



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JAIME ALMENAR BELENGUER, 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° 26/07 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 19 de julio de 2007, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE VODAFONE ESPAÑA, S.A., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007.

(Expediente AEM 2007/699)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

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

Segundo.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, CMT) aprobó una Resolución en la que se revisaba el método de estimación del coste de capital de los operadores declarados dominantes¹.

¹Resolución sobre la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tercero.- Con fecha 23 de enero de 2007 Vodafone España, S.A. (en adelante, Vodafone) comunicó a esta Comisión el cambio de su ejercicio social.

- Hasta ese momento su ejercicio venía desarrollándose de 1 de abril de cada año a 31 de marzo del año siguiente.
- A partir de ese momento, se desarrollará de 1 de enero de cada año a 31 de diciembre del mismo año.

Cuarto.- Con fecha 6 de junio de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito presentado por Don Pedro José Peña Jiménez, en nombre y representación de Vodafone por el que se solicita a la CMT que tenga por presentada su propuesta y justificación de la tasa anual de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2007. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Vodafone solicitando a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2007.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Vodafone para el año 2007.

De acuerdo a la solicitud presentada por Vodafone, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 6 de Junio de 2007 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2007/699.

Quinto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, el 6 de junio de 2007 la CMT solicitó a Vodafone que presentara la siguiente información:

1. *“Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2006 (1 de abril de 2006 – 31 de diciembre de 2006).*
2. *Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2005-2006 (1 de abril de 2005 – 31 de marzo de 2006).*
3. *Valoración a precios de mercado de los recursos propios, y de la deuda financiera de Vodafone, incluyendo el detalle de la composición de su cartera de deuda y su antigüedad, y el detalle de su coste y periodo de amortización estimados. Esta valoración vendrá acompañada de informes de analistas independientes.*

los operadores declarados dominantes por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (AEM 2006/736)



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

4. *Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que el diferencial a aplicar en concepto de prima por riesgo (spread de la deuda) para el cálculo del coste de la deuda de Vodafone es el 1,0%.*
5. *Para el análisis del cálculo de la prima de riesgo, también se requiere para todas las emisiones aún no vencidas de bonos (bonds, en inglés) de Vodafone Group Plc, Vodafone Finance BV y Vodafone Americas Inc con tipo de interés variable (FRN - floating rate note, en inglés) el valor en euros de la emisión, la fecha de emisión y vencimiento, el indicador de referencia para el tipo de interés variable y su diferencial. Como muestra se puede usar la información contenida en la web: http://www.vodafone.com/start/investor_relations/financial_performance/debt_information.html*
6. *Justificación del valor propuesto para el parámetro beta de las acciones de Vodafone, 1,15. Aportación de las fuentes desde las que se derivó tal valor.*
7. *Justificación del valor propuesto para el tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades. Aportación de los cálculos usados para hallar dicho valor.*
8. *Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2006 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto para dicho ejercicio)."*

Tercero.- Con fecha 28 de Junio de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito y varios anexos a este escrito de Vodafone que respondían al requerimiento de información mencionado en el punto segundo.

II. HABILITACION COMPETENCIAL

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

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos "fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular,



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”.

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

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

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

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

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

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

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

Además,

“Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la Comisión la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 (...).”.

Dicho lo anterior, esta Resolución de la Comisión aprueba la tasa anual de retorno a aplicar por Vodafone para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2007.

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007 REALIZADA POR VODAFONE.

Vodafone propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2007 del 13,38%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Vodafone para el WACC después de impuestos: un 9,06%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: un 32,31%.

III.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por Vodafone es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2007 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 del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

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

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

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por Vodafone.

Parámetro	Valor
Tipo de interés libre de riesgo	3,94%
Prima por riesgo del mercado	4,50%
Beta de las acciones	1,15
Coste de los fondos propios	9,11%
Prima por riesgo de la deuda	1,00%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,94%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,33%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%
WACC después de impuestos	9,06%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,31%
WACC antes de impuestos	13,38%

Tipo de interés libre de riesgo.

Vodafone considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años y estima el tipo de interés libre de riesgo como una media ponderada de las adjudicaciones de las Obligaciones a 10 años resultantes de las tres últimas subastas del Tesoro celebradas en el año 2006. Como resultado, Vodafone estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2007 en un 3,94%.

Prima de riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Vodafone considera adecuado estimar su valor en un 4,50% en base a los últimos análisis realizados por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, siendo ésta la valoración que la CMT ha considerado pertinente aplicar en el cálculo del WACC para los últimos ejercicios.

Beta de Vodafone

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

Vodafone propone un valor de 1,15 como indicador de un promedio de la beta del sector móvil.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Coste de los Fondos Propios.

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, Vodafone cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,11%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,5%.

Prima por riesgo de la deuda.

Vodafone considera que el valor actual del spread de su deuda no es significativo ya que su nivel de deuda en relación al valor de los fondos propios es mínimo. Vodafone propone aplicar un spread teórico valorado en un 1,0% de acuerdo con la valoración establecida por la CMT para el ejercicio anterior.

Coste de la Deuda.

Como resultado de lo expuesto, Vodafone estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 4,94% ($4,94\% = 3,94\% + 1\%$).

Según Vodafone, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,33%. Para efectuar este cálculo Vodafone corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo impositivo nominal del Impuesto de Sociedad para el ejercicio 2007, es decir un 32,5%.

Estructura financiera.

Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 1%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2007 es un 0,01.

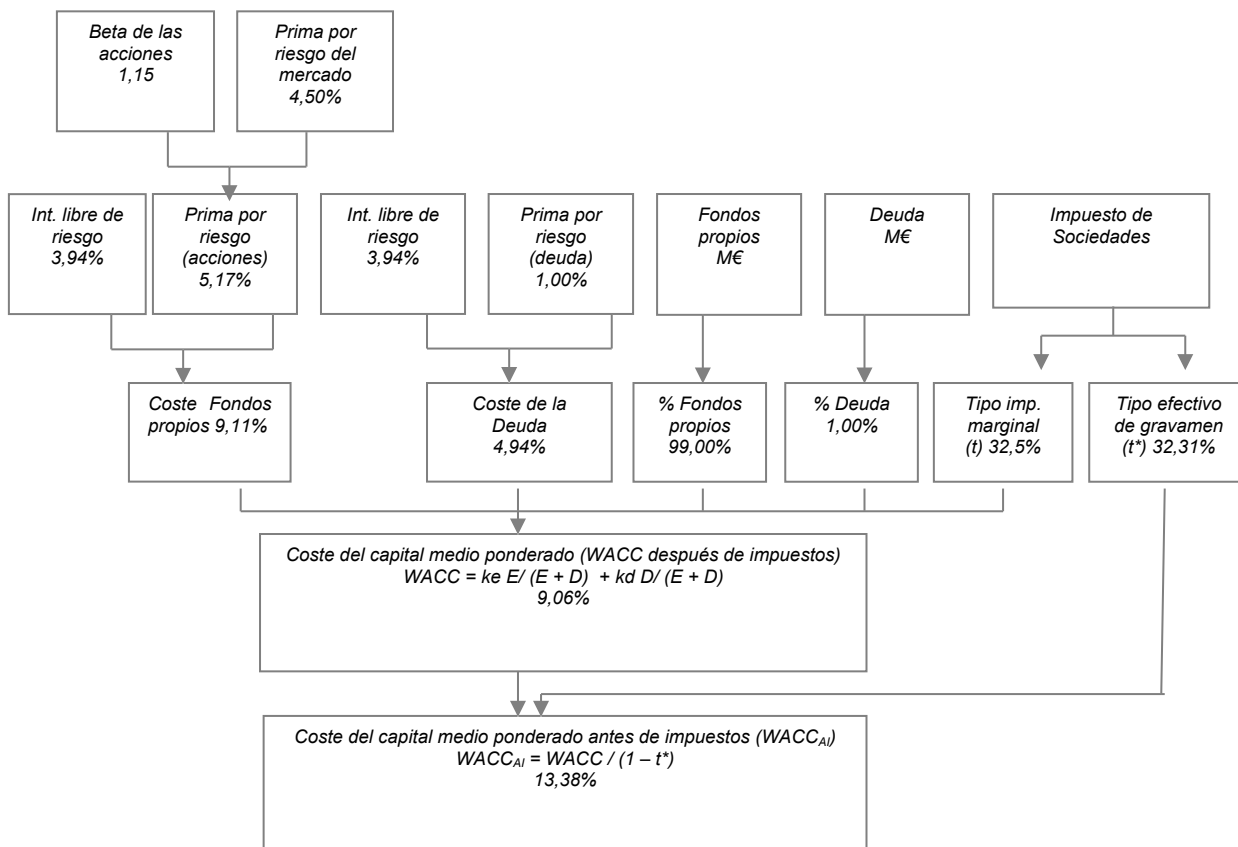
Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En su escrito, Vodafone propone un 32,31%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR VODAFONE.

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

No obstante, debe indicarse que el 28 de Noviembre de 2006 se publicó en el BOE número 285 la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la renta de las personas



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio. Esta Ley modificó el tipo general de gravamen del Impuesto de sociedades, pasando este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y 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 e indirectamente sobre el coste de la deuda así como sobre el WACC antes de impuestos. En la Resolución de 15 de marzo de 2007, relativa a la aprobación del WACC de Telefónica de España de 2007 esta Comisión determina cómo esta incidencia debería reflejarse en el valor del WACC después de impuestos de los operadores declarados dominantes en el ejercicio 2007.

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. WACC después de impuestos.

Tipo de interés libre de riesgo.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que un valor razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de los operadores dominantes en un año natural es la media ponderada² del tipo de interés medio de las tres subastas del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006³, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

Dicho lo anterior, la CMT valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Vodafone en el ejercicio 2007, en un 3,93%, valor aprobado en la Resolución de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de 2007 de Telefónica de España, S.A.U. Este valor se corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de las Obligaciones del Estado del Tesoro Público de 20 de julio de 2006, 18 de mayo de 2006 y 16 de octubre de 2006.

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 mas lejano en el tiempo.

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Prima por riesgo del mercado.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, se especifica que el estimador de este parámetro se obtendrá como una media aritmética de las diferencias entre los rendimientos mensuales del IBEX y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. Tomando los datos mensuales del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años se obtiene un valor de la prima del 6,3%.

Por tanto, tal y como indican las Resoluciones de la CMT de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España S.A.U, y la de 7 de junio de 2007 relativa a la tasa de retorno de Telefónica Móviles de España, S.A.U. se considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,3%.

Beta de las acciones de Vodafone.

Vodafone España estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2007 en un 1,15. Por tanto, Vodafone España propone la aprobación de un valor del parámetro beta inferior en un 14,8% al propuesto por la operadora para el ejercicio 2006, un 1,35, pero a su vez superior al aprobado por la CMT, 0,94.

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

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

En la resolución de la CMT emitida en el ejercicio anterior sobre el cálculo del ROA consideraba que para el cálculo de la beta de Vodafone se debería tomar como referencia la beta de otras operadoras como Telenor, Telia Sonera o Mobistar. En el informe de Bartelco's Cost of Capital de Noviembre 2005 se estima una beta para estas operadoras de 1,33, 1,42 y 0,92 respectivamente. Estas estimaciones coinciden en gran medida con el análisis de T. Johnsen realizado en Octubre 2006 sobre el cálculo del WACC de diferentes operadoras de telecomunicaciones especialmente nórdicas y otras europeas.”

La CMT reconoce la imposibilidad de la estimación directa de la beta de Vodafone España, puesto que sus acciones no cotizan en el mercado de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

valores y no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación.

De acuerdo con la metodología adoptada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, las empresas comparables a un operador móvil PSM en el mercado español son empresas europeas que operan en el mismo mercado, por ejemplo Mobistar, Mobile Telesystems, Telia Sonera y Vodafone u otras similares. Con la información aportada por el operador la CMT no puede comprobar el método de estimación o datos de origen que justifican los valores de las betas de las empresas comparables aportados por éste. En consecuencia la CMT no puede aceptar como referencia el valor de 1,15 propuesto por la operadora.

Adicionalmente, el parámetro beta varía según el tipo de estimación, periodo y frecuencia muestral empleadas. Como consecuencia de esto, la CMT considera necesario homogeneizar las metodologías de estimación de la beta desapalancada media referencia del sector móvil español estimada para un periodo a partir de conjunto de empresas comparables. Este parámetro debe ser común a todos los operadores PSM en España.

Así en la Resolución de 7 de junio de 2007 referente a la aprobación de la tasa anual de retorno de Telefónica Móviles España S.A.U en el ejercicio 2007 se concluyó que el valor de la beta desapalancada promedio de las empresas comparables a un operador PSM en España era un 0,60. La muestra de empresas escogida por la CMT y los datos de origen se resumen en la siguiente tabla:

Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,723	1.341,44	6.243,92	505,6	164,54	32,54%
MOBILE TELESYSTEMS	0,55	2.416,17	11.784,28	1.325,5	348,02	26,26%
MOBISTAR	0,561	2,38	4.239,36	394,8	124,5	31,54%
TELENOR	0,725	4.349,86	14.060,03	1.577,7	432,67	27,42%
TELIA SONERA	0,819	2.849,12	20.433,81	1.813,7	354,34	19,54%
VODAFONE GROUP	1,120	28.980,07	103.940,55	-21.311,1	3.414,82	-16,02%

Fuente: Standard and Poors. Beta calculada mediante una regresión de cotizaciones diarias del 2005 y 2006. Datos contables y de capitalización en millones de euros. Datos contables extraídos de la última contabilidad de cada operador.

De esta muestra se excluyó a Vodafone Group, por presentar esta empresa unas pérdidas sustanciales en el periodo de referencia. Así a partir de los datos de las cinco otras empresas la CMT obtuvo los valores de la beta desapalancada para los mismos⁴ y su media aritmética, un 0,60.

⁴ Tal y como describe la Resolución de 21 de diciembre, la relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una empresa esta descrita por la ecuación:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 3: Valores de la beta desapalancada

Empresa	Valor de la beta desapalancada
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,63
MOBILE TELESYSTEMS	0,48
MOBISTAR	0,56
TELENOR	0,59
TELIA SONERA	0,74
Promedio	0,60

Utilizando la fórmula referenciada en la nota a pie de página número 4 y los datos de apalancamiento financiero de Vodafone (3,78% según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de Vodafone (31,92%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene el valor de la beta de Vodafone: un 0,62.

Dicho lo anterior, la CMT valora la prima de riesgo de Vodafone en un 3,88% y el coste de los fondos propios de Vodafone en un 7,81%, un 3,12% mayor que el coste aprobado en el ejercicio anterior.

Estructura financiera.

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

Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Vodafone España para el ejercicio 2007 es un 1,01%.

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

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

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

A falta de estas valoraciones esta Comisión ha considerado oportuno tomar como referencia las valoraciones de empresas comparables, utilizando la técnica de la valoración por múltiplos sobre el EBITDA.

Tomando como referencia los operadores comparables obtenemos los siguientes múltiplos:

Operador	Analista	Fecha análisis	Estimación 2007 EV/EBITDA	Estimación 2006 EV/EBITDA
COSMOTE	Beta Securities	21/11/2006	9	10,7
	Marfin Analysis	02/07/2007	8,9	8,9
MOBISTAR	Goldman Sachs	03/03/2006	6,2	6,4
	Petercam	30/08/2006	6,5	6,4
	Oddo Securities	27/07/2006	6,6	6,6
	Credit Suisse	16/08/2006	6,4	6,4
TELENOR	UBS	16/01/2007	6,9	7,9
TELIA SONERA	UBS	13/06/2007	7,1	5,7
	UBS	19/04/2007	9,5	9,1
VODAFONE	UBS	29/05/2007	5,4	6,1
MEDIA			7,46	7,57

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes de analistas.

Para Mobile Telesystems no se ha encontrado ningún informe que recoja la valoración por múltiplos para el año 2006 o 2007. Por otro lado, las mismas razones que justificaron la exclusión de Vodafone Group del cálculo de la beta sectorial, justifican ahora la exclusión para el cálculo del valor de mercado. Su incorporación sesgaría artificialmente el valor del multiplicador.

En consecuencia, a partir de los datos anteriores, se considera adecuada una valoración de 7,50 veces el EBITDA.

El EBITDA de Vodafone se ha obtenido a partir de la única referencia disponible a esta fecha, referida a un ejercicio completo, la cuenta de resultados cerrada a 31 de marzo de 2006. El importe del EBITDA ascendería a 2.034.796 miles de euros. En consecuencia resultaría una valoración del negocio Vodafone de 15.260.970 miles de euros.

Para valorar el importe de la deuda se han considerado, de acuerdo con la metodología aprobada el 21 de diciembre de 2006, el importe de la deuda financiera neta a 31 de diciembre de 2006. El valor de la deuda financiera neta a esa fecha de Vodafone, que se deduce de sus cuentas anuales asciende a 555.751 miles de euros, lo que significaría un 3,64% del valor de la empresa.

En consecuencia, la CMT estima que el valor de los fondos propios, obtenidos por diferencia entre el valor de la empresa y la deuda, supone un total de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

14.705.219 miles de euros, resultando su peso sobre el total de la financiación en un 96,36% y un ratio de apalancamiento financiero de un 3,78%.

Prima por riesgo de la deuda.

Vodafone una prima de riesgo de la deuda valorada en 1,0 de acuerdo con la valoración estimada por la CMT en el ejercicio anterior y justifica mantener esta misma prima de riesgo en que el peso de la deuda sobre fondos propios sigue siendo muy reducido. El único dato de coste financiero aportado por Vodafone en su respuesta al requerimiento de información de la CMT es el spread medio de su deuda, que es de **[CONFIDENCIAL puntos]** sobre el euribor.

En efecto, la revisión de la Memoria de Vodafone correspondiente al ejercicio 2005, y de los Balances de Situación al cierre de los ejercicios 2005 y 2006, ponen de manifiesto la escasa relevancia de la deuda financiera sobre la estructura financiera del operador.

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

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

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

Para estimar la prima de riesgo de la deuda de Vodafone esta Comisión ha calculado el interés medio de los bonos emitidos (y no vencidos a fecha de diciembre de 2006) por la cabecera del grupo Vodafone⁵ (5,44%) y le

⁵ En base a los bonos a interés fijo emitidos y no vencidos a fecha de diciembre de 2006 por Vodafone Group Plc, Vodafone Finance BV (previously Mannesmann Finance BV) y Vodafone Americas Inc. (previously AirTouch Communications Inc.) se ha calculado su tipo de interés medio ponderado por su valor de emisión.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

substraído el promedio del tipo de interés del dinero⁶ en el Reino Unido en el año 2006 (4,64%), resultando una prima de riesgo del 0,8%.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste de la deuda de Vodafone en un 4,73%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,93%, y de una prima por riesgo del 0,8%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2007 está establecido en la legislación española en un 32,5%, el coste de la deuda después de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2007 es un 3,19%.

IV.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, Vodafone propone utilizar como dato de origen en su estimación el tipo impositivo efectivo medio de su negocio nacional en el ejercicio 2007.

En su primera entrega de información Vodafone indica a la CMT que el tipo medio estimado es del 32,31% sin detallar su cálculo.

La CMT entiende que la intención de Vodafone al calcular y proponer el tipo impositivo para el ejercicio 2007 es reflejar el cambio de tendencia que resulta de la reducción del tipo impositivo marginal de un 35% a un 32,5%. En la Resolución del 15 de marzo de 2006 relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España para el periodo 2007, la CMT determinó realizar este ajuste del siguiente modo:

“la CMT considera mejor aproximar el tipo efectivo para el ejercicio 2007, considerando las diferencias entre los tipos medios y marginales de los últimos tres años y corrigiendo a posteriori el tipo marginal. Es decir, estimar el tipo efectivo medio del ejercicio 2007 mediante el uso de esta fórmula:

Tipo efectivo medio del ejercicio 2007=

Tipo marginal establecido por ley (32,5%)- estimación del diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo medio del operador.”

⁶ Durante el 2006, el tipo oficial del dinero en el Reino Unido, decidido por el *Bank of England* tuvo los siguientes valores: 4,5% de enero al 2 de agosto; 4,75% del 3 de agosto al 8 de noviembre; y el 5% a partir del 9 de noviembre.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El cálculo del tipo medio impositivo usado por Vodafone no corresponde a lo establecido en la citada Resolución ya que se basa en la previsión de los resultados del ejercicio 2007, en lugar de utilizar los datos reales de los tres ejercicios anteriores.

En consecuencia, y al objeto de mantener la necesaria coherencia en la metodología de estimación del tipo efectivo entre los distintos operadores, la CMT corrige el valor propuesto por Vodafone, incorporando en la estimación las tasas impositivas del operador de los ejercicios 2004 y 2005. La siguiente tabla indica los beneficios de las actividades ordinarias y del impuesto de sociedades del operador para los ejercicios 2004, 2005 y 2006 según se indican en el balance provisional de situación del ejercicio 2006 y el balance definitivo del ejercicio 2005. La tabla proporciona también el cociente entre el impuesto de sociedades y el beneficio de las actividades ordinarias, como aproximación al tipo impositivo efectivo del operador en esos ejercicios.

Tabla 4: Cálculo del tipo impositivo medio

	Abril 2004 – Marzo 2005	Abril 2005 – Marzo 2006	Abril 2006 – Diciembre 2006
Beneficio de las actividades ordinarias (miles de euros)	1.166.728	1.448.868	1.340.992
Impuesto sobre sociedades (miles de euros)	395.667	495.861	470.854
Tipo impositivo efectivo	33,91%	34,22%	35,11%

Restando del tipo marginal vigente en esos ejercicios el tipo impositivo efectivo se obtiene que la diferencia entre ambos fue un 1,08% en el 2004, un 0,78% en el 2005 y un -0,11% en el 2006. La media aritmética de estas diferencias es un 0,58%. Por lo tanto la CMT estima la tasa impositiva efectiva para el ejercicio 2007 en un 31,92%, que resulta de restar 0,58% al tipo vigente en el 2007.

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el WACC después de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2007 en un 7,72% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de Vodafone para el ejercicio 2007 en un 11,34%, presentando este último valor un decremento del 1,16% respecto el aprobado en la Resolución de 22 de junio de 2006, relativo al ejercicio comprendido entre el 1 de abril de 2006 y el 31 de marzo de 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. CONSIDERACIONES FINALES

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que Vodafone deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2007, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución, a la valoración de los capitales invertidos por Vodafone, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

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

Tasa de retorno propuesta por Vodafone y valoración de los Servicios de la CMT.

PARAMETROS	VODAFONE	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,94%	3,93%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%	6,30%
Beta de las acciones	1,15	0,62
Coste de los fondos propios	9,11%	7,81%
Prima por riesgo de la deuda	1,00%	0,80%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,94%	4,73%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,33%	3,19%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%	96,36%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%	3,93%
WACC después de impuestos	9,06%	7,64%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,31%	31,92%
WACC antes de impuestos	13,38%	11,22%

El siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de Vodafone, aprobada por la CMT en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2007, aprobada por esta Resolución.

Tabla III. Comparativa de tasas de retorno

Ejercicios	2002 ¹	2003 ²	2004 ³	2005 ⁴	2006 ⁵	2006 ⁶	2007
Periodo	Abril01-marzo02	Abril02-marzo03	Abril03-marzo04	Abril04-marzo06	Abril05-marzo06	Abril-diciembre	Enero-diciembre
WACC después de impuestos	12,67%	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%	7,44%	7,64%
Tasa de retorno	18,00%	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%	11,47%	11,22%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

¹ Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002. ² Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, que estableció la aplicación para el ejercicio 2003 de la tasa de retorno aprobada para el ejercicio 2002. ³ Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, después de introducir las rectificaciones acordadas por el Consejo de la Comisión. ⁴ Resolución de la Comisión 1 de julio de 2004. ⁵ Resolución de la Comisión 23 de junio de 2005. ⁶ Resolución de la Comisión 22 de junio de 2006.

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

RESUELVE

Primero.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Vodafone España, S.A., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2007, del 11,22%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Segundo.- La tasa de retorno aprobada en esta Resolución deberá ser empleada por la operadora para computar los costes de capital en la contabilidad de costes referida al ejercicio 2007 (comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre).

Tercero.- Declarar confidencial la cifra numérica recogida en el subapartado "Prima de Riesgo" del apartado "IV.1 Wacc después de impuestos" de la presente Resolución.

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 el artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

EL SECRETARIO

Vº Bº
EL PRESIDENTE

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera