



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

D. JAIME VELÁZQUEZ VIOQUE, 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 26/04 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 1 de julio de 2004, 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 2005 (AEM 2004/572)

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 23 de marzo de 2004, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, la Comisión) un escrito de Vodafone España, S.A., (en adelante, Vodafone), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio fiscal 2005 (correspondiente al periodo 1 de abril de 2004 – 31 de marzo de 2005, en adelante ejercicio 2005), conforme a lo establecido en los Principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes de los operadores dominantes (en adelante los principios de contabilidad de costes), aprobados por la Comisión en la Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los documentos siguientes:

- Escrito de Vodafone, en el que se solicita a la Comisión que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta por Vodafone para el ejercicio 2005.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Documento en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta.

De acuerdo a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta presentada por Vodafone, la Comisión procedió el día 23 de marzo de 2004 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM- 2004/572.

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

- Balance de Situación y Cuenta de Perdidas y Ganancias correspondientes a los ejercicios 2003 y 2004.
- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2003 y 2004 (o en su defecto, avance de los resultados de la autoliquidación para el ejercicio 2004).
- Valoración a precios de mercado de los fondos propios, y de la deuda financiera de Vodafone, incluyendo el detalle de la composición de su cartera de deuda y su antigüedad, así como de su coste y periodo de amortización estimados.
- 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*), para el cálculo del coste de la deuda de Vodafone, es el 1,5%.
- Desarrollo de la argumentación, y aportación de documentación en su caso, que conduce a la conclusión de que Vodafone, y mmO2 son operadores comparables, así como justificación de la estimación del valor propuesto para el parámetro beta, 1,6.

Tercero.- Con fecha 28 de mayo de 2004 tuvo entrada en el Registro de la Comisión, un escrito de Vodafone dando cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los documentos siguientes:

- Escrito de Vodafone en respuesta al requerimiento de información practicado.
- Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Vodafone sin auditar a 31 de marzo de 2004, y Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de marzo de 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Copia de la autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2003.
- Copia de la página 20 del informe de 15 de enero de 2004 "Telecommunication Services – Wireless", de la entidad financiera Morgan Stanley, dedicada al operador mmO2.

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 control de precios, y de contabilidad de costes.

Por otra parte, el apartado 3 de la Disposición Transitoria primera de la LGTel establece que los operadores dominantes en los mercados de referencia actualmente existentes, y las obligaciones que tengan impuestas, continuarán en vigor hasta que se determinen nuevos mercados, las empresas con poder significativo, y sus obligaciones. Además, la Disposición Transitoria primera de la LGTel establece que el Reglamento de desarrollo de la Ley 11/1998 en lo relativo a interconexión y acceso a las redes públicas y numeración, aprobado por el Real Decreto 1651/1998, de 24 de julio (en adelante Reglamento de Interconexión), continuará en vigor hasta tanto se aprueben las nuevas normas que desarrollen el título II de la propia LGTel.

Dicho lo anterior, la declaración de Vodafone como operador dominante en el mercado nacional de servicios de telefonía móvil automática, y en el mercado nacional de servicios de interconexión, establecida por la Resolución de la Comisión de 11 de septiembre de 2003, sobre los operadores que a los efectos de lo previsto en la LGTel, tienen la consideración de dominantes, supone que, entre otras obligaciones, Vodafone deba cumplir con las obligaciones establecidas en los apartados 1, 6, y 7 del artículo 9 del Reglamento de Interconexión. Así, en el apartado 6 de dicho artículo 9 se establece que los operadores de redes públicas de telecomunicaciones que tengan la consideración de dominantes, deberán *"atenerse, en la fijación de sus precios de interconexión, a los principios de transparencia y de orientación a costes, en los términos del artículo 13, y a los del sistema de contabilidad de costes a los que se refiere el artículo 14"*.

En este sentido, y de conformidad con el artículo 14 del Reglamento de Interconexión, la Comisión es competente para establecer los criterios y condiciones del sistema de



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

contabilidad de costes al que habrán de ajustarse los operadores que tengan la condición de dominantes en el mercado de referencia, así como comprobar que el sistema presentado por estos operadores se adapte a los criterios por ella definidos. Conforme a estas competencias, la Resolución de la Comisión de 15 de julio de 1999 aprobó los principios de contabilidad de costes, que tenían como destinataria única Telefónica de España, S.A.U.. Estos principios se declararon aplicables a todos los operadores dominantes mediante la Resolución de la Comisión de 27 de julio de 2000.

Pues bien, 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 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 presenta, y valora, la tasa anual de retorno propuesta por Vodafone para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005.

III. CONSIDERACIONES SOBRE LA METODOLOGIA DE DETERMINACION DEL COSTE DEL CAPITAL MEDIO PONDERADO (WACC).

III.1. El coste del capital medio ponderado (WACC).

Los principios de contabilidad de costes establecieron la necesidad de determinar la tasa anual de retorno para aquellos operadores declarados dominantes en alguno de los mercados de referencia, estimada conforme al coste del dinero en el mercado y a



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

la tasa de riesgo empresarial, según el coste del capital medio ponderado, en inglés Weighted Average Cost of Capital (en adelante, WACC). Esta metodología ha sido establecida por la Comisión Europea en su Recomendación 98/322/CE, de 8 de Abril de 1998, sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), y adoptada por la mayoría de los Autoridades Nacionales de Reglamentación (ANR's) de los países de nuestro entorno.

Pues bien, 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:

$$WACC = k_e E / (E + D) + k_d D / (E + D),$$

donde k_e es el coste de los fondos propios, k_d es el coste de la deuda financiera (en adelante, deuda), E es valor total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

El criterio de valoración de los fondos propios y de la deuda establecido por la Comisión en sus Resoluciones sobre las tasas de retorno de los operadores dominantes, conforme a las prácticas financieras habituales, es su valoración a precios de mercado. Además, conforme a lo establecido en la Recomendación 98/322/CE, es conveniente que los valores anteriores sean valores medios durante un periodo, y no valores obtenidos en un momento concreto del tiempo, como por ejemplo el cierre del ejercicio fiscal.

Dicho lo anterior, los ratios $E / (E + D)$ y $D / (E + D)$ expresan respectivamente los pesos medios del valor de mercado de los fondos propios, y de la deuda, sobre el valor de mercado total del operador. A partir de estos ratios puede obtenerse el ratio de apalancamiento a precios de mercado, definido como D/E .

III.2. El coste del capital medio ponderado después de impuestos (WACC después de impuestos), y antes de impuestos (WACC antes de impuestos).

En la expresión anterior, k_e y k_d son valores calculados después de impuestos. En concreto, el coste de la deuda después de impuestos es el resultado de corregir el coste de la deuda antes de impuestos por el efecto de la desgravación fiscal de los gastos financieros en la base imponible del Impuesto de Sociedades.

Por tanto, la expresión anterior proporciona el coste del capital medio ponderado después de impuestos, (WACC después de impuestos o simplemente WACC). Como es lógico, esta no es la tasa de rentabilidad que el operador debe obtener para satisfacer el coste de oportunidad de los fondos invertidos en sus activos, debido a la existencia de obligaciones fiscales sobre los beneficios empresariales.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El WACC antes de impuestos ($WACC_{AI}$) es precisamente la tasa de rentabilidad ajustada al riesgo que la empresa debe obtener para garantizar el coste de oportunidad de los fondos invertidos, y el pago de sus obligaciones fiscales. Las diferencias entre uno y otro WACC dependen del sistema fiscal, y de sus efectos sobre la base imponible del operador en el Impuesto de Sociedades, una vez considerados los ajustes extracontables a los beneficios empresariales, y las bonificaciones y deducciones establecidas por la normativa del impuesto a las que el operador tenga derecho.

La relación entre el WACC antes y después de impuestos se establece en la expresión

$$WACC_{AI} = WACC / (1 - t^*),$$

donde t^* es el tipo efectivo de gravamen esperado para el periodo de regulación del WACC, al que resultará gravado el beneficio de la empresa en el Impuesto de Sociedades. El WACC antes de impuestos resultante de esta corrección es la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes calculados en la contabilidad de costes del operador¹.

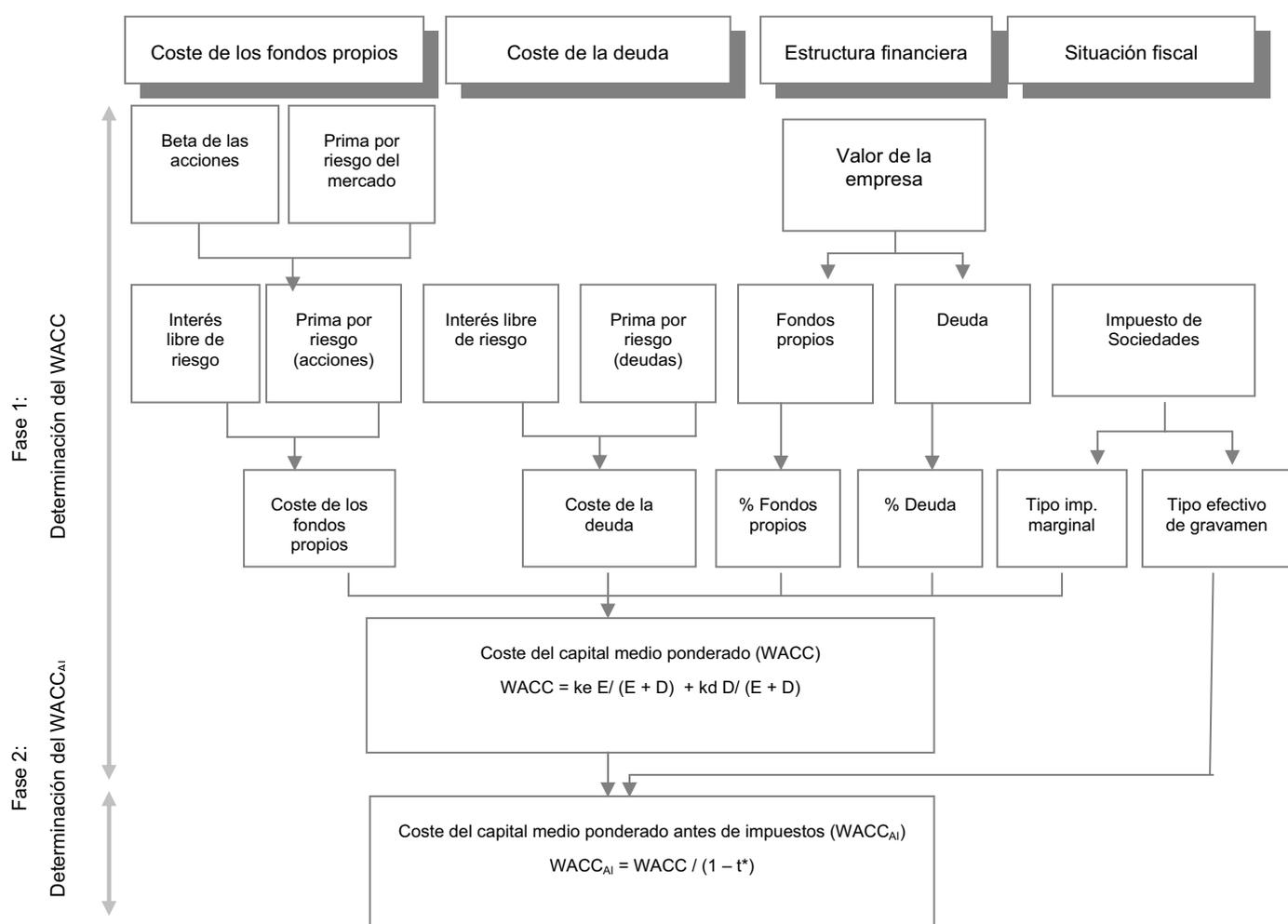
¹ En las Resoluciones aprobadas por la Comisión hasta la fecha se ha denominado ROA a la tasa anual de retorno utilizada para el cómputo de los costes de capital, y determinada como $ROA = WACC / (1 - t^*)$. Por tanto, el concepto de ROA utilizado en las Resoluciones de la Comisión es precisamente el WACC antes de impuestos que se acaba de definir.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Procedimiento de cálculo del WACC.

La figura siguiente ilustra un procedimiento típico de cálculo del WACC, que utiliza el Capital Asset Pricing Model (CAPM) para la determinación del coste de los fondos propios.





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Este procedimiento típico de cálculo de WACC, conforme a los principios de cálculo presentados en el apartado anterior, consta de dos fases:

- Determinación del WACC después de impuestos, a partir de la estimación individualizada de los componentes que intervienen en su cálculo. Para ello se requiere:
 - Estimación del coste de los fondos propios.
 - Estimación del coste de la deuda.
 - Estimación del valor de la empresa a precios de mercado, y determinación de su estructura financiera.
 - Cálculo del WACC.

- Determinación del WACC antes de impuestos, como resultado de ajustar el WACC obtenido en la fase anterior con el tipo efectivo esperado de gravamen del operador. Para ello se requiere:
 - Estimación del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el periodo de regulación del WACC.
 - Cálculo del WACC antes de impuestos.

III.2.1. Coste de los fondos propios.

La Comisión estima el coste de los fondos propios utilizando el Capital Asset Pricing Model (CAPM).

En el CAPM, el coste de los fondos propios es el resultado de tres factores, el tipo de interés libre de riesgo, la prima por riesgo del mercado bursátil, y el parámetro beta del operador. El tipo de interés libre de riesgo es la rentabilidad proporcionada por los activos "seguros". La prima por riesgo del mercado bursátil (en adelante, prima de riesgo del mercado), es el exceso de rentabilidad esperada por las inversiones en acciones sobre el tipo de interés libre de riesgo, debida a la inversión en activos de riesgo. El parámetro beta proporciona la medida del riesgo de los fondos propios de la empresa, que proporciona la variabilidad de su rentabilidad respecto a la variabilidad de la rentabilidad del mercado bursátil en general.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como resultado de lo anterior, la expresión que se utilizará en general por la Comisión para estimar el coste de los fondos propios es

$$k_e = R_f + \beta (E[R_m] - R_f),$$

donde

k_e = coste de los fondos propios,

R_f = tipo de interés libre de riesgo,

$E[R_m]$ = rentabilidad esperada del mercado,

β = parámetro beta del operador².

De la expresión anterior se deduce que la prima por riesgo de los fondos propios es $k_e - R_f = \beta (E[R_m] - R_f)$, y se obtiene como resultado del parámetro beta del operador y de la prima por riesgo del mercado, $E[R_m] - R_f$.

III.2.2. Coste de la deuda.

La Comisión determina el coste de la deuda mediante la evaluación del riesgo de crédito del operador. De este modo, el coste de la deuda es el resultado de dos componentes, el tipo de interés libre de riesgo (R_f) y la prima por riesgo de la deuda (ρ). Además, la Comisión considera los beneficios fiscales de la desgravación de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades para el cálculo del WACC.

Como resultado de lo anterior, la expresión utilizada por la Comisión para estimar el coste de la deuda antes de impuestos es

$$k_d' = R_f + \rho,$$

de forma que la prima por riesgo de la deuda antes de impuestos verifica $\rho = k_d' - R_f$.

² La estimación del parámetro beta puede realizarse de forma directa mediante métodos econométricos de regresión, siempre que las acciones del operador coticen en el mercado bursátil.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, el valor del coste de la deuda después de impuestos, que se introduce en el cálculo del WACC, es $k_d = k_d'(1 - t)$, y por tanto

$$k_d = (R_f + \rho) (1 - t),$$

donde t recoge el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades.

IV. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE VODAFONE EN EL EJERCICIO 2005 .

Vodafone propone a la Comisión la aprobación de una tasa de retorno a aplicar en el cómputo de los costes de capital del año 2005, o WACC antes de impuestos, del 18,85%.

Se describe a continuación la propuesta de WACC antes de impuestos presentada por Vodafone, así como el valor de cada uno de los parámetros que intervienen en su cálculo.

IV.1. WACC después de impuestos.

El valor del WACC antes de impuestos propuesto por Vodafone es el resultado de las estimaciones de un WACC después de impuestos del 12,26%, y un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 34,93%.

Por otra parte, el WACC después de impuestos propuesto por Vodafone es el resultado de la agregación de sus estimaciones para el ejercicio 2005 del coste del capital propio, del coste de las deudas antes de impuestos, y de los ratios de fondos propios sobre valor total y deuda sobre valor total. Se presentan a continuación los valores de los parámetros propuestos por Vodafone, que se detallan en el cuadro siguiente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tasa de retorno propuesta por Vodafone

Tipo de interés libre de riesgo	4,178%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%
Beta de las acciones	1,6
Coste de los fondos propios	13,78%
Prima por riesgo de la deuda	1,5%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,68%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,69%
Ratio de fondos propios sobre valor total	85,00%
Ratio de deuda sobre valor total	15,00%
WACC después de impuestos	12,26%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,93%
WACC antes de impuestos	18,85%

Tipo de interés libre de riesgo.

Vodafone propone utilizar el tipo de interés de la Deuda Pública a largo plazo como indicador del tipo de interés libre de riesgo. En este sentido, de acuerdo con el tipo medio establecido en febrero de 2004 para las Obligaciones a 10 años, y publicado por el Banco de España, Vodafone propone como tipo de interés libre de riesgo para el ejercicio 2005 un 4,178%.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Vodafone propone utilizar un 6,00%, manifestando que corresponde al valor aprobado en la Sesión nº 22/00 del Consejo de la Comisión, sesión en la que se aprobó la Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000, por la que se estableció la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica de España, S.A.U., durante los ejercicios 1999 y 2000. Además, Vodafone considera que el valor anterior se basa en el informe sobre la prima por riesgo del conjunto de la Bolsa española para el período 1980 – 1997, realizado por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Beta de las acciones de Vodafone.

Respecto a la beta de las acciones, Vodafone, después de recalcar que no es una compañía cotizada en bolsa, y que por tanto su beta no puede estimarse de manera directa, propone utilizar un valor de 1,6. Como se desprende de la documentación aportada, este valor es la estimación del parámetro beta de las acciones del operador de telefonía móvil mmO2, realizada por la entidad financiera Morgan Stanley en su informe del 15 de enero de 2004, *“Telecommunications Services – Wireless”*. Vodafone considera que es adecuado utilizar la estimación del parámetro beta de las acciones de mmO2 como estimación del parámetro beta de sus acciones, puesto que mmO2, al igual de Vodafone, es la segunda operadora de su mercado principal, en este caso el Reino Unido, hecho que según Vodafone es un factor que debe considerarse en la evaluación de sus riesgos respecto de los riesgos del operador dominante.

Estructura financiera.

En lo referente a los ratios de estructura financiera, Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 85,00 %, y un ratio de deuda sobre valor total de 15,00%. Vodafone manifiesta que estos ratios corresponden a la estructura financiera a largo plazo en el sector, conforme al informe de Morgan Stanley anteriormente citado, *“Telecommunications Services – Wireless”*.

Prima por riesgo de la deuda.

Al igual que en el ejercicio 2004, Vodafone cuantifica la prima por riesgo de su deuda sobre el tipo de interés libre de riesgo, en un 1,5% (150 puntos básicos). En este sentido Vodafone manifiesta que esta prima de riesgo corresponde a una estructura financiera compuesta por el 85% de fondos propios y el 15% de deudas. Además, Vodafone considera que no ha ocurrido ningún hecho relevante que justifique la modificación de su estimación, puesto que, según manifiesta en la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información practicado, *“se considera que el riesgo en el sector no ha disminuido y, (...) las emisiones de deuda realizadas por las operadoras de telefonía móvil para la adquisición de licencias y puesta en marcha de la tecnología 3G siguen aún vivas con el consiguiente impacto en el riesgo percibido del sector”*.

Como consecuencia de lo anterior, Vodafone valora el coste de su deuda financiera antes de impuestos en un 5,68%, y estima que, como resultado del efecto de la desgravación fiscal de los gastos financieros en la base imponible del Impuesto de Sociedades con un tipo marginal de gravamen del 35%, su coste de la deuda después de impuestos es un 3,69%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

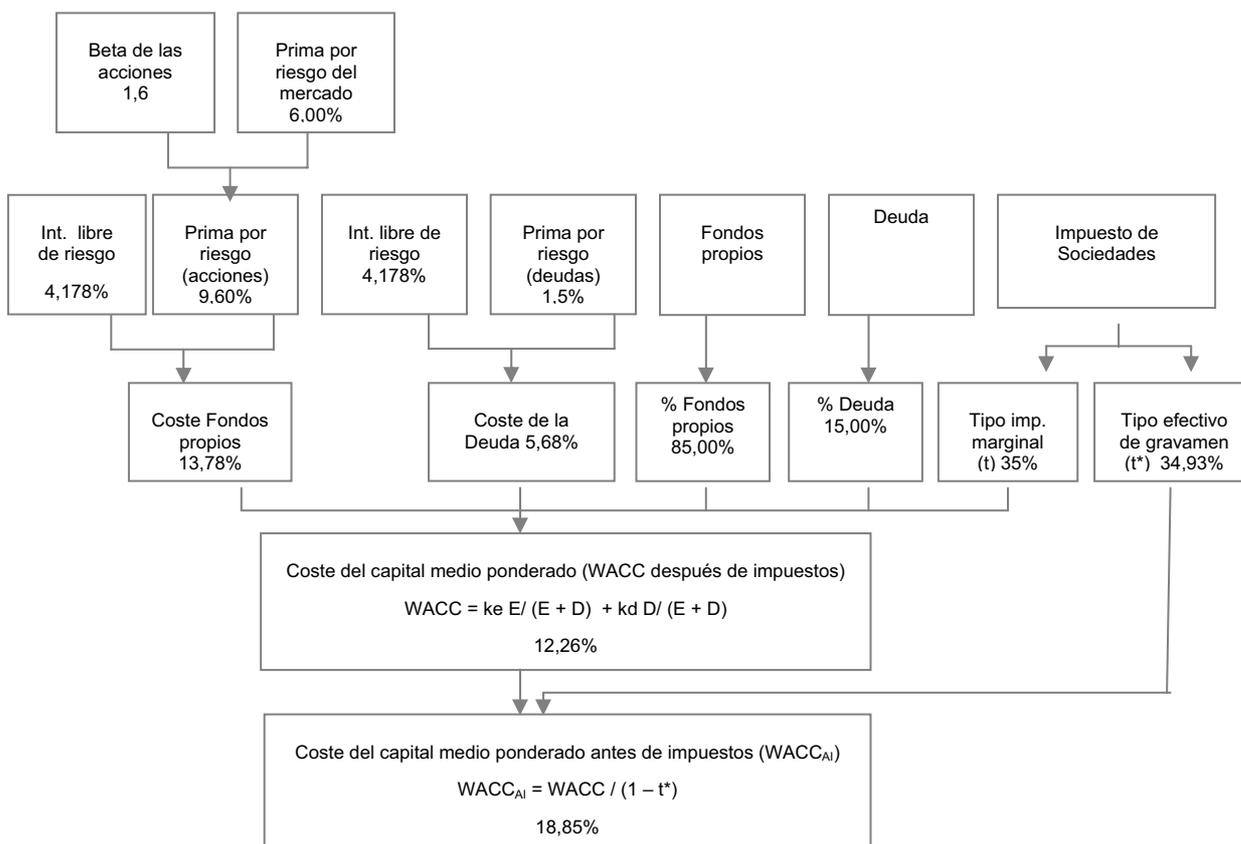
IV.2. WACC antes de impuestos.

El WACC antes de impuestos propuesto por Vodafone resulta del ajuste del WACC después de impuestos, considerando el efecto del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades mediante la expresión

$$WACC_{AI} = WACC / (1 - t^*)$$

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2005, Vodafone propone utilizar un 35%. Vodafone manifiesta que su estimación es el resultado de dividir el Impuesto devengado por el Resultado contable ajustado, y que el Resultado contable ajustado es el resultado del Beneficio antes de impuestos ajustado por las diferencias permanentes. Además, Vodafone manifiesta que realiza los cálculos del tipo medio de gravamen conforme a la Norma de Valoración 16 del Plan General de Contabilidad (PGC), correspondiente al Impuesto de Sociedades, desarrollada por la Resolución de 9 de octubre de 1997 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC).





COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El gráfico anterior presenta el esquema de la propuesta de Vodafone, donde se puede apreciar la metodología utilizada y el valor de cada parámetro.

V. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS PRESENTADOS POR VODAFONE.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Vodafone, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC).

V.1. WACC después de impuestos.

Tipo de interés libre de riesgo.

En lo que respecta al tipo de interés libre de riesgo, los resultados de las subastas de Deuda Pública de la Administración Central durante el año 2003, proporcionados por el Boletín Estadístico del Banco de España en su capítulo dedicado al Mercado Primario de Valores, muestran que los tipos medios ponderados a la emisión de las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años, O-10A, durante los meses de Enero, Marzo, Junio, Julio, Septiembre y Noviembre de 2003, fueron un 4,26%, un 3,85%, un 3,74%, un 4,00%, un 4,39% y un 4,40% respectivamente. Además, el tipo medio ponderado en Febrero de 2004 fue un 4,178%, que redondeado a dos decimales resulta ser un 4,18%.

Esta Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo, para la determinación del WACC de Vodafone en el ejercicio 2004, en un 4,18%, conforme a la evolución del tipo de interés a la emisión de las Obligaciones del Estado a 10 años durante el ejercicio 2003, y a la situación actual de la estructura temporal de tipos de interés en el Mercado Primario de Deuda Pública. Como se ha mencionado, este valor corresponde al tipo medio ponderado al que se adjudicaron, en la subasta celebrada el 19 de febrero de 2004, Obligaciones del Estado a 10 años con última fecha de vencimiento el 30/07/2014.

Prima por riesgo del mercado .

Conforme a lo establecido en la Resolución de la Comisión de 8 de mayo de 2003, por la que se aprobó la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Vodafone durante los ejercicios 2003 y 2004, y como es habitual en los mercados financieros, la prima por riesgo del mercado puede estimarse mediante la diferencia esperada a largo plazo, entre la rentabilidad de la inversión en bolsa, y el tipo de interés libre de riesgo.

Reconociendo la dificultad que entraña la estimación de este parámetro, como pone de manifiesto la horquilla de valores (del 2% al 5,5%) estimada por distintos Bancos de



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Inversión, y por artículos publicados en la revista de la Bolsa de Madrid, esta Comisión considera que un 4,50% es una estimación razonable de su valor esperado para el periodo 1 de abril de 2004 – 31 de marzo de 2005, correspondiente al ejercicio fiscal de Vodafone del año 2005, tal y como se desprende de la evolución de las series históricas del IBEX 35, indicador de la rentabilidad de la inversión en bolsa, y de los resultados de los tipos de interés pactados en las operaciones de compra venta de Deuda Pública.

Beta de las acciones de Vodafone.

Vodafone propone utilizar como estimador de la beta de sus acciones para el ejercicio 2005 un valor de 1,6. Como se desprende de la documentación aportada, este valor corresponde a la valoración de la beta de mmO2 incluida en el informe de Morgan Stanley “*Telecommunications Services – Wireless*”, con fecha de 15 de enero de 2004. No obstante, Vodafone no aporta evidencia adicional que justifique el valor anterior.

La Comisión reconoce las dificultades de estimación de la beta de Vodafone, debidas a que sus acciones no cotizan en el mercado de valores, y por tanto no existen series de precios y rendimientos que sean directamente observables y que permitan la estimación directa del valor del parámetro beta. En este sentido, la beta de Vodafone debe estimarse por un método alternativo.

Dicho lo anterior, la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del parámetro beta de Vodafone mediante la utilización de técnicas habituales en la gestión de carteras de inversión en activos financieros. En este sentido, la Comisión considera adecuado, para la estimación de la beta de Vodafone para la determinación del WACC del ejercicio 2005, la actualización del valor aprobado del parámetro beta de las acciones de Vodafone para el ejercicio 2004, que se había estimado en 1,4, conforme a la situación actual de los mercados financieros y de comunicaciones electrónicas.

En efecto, la reducción observada en el valor del parámetro beta de la sociedad matriz del Grupo Vodafone, Vodafone Group, PLC, y sobre todo, la reducción experimentada por el ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado de Vodafone respecto al valor aprobado por la Comisión para el ejercicio 2004, establecido en un 25%, aconsejan la revisión a la baja del valor estimado del parámetro beta. Por tanto, y como resultado del análisis del riesgo operativo de Vodafone, y de la incorporación posterior del efecto adicional del riesgo financiero, utilizando un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado de 3,00%, la Comisión valora el parámetro beta de Vodafone, para la determinación del WACC correspondiente al ejercicio 2005 en un 1,18.

Se procede así a una actualización del valor del parámetro beta de Vodafone. No obstante, el valor aprobado supone considerar que las operaciones de Vodafone continúan presentando un nivel de riesgo superior al riesgo medio del mercado.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como resultado de lo anterior, esta Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Vodafone en un 5,31%, y el coste de sus fondos propios en un 9,49%.

Estructura financiera.

Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 85,00%, y un ratio de deuda sobre valor total de 15,00%. Vodafone manifiesta que estos valores corresponden a los valores estimados de los ratios de estructura financiera a medio plazo en el sector, conforme al informe de 15 de enero de 2004 *“Telecommunication Services – Wireless”*, firmado por la entidad financiera Morgan Stanley. No obstante, Vodafone no proporciona evidencia adicional sobre la naturaleza de los valores anteriores, ni justifica su adecuación a su propia estructura financiera.

Dicho lo anterior, es conveniente señalar que Vodafone manifiesta en su propuesta que, a cierre del ejercicio, *“el peso de la deuda financiera sobre el valor de mercado de Vodafone España, S.A., es mínimo”*. Además, en la documentación aportada con posterioridad, Vodafone manifiesta que *“el valor de la deuda financiera sobre el valor de mercado de la empresa tiene un peso nulo”*, motivo por el cual considera que el ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa sería un 100%, y el ratio de deuda sobre valor total un 0 %. Sin embargo, la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información practicado no permite la verificación de estos valores. En especial, la documentación aportada no incluye la valoración a precios de mercado de los fondos propios de Vodafone, valoración que resulta necesaria para la determinación adecuada de los ratios de estructura financiera conforme a la metodología de cálculo del WACC.

Dicho lo anterior, y reconociendo las dificultades de estimación del valor de mercado de los fondos propios en empresas no cotizadas, la Comisión considera razonable cuantificar el valor del ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado de Vodafone en un 3,00%. En efecto, conforme a la documentación aportada por Vodafone, el valor de las partidas de acreedores contabilizadas por Vodafone en el Balance de Situación de cierre del ejercicio 2004 (1.223,21 millones de euros), corresponde en su mayor parte a las partidas de acreedores comerciales a corto plazo (461,75 millones de euros), y de otras deudas no comerciales (436,62 millones de euros), con un peso más reducido de las partidas de deudas con entidades de crédito (2,09 millones de euros contabilizados en partidas a corto plazo, que corresponden según la documentación aportada por Vodafone a la parte dispuesta de las líneas de crédito operativas concedidas al operador por distintas entidades bancarias), y de deudas con empresas del grupo y vinculadas (236,13 millones de euros, contabilizados en partidas a corto plazo). Además, los resultados del análisis dinámico de las masas patrimoniales de Vodafone, realizado por los Servicios de la Comisión a partir de la documentación aportada por Vodafone en el seno de los expedientes AE 2002/6715 y AE 2003/293, correspondientes a las Resoluciones de la Comisión sobre la tasa de retorno de Vodafone para el cómputo de los costes de capital en la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

contabilidad de costes de los ejercicios 2000, 2001, 2002, 2003, y 2004³, y de este expediente, permite observar una reducción en el peso medio de las deudas financieras contraídas por el operador durante los últimos ejercicios sobre el importe de su pasivo total, pero sin que dicho peso llegue a presentar un valor nulo. En efecto, esta es la conclusión que se extrae del análisis de la situación patrimonial de Vodafone, aunque el Balance de Situación de cierre del ejercicio 2004, aportado por Vodafone en el seno del expediente, no incluya ningún saldo contabilizado en las partidas de deudas con entidades de crédito a largo plazo, partidas que representaban en el ejercicio 2000 una posición deudora de 366,23 millones de euros, correspondientes según la Nota 15) de la Memoria de Vodafone del ejercicio de enero – marzo de 2001, a un préstamo con vencimiento el 15 de marzo de 2005, suscrito el 30 de julio de 1997 con el BEI (Banco Europeo de Inversiones) y cancelado por Vodafone de manera anticipada el 15 de marzo de 2001, con un importe de 360,61 millones de euros y un tipo de interés medio anual devengado del 5,18%. Esta reducción en el peso medio de las deudas financieras se ha visto acompañada por una modificación en la estructura de los recursos financieros de Vodafone, que ha experimentado un crecimiento en el peso de las deudas a corto plazo contraídas con empresas del grupo y vinculadas, en coherencia con la capacidad del operador de obtener recursos financieros del Grupo Vodafone, grupo internacional de empresas de servicios de telefonía móvil cuya sociedad matriz es Vodafone Group PLC, tal y como consideró la Comisión en la Resolución de 11 de septiembre de 2003 sobre los operadores que a los efectos de lo previsto en la LGTel tienen la consideración de dominantes.

Dicho lo anterior, y de conformidad los criterios definidos en la Recomendación de la Comisión Europea de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), esta Comisión estima la deuda de Vodafone en 238,22 millones de euros. Además, y como resultado de la valoración de la estructura financiera de Vodafone a precios de mercado, realizada por los Servicios de la Comisión mediante técnicas de descuento de flujos de caja en el seno de este expediente, se considera que la estructura financiera de Vodafone, a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2005, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de un 97,09%, un peso de la deuda sobre el valor total de un 2,91%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 3,00%.

Prima por riesgo de la deuda.

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, Vodafone propone utilizar un valor del 1,50% (150 puntos básicos) sobre el tipo de interés libre de riesgo, 4,18%, estimando su coste de la deuda en un 5,68%. Además, Vodafone manifiesta que no ha modificado su estimación de la prima por riesgo de la deuda respecto al ejercicio

³ Resoluciones de la Comisión de 18 de julio de 2002 y 8 de mayo de 2003.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

anterior, puesto que no ha ocurrido ningún hecho relevante que justifique dicha modificación, y puesto que las emisiones de deuda realizadas para la adquisición de licencias 3G continúan vivas con el efecto consiguiente sobre la prima por riesgo de la deuda del sector. Sin embargo, conforme a la Notas 15), 17) y 18) de la Memoria de Vodafone del ejercicio de enero – marzo de 2001, aportada por el operador en el seno del expediente AE 2002/6715, los tipos de interés medios devengados durante dicho ejercicio por las deudas del operador con entidades de crédito, tanto a largo plazo como a corto plazo, y por las disposiciones efectuadas sobre las líneas de crédito concedidas por Vodafone Group PLC, fueron respectivamente un 5,18%, un 5,36%, y un 5,11%. Además, en la documentación aportada por Vodafone en el seno de este expediente, Vodafone cuantifica el tipo de interés medio devengado por la parte dispuesta de las líneas de crédito operativas suscritas con entidades bancarias, durante el ejercicio 2004, en un 2,4%.

Dicho lo anterior, se debe destacar que el coste de la deuda a considerar en la determinación del WACC es un coste de oportunidad, estimado con criterios de mercado, y no un coste histórico, y por lo tanto debe determinarse conforme a la capacidad de financiación de Vodafone y a la situación actual de los mercados financieros. En efecto, como quedó expresado en la Resolución de la Comisión de 15 de junio de 2000, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Telefónica de España, S.A.U., durante los ejercicios 1999 y 2000, *“los recursos con los que se financiarán los nuevos proyectos se conseguirán a sus valores de mercado, los cuales pueden no coincidir con los valores contables”*.

En este sentido, conforme al criterio de pertenencia a grandes grupos empresariales, establecido en las Resoluciones de la Comisión para evaluar la facilidad de acceso a los recursos financieros de los operadores, resulta razonable suponer que el coste de la deuda de Vodafone está influido por la capacidad del Grupo Vodafone de acceder a fuentes de financiación, y por tanto, por el coste de la deuda de su sociedad matriz, Vodafone Group PLC. En efecto, atendiendo a la Nota 18 de la Memoria de Vodafone correspondiente al ejercicio 2001, depositada en la Comisión, *“el Grupo Vodafone, en su condición de accionista mayoritario de la Sociedad, tiene la intención de otorgar a la misma todo el apoyo financiero necesario para garantizar la continuidad de las operaciones”*.

Además, se debe destacar que el coste de financiación del Grupo Vodafone está influido por las calificaciones crediticias de su deuda a largo plazo realizadas por las agencias de *rating*. En este sentido, la revisión de la información financiera presentada en el Folleto Informativo Continuo de Telefónica, S.A., inscrito en el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), presenta evidencia sobre la estabilidad del *rating* crediticio concedido por las agencias de calificación crediticia Moody's y Standard & Poor's al Grupo Vodafone. La información presentada en el folleto continuado permite afirmar que el Grupo Vodafone no se ha visto afectado por la migración de las calificaciones crediticias del sector, ocurridas principalmente durante los años 1999 – 2002, y ha mantenido calificaciones asociados a una fuerte capacidad de cumplimiento de sus obligaciones financieras.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por otra parte, los resultados de la evaluación del ratio de cobertura de deuda de Vodafone, resultado de la división de su Beneficio de explotación entre sus gastos financieros, y que es un indicador de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, y de su capacidad de lograr acceso a fuentes de financiación en condiciones favorables, tal y como se recoge en la regulación sectorial⁴, proporcionaron los valores de 229,31 veces en el 2004, 37,87 veces en el ejercicio 2003, y un valor medio para el periodo 2003-2004 de 67,73 veces. Estos valores confirman que el coste del endeudamiento de Vodafone tiene un valor mínimo respecto a la capacidad de generación de fondos de sus operaciones ordinarias, e indican que Vodafone posee una fuerte capacidad de cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Dicho lo anterior, la Comisión cuantifica el coste de la deuda antes de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2005 en un 5,00%. Como resultado, la Comisión valora la prima por riesgo de la deuda de Vodafone, sobre el tipo de interés libre de riesgo, en un 0,82% (82 puntos básicos). Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%, el coste de la deuda después de impuestos de Vodafone, para la determinación del WACC del ejercicio 2005, se estima por tanto en un 3,25%.

V.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, Vodafone propone utilizar un 34,93%, es decir, aproximadamente el tipo general de gravamen aplicable a los sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (tipo marginal general del impuesto). Como se desprende de la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información practicado, este valor corresponde a la estimación del tipo efectivo de gravamen de Vodafone para el ejercicio 2004, y se obtiene como resultado de dividir el importe estimado del gasto correspondiente al Impuesto de Sociedades, entre la estimación de la Base imponible gravada por el impuesto. El tipo impositivo anterior corresponde a un tipo efectivo de gravamen del 35,58%, aplicable sobre el Beneficio antes de impuestos aportado por Vodafone para el ejercicio 2004.

En opinión de la Comisión, la revisión de la documentación aportada por Vodafone muestra evidencia de que los cálculos presentados para la determinación del tipo efectivo de gravamen en el ejercicio 2004 se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) de 9 de Octubre de 1997.

⁴ Resoluciones de 4 de octubre de 2001, 5 de septiembre de 2002, y de 11 de septiembre de 2003, en relación de los operadores que, a efectos de lo previsto en la LGTel tienen la consideración de dominantes, en los mercados nacionales de servicios de telefonía fija, servicios de alquiler de circuitos, servicios de telefonía móvil y servicios de interconexión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Sin embargo, la documentación aportada no permite la verificación individual de las partidas que se incluyen en los ajustes extracontables de los cálculos para la determinación de la Base imponible del Impuesto de Sociedades, y del impuesto devengado del operador. En especial, no ha sido posible verificar la exactitud del importe de la partida de "*Diferencias permanentes*", único ajuste extracontable presentado por Vodafone para el ejercicio 2004. Además, de la revisión de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del ejercicio 2003, aportada por Vodafone en el seno del expediente, se desprende que el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades al que estuvo sujeto el operador durante el ejercicio 2003 fué un 34,04%.

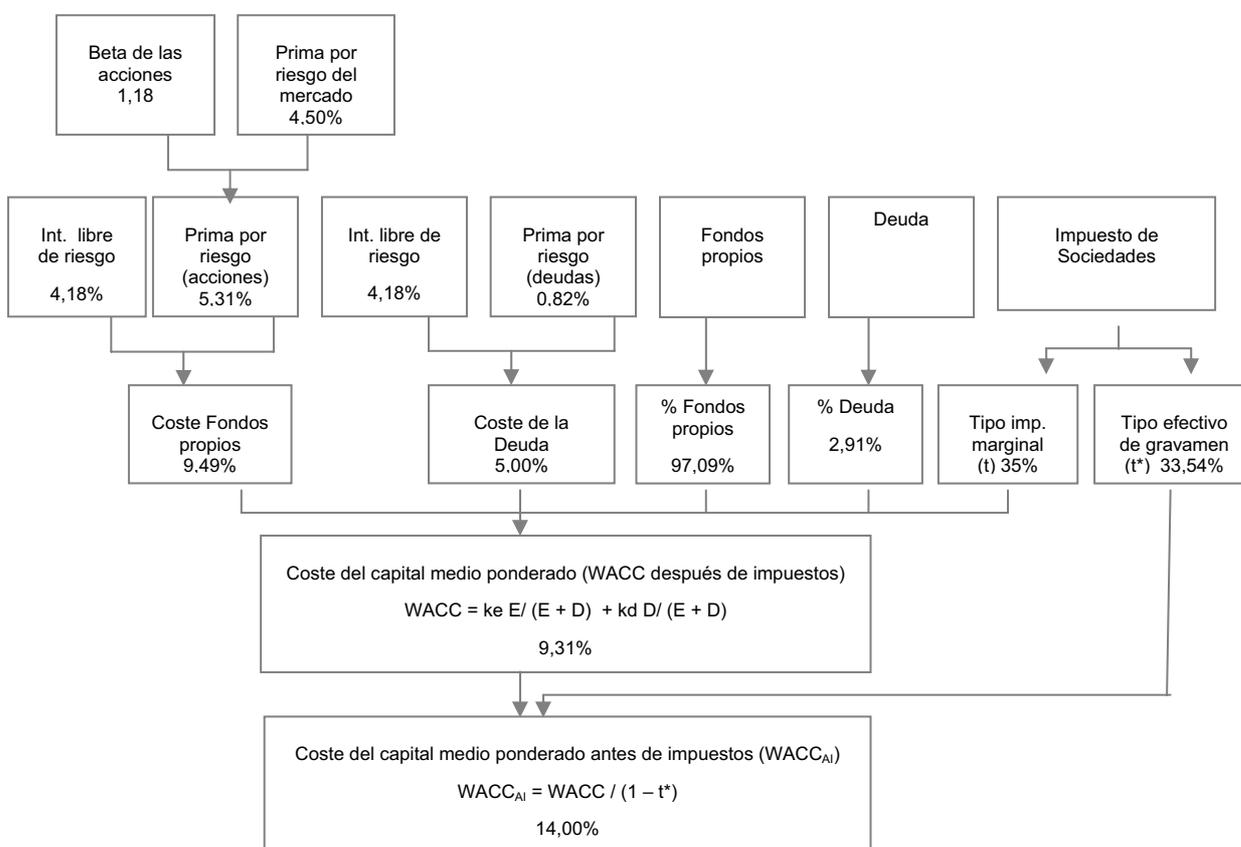
Dicho lo anterior, la Comisión estima conveniente utilizar el tipo efectivo de gravamen calculado por Vodafone para el ejercicio 2004, en la estimación del tipo efectivo de gravamen del ejercicio 2005. De este modo, la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del tipo efectivo de gravamen de Vodafone, para la determinación del WACC del ejercicio 2005, utilizando la media de los tipos efectivos de gravamen aportados por Vodafone para los ejercicios 2004 y 2003, un 35,58% y un 34,04% respectivamente, y el tipo efectivo de gravamen aprobado por la Comisión para el ejercicio 2002, un 31,00%. La Comisión considera que este procedimiento permite incorporar información relevante para determinar el coste fiscal de Vodafone en el Impuesto de Sociedades, que no estaba disponible en el momento en que se determinó el WACC de Vodafone para los ejercicios 2003 y 2004.

Por tanto, la Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen de Vodafone, para la determinación del WACC del ejercicio 2005, en un 33,54%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El gráfico siguiente presenta el resultado de la valoración de la propuesta de Vodafone realizada por la Comisión, incluyendo el valor de cada parámetro implicado en la determinación del WACC.



En resumen, y como resultado de la valoración de los parámetros anteriores, la Comisión estima que Vodafone presentará durante el ejercicio 2005 un coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) de 9,31% y un tipo efectivo de gravamen del 33,54%.

Por tanto, se estima la tasa anual de retorno, a aplicar por Vodafone para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005 (WACC antes de impuestos), en un 14,00%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

El cuadro siguiente muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de Vodafone, y de su valoración por la Comisión.

Tasa de retorno propuesta y valoración de los Servicios de la CMT

PARAMETROS	VODAFONE	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,178%	4,18%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%	4,50%
Beta de las acciones	1,6	1,18
Coste de los fondos propios	13,78%	9,49%
Prima por riesgo de la deuda	1,5%	0,82%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,68%	5,00%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,69%	3,25%
Ratio de fondos propios sobre valor total	85,00%	97,09%
Ratio de deuda sobre valor total	15,00%	2,91%
WACC después de impuestos	12,26%	9,31%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,93%	33,54%
WACC antes de impuestos	18,85%	14,00%

Como puede verse en el cuadro, la Comisión considera adecuado aceptar el valor propuesto por Vodafone para el tipo de interés libre de riesgo, y conveniente modificar todos los restantes por las razones expuestas.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por último, en el siguiente cuadro se muestra la evolución de la tasa de retorno de Vodafone aprobada por la Comisión en sus resoluciones, así como la tasa de retorno para el ejercicio 2005 aprobada por esta Resolución.

EJERCICIOS	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²	2004 ³	2005
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	13,05%	12,60%	12,67%	12,67%	9,36%	9,31%
TASA DE RETORNO	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	14,18%	14,00%

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.

En atención a lo expuesto, esta Comisión

RESUELVE

Único.- 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 2005, del 14,00%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora. La tasa de retorno reseñada se aplicará de acuerdo con el Sistema de Contabilidad de Costes que esta Comisión aprobó en su resolución del 15 de junio de 2000.

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 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Velázquez Vioque

Carlos Bustelo García del Real