerida en el escrito de 13 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 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 (...).”



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III. PROPUESTA DE VODAFONE PARA LA TASA MEDIA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN SU CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009

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 enero de 2009 a 31 de marzo de 2010 del 13,25%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por VODAFONE para un coste de capital después de impuestos del 9,59% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 27,62%.

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 2 de marzo se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por VODAFONE y comparativa con aprobada 2008

	PROPUESTA Ejercicio 2009	APROBADA CMT Ejercicio 2008
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,34%
Prima por riesgo del mercado	6,87%	7,09%
Beta de las acciones	0,78	0,59
Coste de los fondos propios	9,654%	8,54%
Prima por riesgo de la deuda	0,5%	0,24%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,794%	4,58%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,36%	3,21%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99%	97,97%
Ratio de deuda sobre valor total	1%	2,03%
WACC después de impuestos	9,59%	8,43%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	27,62%	29,49%
WACC antes de impuestos	13,25%	11,95%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

VODAFONE considera como activo sin riesgo la media ponderada de los importes de los tipos de interés medios resultantes de las tres subastas anteriores al cierre del año natural, 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 2009 en un 4,29%.

III.3. Prima por riesgo del mercado

VODAFONE ha cuantificado la prima de riesgo del mercado en un 6,87%, de acuerdo con la Resolución del 2 de abril de 2009 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U.

III.4. Beta de VODAFONE

VODAFONE estima el valor de su parámetro beta en 0,78. Este valor se obtiene a partir de la muestra de empresas comparables establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

La muestra tomada por VODAFONE incluye las siguientes empresas:

Tabla 2. Comparables propuestas y betas

Empresa	Beta
MOBISTAR SA	0,554
VODAFONE GROUP PLC	0,885
TELIA SONERA AB	0,797
TELENOR ASA	0,691
MÓBILE TELESYSTEMS OJSC	0,974
PROMEDIO	0,7802

En la propuesta no se recoge la naturaleza de la Beta (apalancada o desapalancada), el plazo de su cálculo ni su frecuencia. Solamente consta en la propuesta que los valores se obtienen de Bloomberg.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 9,56%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 5,26%.

III.6. 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 (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2009 es un 0,01.

Para justificar este importe del ratio de apalancamiento la operadora se basa en que el importe de la deuda es insignificante dentro del total de la estructura financiera.

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

VODAFONE señala que el *spread* de la deuda de VODAFONE no es significativo ya que el nivel de deuda es mínimo. Sin embargo, estima que dicho *spread* es del 0,50 en relación al Euribor, a partir de lo que deduce que el coste nominal de la deuda es de 4,794%. El coste de la deuda neto de efecto impositivo que VODAFONE propone es de un 3,36%.

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por VODAFONE es de 27,62%. 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 marginal.

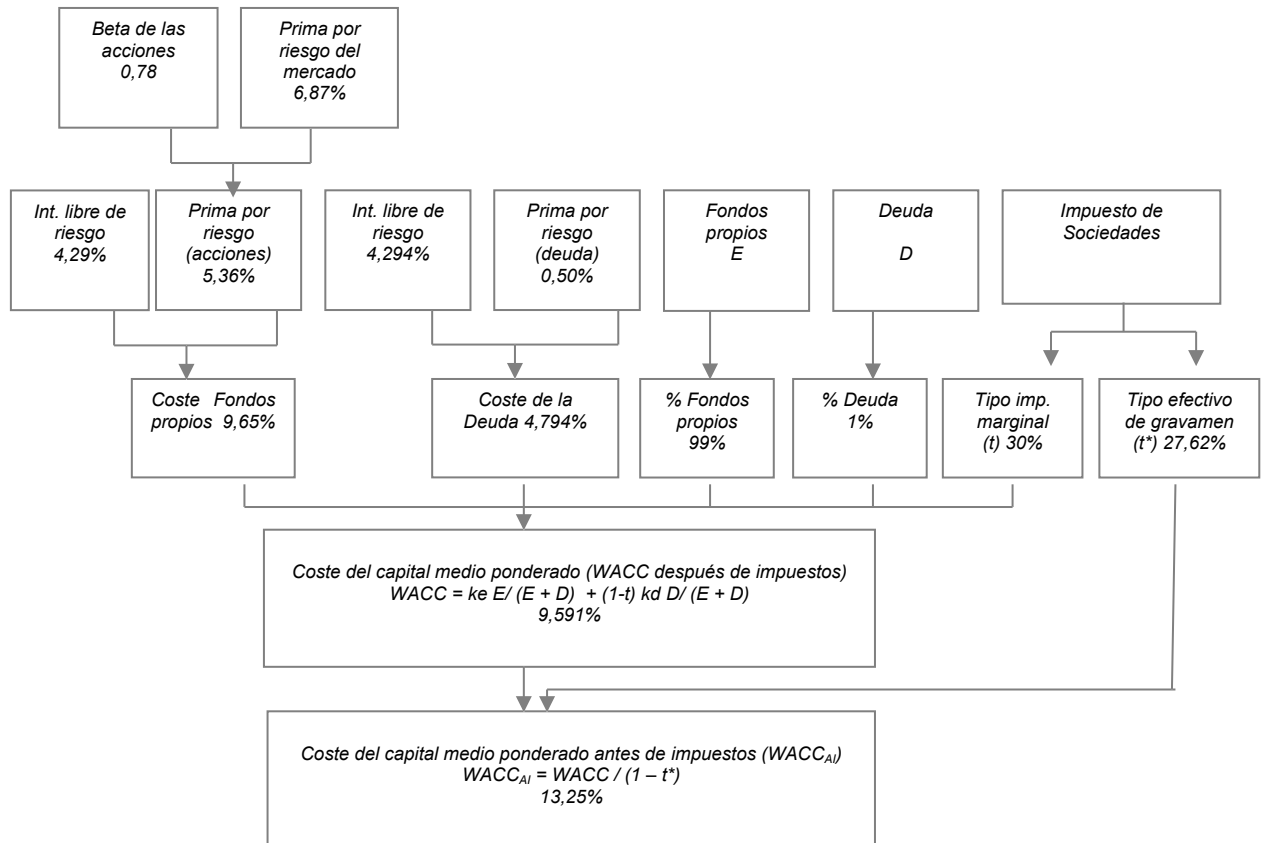
III.9. Resumen de la propuesta

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

Figura 1. Propuesta de VODAFONE para el WACC 2009



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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo. La metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 no contemplaba el efecto del cambio de tipos impositivos nominales, por lo que posteriores Resoluciones de la CMT¹ han abordado el tratamiento y el impacto del cambio de tipos sobre los parámetros 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 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 ponderada² 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 mes de enero del año para el que deba tener vigencia el WACC.

Los tipos de interés medios resultantes de las 3 últimas subastas 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
20/11/2008	3,953	3/6
18/09/2008	4,581	2/6
17/07/2008	4,744	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 4,29%, coincidente con la propuesta de VODAFONE. En consecuencia, esta Comisión valora que el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2009 es de un 4,29%. Esto supone una disminución en 5 puntos básicos con respecto al valor aprobado para el ejercicio 2008.

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.

¹ Véase por todas ellas la Resolución de 18 de marzo de 2008 por la que se aprueba la tasa anual de coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2008.

² 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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores³, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste 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 2 de abril de 2009 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2009 se estableció una prima de riesgo del mercado de 6,87%. Por lo tanto, la CMT considera razonable, a efectos del cálculo del coste de capital del período enero 2009 a marzo de 2010, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,87%.

Esto implica una disminución del 3% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio 2008. Esta disminución se justifica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2008 en que la prima de riesgo es negativa.

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 4:

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

Empresa	Valor de la beta apalancada	Deuda en libros ¹	Capitalización ¹	Tipo impositivo efectivo	Valor de la beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	0,572	3.401,667	30.597,556	26,096%	0,528
MOBISTAR	0,431	6,103	3.998,140	32,246%	0,431
TELENOR ASA	0,702	30.189,000	218.015,625	10,856%	0,625
TELIASONERA AB	0,767	23.664,000	271.672,661	19,615%	0,717
VODAFONE GROUP PLC	0,984	26.209,000	80.169,461	24,942%	0,790
PROMEDIO	0,691				0,618

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

Fuente: Standard&Poors. Regresión de cotizaciones diarias de los ejercicios 2006 y 2007.

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

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

Se ha comprobado que ninguno de los valores obtenidos para la beta apalancada o desapalancada son extremos estadísticos.

Aplicando a la Beta desapalancada del sector (0,62) la fórmula referenciada en la sección V.3 de la Resolución del 21 de diciembre de 2006 y reproducida a pie de página⁴, un ratio de apalancamiento financiero de 0,02 para VODAFONE (según se justifican en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de VODAFONE del 27,62%(sección V.2), se obtiene un valor de la Beta de VODAFONE, para el período enero de 2009 a marzo de 2010, de un 0,63.

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 8,62%, superior en 12 puntos básicos respecto al aprobado en el ejercicio 2008 y supone cuantificar la prima de riesgo de los fondos propios de VODAFONE en el ejercicio 2009 en un 4,33%.

IV.5. Estructura financiera

Como se ha indicado previamente, VODAFONE estima que su deuda tiene un peso insignificante dentro del total de su estructura financiera. En consecuencia propone un ratio de apalancamiento de 0,01.

La CMT ha verificado dicha relación a partir de relacionar el valor de la deuda con el valor de mercado de los fondos propios. El valor de la deuda se ha obtenido a partir de la información financiera de VODAFONE, siendo su detalle el siguiente:

**[CONFIDENCIAL
FIN CONFIDENCIAL]**

Para la valoración de los fondos propios se ha partido del valor de la empresa, obtenido a partir de informes de analistas financieros que valoran el negocio de Vodafone Group a través del método de la suma de partes. Los informes obtenidos y las valoraciones del negocio que se derivan son las siguientes:

⁴ 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 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

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 13.229 millones de euros.

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

- 1) Un 98,00% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 2,00% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 0,02.

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

La propuesta presentada por VODAFONE recoge un diferencial de un 0,5% respecto a Euribor. Sin embargo, a la hora de calcular el coste financiero la propuesta suma el diferencial al tipo de interés libre de riesgo.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 en la que se establece la metodología del cálculo del coste del capital se señala:

“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).”

Si observamos la evolución de los CDS durante la última semana de 2008 y primera de 2009 vemos que para la deuda de Vodafone Group se aplicaba una prima de riesgo por insolvencia de un promedio de 176 puntos básicos, lo que nos da idea de que difícilmente puede hablarse de un diferencial de 50 puntos básicos, sino que el diferencial real debe ser superior.

De acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 las emisiones de la sociedad matriz se consideran referencia para el



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

coste financiero de sus filiales. A partir del requerimiento de información y de la información financiera pública se han obtenido las últimas emisiones de bonos corporativos en euros de Vodafone Group que se detallan a continuación:

[CONFIDENCIAL FIN CONFIDENCIAL]

En consecuencia esta Comisión considera que el coste financiero de VODAFONE debe cifrarse en 6,07%, deduciéndose una prima de riesgo de la deuda del 1,78, lo que supone un aumento en 154 puntos básicos respecto a la aprobada para el ejercicio anterior (0,24) y que es reflejo principalmente de la subida de la prima de riesgo (*default risk*).

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2009 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de VODAFONE, para el ejercicio 2009, es un 4,25%.

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 metodología para la corrección quedó acreditada en varias resoluciones a las que se ha hecho referencia previamente⁵. Consiste en aproximar el tipo efectivo, a partir del tipo marginal corregido por el importe de la diferencia promedio entre los tipos impositivos medios y marginales del operador para los últimos tres años anteriores.

Tipo efectivo medio del ejercicio 2009=

=Tipo marginal 30%- estimación del diferencial medio entre el marginal y el tipo medio.

Tras calcular el tipo impositivo efectivo del 2008 **[CONFIDENCIAL]** y revisar los tipos efectivos de ejercicios anteriores (2006 y 2007), se comprueba que la propuesta de tipo impositivo efectivo de VODAFONE para el ejercicio 2009

⁵ Véase al comienzo del apartado IV.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

respetar la metodología aprobada por la CMT. Por lo tanto, se considera como referencia para el cálculo del coste de capital del ejercicio 2009 el tipo impositivo efectivo propuesto del 27,62%.

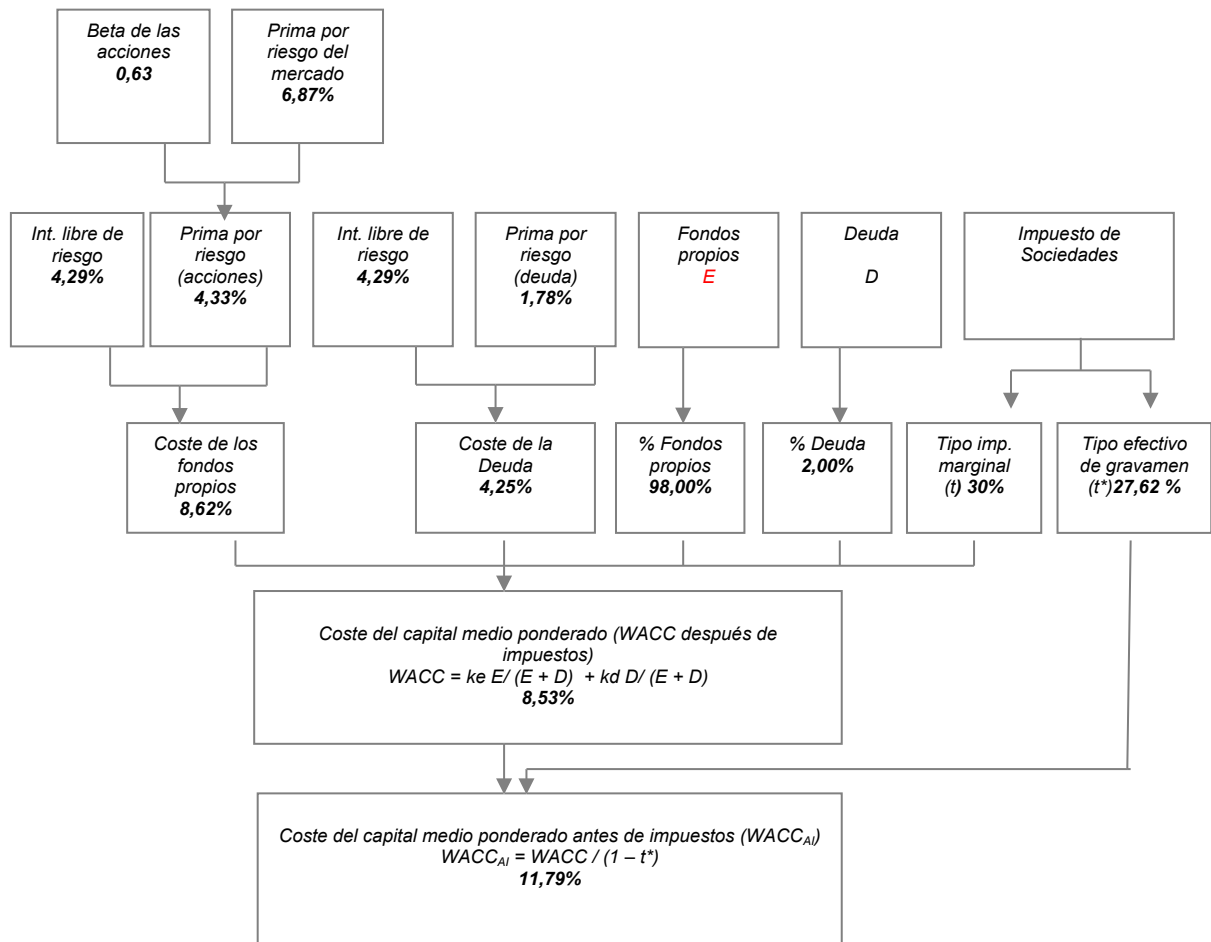
IV.8 WACC antes y después de impuestos

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 2009 en un 8,53%, un 1,18% superior al aprobado para el ejercicio 2008 (8,43%) y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el ejercicio 2009 en un 11,79%, presentando este último valor una disminución de un 1,34% respecto al aprobado para el ejercicio 2008 (11,95%).

IV.9 Resumen de la valoración

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

Figura 2. Valoración de la propuesta de WACC 2008 para VODAFONE





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. CONSIDERACIONES FINALES SOBRE EL COSTE DEL CAPITAL

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 enero 2009-marzo 2009 y abril 2009 a marzo 2010, 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.

Tabla 8. Tasa de retorno propuesta por VODAFONE y valoración de los Servicios de la CMT

PARÁMETROS	Propuesta VODAFONE	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,29%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,87%	6,87%
Beta de las acciones	0,78	0,63
Coste de los fondos propios	9,65%	8,62%
Prima por riesgo de la deuda	0,5%	1,78%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,79%	6,07%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,36%	4,25%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99%	98,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1%	2,00%
WACC después de impuestos	9,59%	8,53%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	27,62%	27,62%
WACC antes de impuestos	13,25%	11,79%

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	2003 ¹	2004 ²	2005 ³	2006 ⁴	2006 ⁵	2007 ⁶	2008	2009
Periodo	Abril02-marzo03	Abril03-marzo04	Abril04-marzo06	Abril05-marzo06	Abril06-diciembre 06	Enero07-diciembre 07	Enero08-diciembre 08	Enero 09-marzo09 Abril 09-marzo 01
WACC después de impuestos	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%	7,44%	7,64%	8,43%	8,53%
WACC antes de impuestos	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%	11,47%	11,22%	11,95%	11,79%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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.

VI. SOBRE EL CAMBIO DE EJERCICIO CONTABLE

Además de su propuesta de tasa anual a aplicar en el cómputo de los costes de capital, VODAFONE presentó también el 6 de mayo una comunicación de modificación del ejercicio social (cierre cada 31 de marzo). Con independencia de los efectos mercantiles y sobre la contabilidad financiera que pueda tener el cambio de ejercicio social, esta Comisión considera que el cambio de ejercicio social no puede ser un impedimento a la comparabilidad de la contabilidad de costes y a su revisión. En este sentido la CMT considera que antes del 31 de julio de 2009 Vodafone deberá presentar su Sistema de Contabilidad de Costes referido al período 1 de enero 2008 a 31 de diciembre de 2008, y antes del 31 de julio del 2010 deberá presentar su SCC referido al período 1 de enero 2009 a 31 de marzo de 2010, ambos debidamente auditados. Este último SCC, a efectos asegurar la comparabilidad, deberá presentarse, además, agrupando los ingresos, costes y resultados de la siguiente forma:

- SCC con los resultados verificados del período 1 de enero 2009 a 31 de diciembre de 2009.
- SCC con los resultados verificados del período 1 de abril a 31 de marzo de 2010.

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

RESUELVE

Primero.- 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 los períodos enero 2009 a marzo 2009 y abril 2009 a marzo 2010, del 11,79%, 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.

Segundo.- Vodafone España, S.A.U. deberá presentar los resultados del período 1 de enero 2009 a 31 de marzo de 2010 antes del 31 de julio del 2010



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

mostrando los ingresos, costes y resultados agrupados en dos intervalos: período 1 de enero 2009 a 31 de diciembre de 2009 y período 1 de abril de 2009 a 31 de marzo de 2010.

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.