



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

DÑA. ALEJANDRA DE ITURRIAGA GANDINI, por vacante del Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (art. 7.2 de la O.M. de 9 de abril de 1997, B.O.E. de 11 de abril de 1997), 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 23/05 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 23 de junio de 2005, 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 2006 (AEM 2005/488)

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 31 de marzo de 2005, 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 2006 (correspondiente al periodo 1 de abril de 2005 – 31 de marzo de 2006), 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 mediante Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los siguientes documentos:



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de Vodafone por el que se solicita a la Comisión que tenga por cumplimentada la obligación de Vodafone consistente en presentar, antes del comienzo del ejercicio, la tasa de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital del ejercicio 2006, y dicte Resolución aprobando la tasa propuesta.
- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Vodafone.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de Vodafone, la Comisión procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM – 2005/488.

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:

- Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2005 (1 de abril de 2004 – 31 de marzo de 2005).
- 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.
- 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 1,5%.
- Justificación del valor propuesto para el parámetro beta de las acciones de Vodafone, 1,2.
- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2005 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto para dicho ejercicio).



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tercero.- Con fecha 14 de junio de 2005 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, incluyendo los siguientes puntos: (1) 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; (2) 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 1,5%; (3) justificación del valor propuesto para el parámetro beta de las acciones de Vodafone, 1,2; (4) autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2005 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto para dicho ejercicio).
- Anexo al citado escrito, incluyendo el informe de gestión y las cuentas anuales no auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2005 (1 de abril de 2004 – 31 de marzo de 2005).

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.

Conforme al párrafo primero del apartado 3 de la Disposición transitoria primera de la LGTel, y a la Disposición transitoria primera del Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por el Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, los operadores dominantes en los mercados de referencia actualmente existentes, y las obligaciones que tienen impuestas, continuarán en vigor hasta que se



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

determinen los nuevos mercados de referencia y los operadores con poder significativo en dichos mercados, así como sus obligaciones.

Dicho lo anterior, la declaración de Vodafone como operador dominante en los mercados nacionales de servicios de telefonía móvil automática y de servicios de interconexión, establecida por la Resolución de la Comisión de 11 de septiembre de 2003 sobre los operadores que tienen la consideración de dominantes, supone que, entre otras obligaciones, Vodafone deba cumplir con las obligaciones en materia de contabilidad de costes establecidas en la normativa sectorial vigente.

Pues bien, conforme a las competencias de la Comisión en materia de contabilidad de costes, la Resolución de la Comisión de 15 de julio de 1999 aprobó los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes al que habrán de ajustarse los operadores que tengan la condición de dominantes en los mercados de referencia, que tenía como destinataria única Telefónica de España, S.A.U, y que se declararon aplicables posteriormente a todos los operadores dominantes mediante Resolución de la Comisión de 27 de julio de 2000. Además, de conformidad con lo establecido en los principios de contabilidad de costes, la Comisión aprobó el Sistema de Contabilidad de Costes de Vodafone mediante Resolución de 16 de mayo de 2002¹.

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.”

Por otra parte se señala,

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

¹ Resolución de la Comisión recaída sobre el Expediente 2001/3989, que aprobó la propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de Airtel Móvil, S.A.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“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 ejercicio 2006.

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 según el coste del capital medio ponderado (en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, en adelante WACC) conforme al coste del dinero en el mercado y a la tasa de riesgo empresarial. Esta metodología ha sido recomendada 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 entorno².

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

² En este sentido se ha pronunciado el Grupo de Reguladores Independientes (IRG), que considera que la aplicación de la fórmula del WACC en el cálculo de la tasa de retorno razonable de los operadores con poder significativo de mercado es un *“principio de implementación y mejor práctica”* (Principios de Implementación y mejores prácticas sobre el estándar de costes FL – LRIC, PIB XVI), y el Grupo de Reguladores Europeos (ERG), que en los Resultados de la consulta pública sobre la revisión de la Recomendación 98/322/CE, para su actualización conforme al nuevo marco regulatorio de las comunicaciones electrónicas (documento ERG (04) 34), ha considerado que el WACC es una metodología bien establecida que dispone de amplio consenso entre las Autoridades Nacionales de Reglamentación.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

el coste de oportunidad de los fondos invertidos conforme a la siguiente 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 (o simplemente deuda), E es valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Además, 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, es la valoración de los fondos propios y de la deuda a precios de mercado conforme a las prácticas financieras habituales. Por otra parte, conforme a lo establecido en la Recomendación 98/322/CE, es conveniente que estos valores 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 financiero a precios de mercado, D/E , que es un indicador sintético del peso de las deudas sobre la estructura financiera de los operadores.

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 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 fiscal a las que el operador tenga derecho.

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

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

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 operador³.

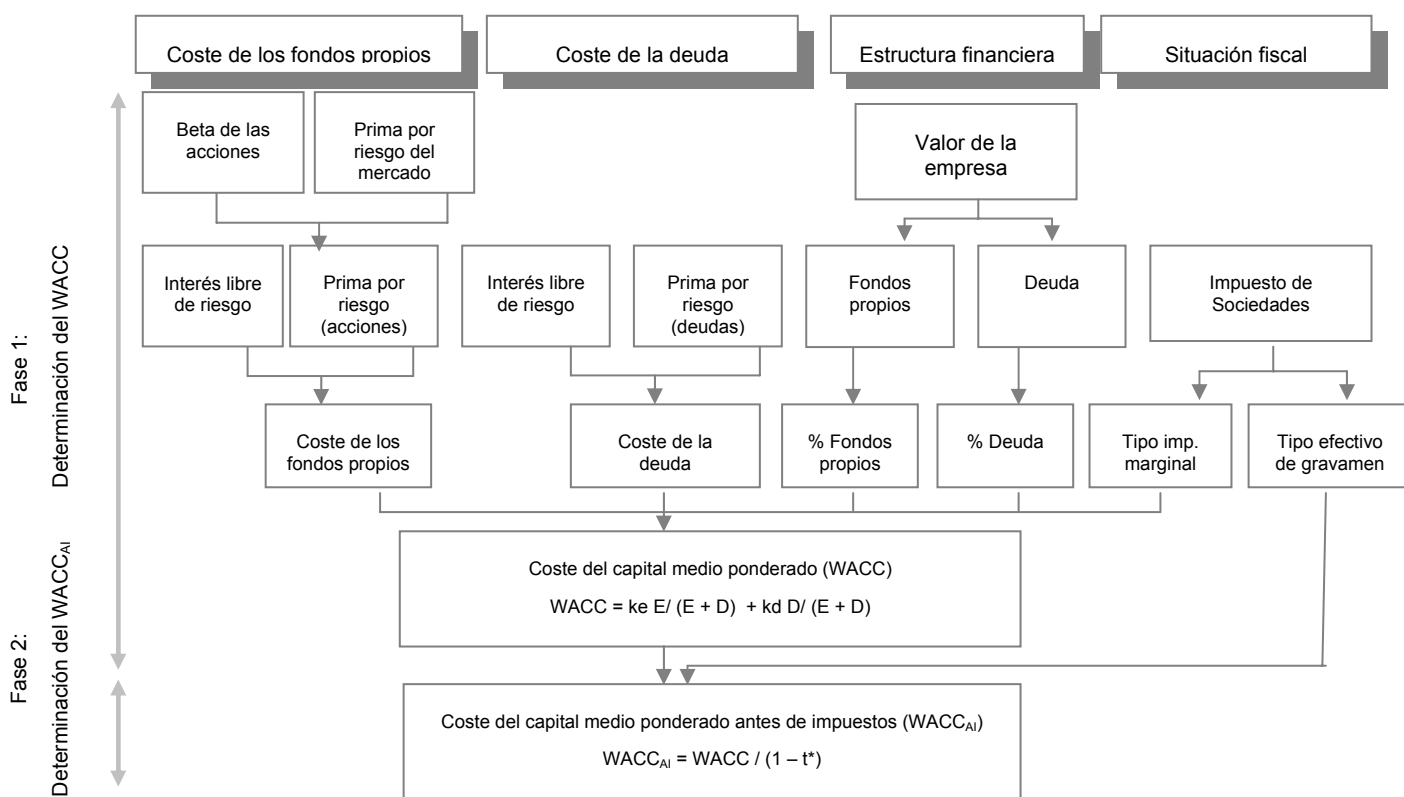
³ En las Resoluciones aprobadas por la Comisión se ha denominado en algunas ocasiones ROA a la tasa anual de retorno utilizada para el cómputo de los costes de capital, estableciendo la igualdad $ROA = WACC / (1 - t^*)$. Por tanto, el concepto de ROA utilizado en dichas Resoluciones es el WACC antes 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 por riesgo del mercado) es el exceso de rentabilidad esperada por las inversiones en acciones, sobre el tipo de interés libre de riesgo. El parámetro beta, que proporciona la medida del riesgo de los



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

fondos propios en el CAPM, es la sensibilidad de la rentabilidad de los fondos propios respecto a las variaciones de la rentabilidad del mercado bursátil en general.

Como resultado de lo anterior, la expresión en generalmente utilizada por la Comisión para estimar el coste de los fondos propios es la siguiente:

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

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 operador⁴.

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 la siguiente:

⁴ 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

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

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

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 2006.

Vodafone propone a la Comisión la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2006, del 17,11%. Este valor es el resultado de las estimaciones de Vodafone para el WACC después de impuestos, un 11,14%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 34,88%.

IV.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por Vodafone es el resultado de la agregación de sus estimaciones para el ejercicio 2006 del coste del capital propio, del coste de la deuda, y de la composición de su estructura financiera. Los valores de los parámetros propuestos por Vodafone se detallan en el cuadro siguiente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tasa de retorno propuesta por Vodafone.

Tipo de interés libre de riesgo	4,02%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%
Beta de las acciones	1,20
Coste de los fondos propios	11,22%
Prima por riesgo de la deuda	1,50%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,52%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,59%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%
WACC después de impuestos	11,14%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,88%
WACC antes de impuestos	17,11%

Tipo de interés libre de riesgo.

Vodafone propone utilizar como indicador del tipo de interés libre de riesgo “*el tipo de interés de la Deuda Pública a largo plazo*”, que estima en un 4,02% a partir del tipo medio anual de las Obligaciones a 10 años publicado por el Banco de España para el ejercicio 2004.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Vodafone propone utilizar un 6,00%, manifestando que este valor corresponde al valor aprobado por el Consejo de la Comisión en su Sesión nº 22/00⁵. Además, Vodafone considera que el valor anterior se basa en un informe realizado por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, en el que se calcula la prima por riesgo del conjunto de la Bolsa española para el período 1980 – 1997.

⁵ 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Beta de las acciones de Vodafone.

Respecto a la beta de las acciones, Vodafone manifiesta lo siguiente:

“Vodafone España S.A. no cotiza en la bolsa española por lo que no se puede calcular su beta con relación al índice de mercado de una forma precisa. Se estima que el valor de su beta se sitúa en 1,20 que es un valor aproximado al considerado por la CMT el año anterior.”

Estructura financiera.

Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99,00% y un ratio de deuda sobre valor total de 1,00%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Vodafone para el ejercicio 2006 es un 1,01%.

Además, Vodafone manifiesta que estos ratios corresponden a ratios teóricos, y considera que el peso de la deuda financiera sobre el valor de mercado de Vodafone tiene un valor mínimo en su estimación de cierre del ejercicio 2005, como resultado de una cifra de deudas de 6 millones de euros.

Prima por riesgo de la deuda.

Vodafone cuantifica la prima por riesgo de su deuda (*spread de la deuda*) en un 1,50% (150 puntos básicos) sobre el tipo de interés libre de riesgo. Este valor es el mismo valor propuesto por Vodafone en el seno del expediente AEM 2004/572 para el cálculo de la tasa de retorno de la operadora correspondiente al ejercicio 2005 (31 de marzo de 2004 – 1 de abril de 2005), puesto que, según Vodafone, no ha existido ningún hecho relevante durante el ejercicio que haga necesario cambiar su valor. Además, Vodafone manifiesta que este valor es un valor teórico, consistente con un ratio de deuda sobre valor total que podría llegar al 1%, y en todo caso no significativo, correspondiente a un nivel de endeudamiento mínimo de Vodafone.

Como consecuencia de lo anterior, Vodafone valora el coste de su deuda financiera antes de impuestos en un 5,52%. Por tanto, como resultado de considerar el efecto de la deducción fiscal de los gastos financieros en el Impuesto de Sociedades al tipo marginal del 35%, Vodafone solicita a la Comisión que apruebe un coste de la deuda después de impuestos del 3,59%,



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

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

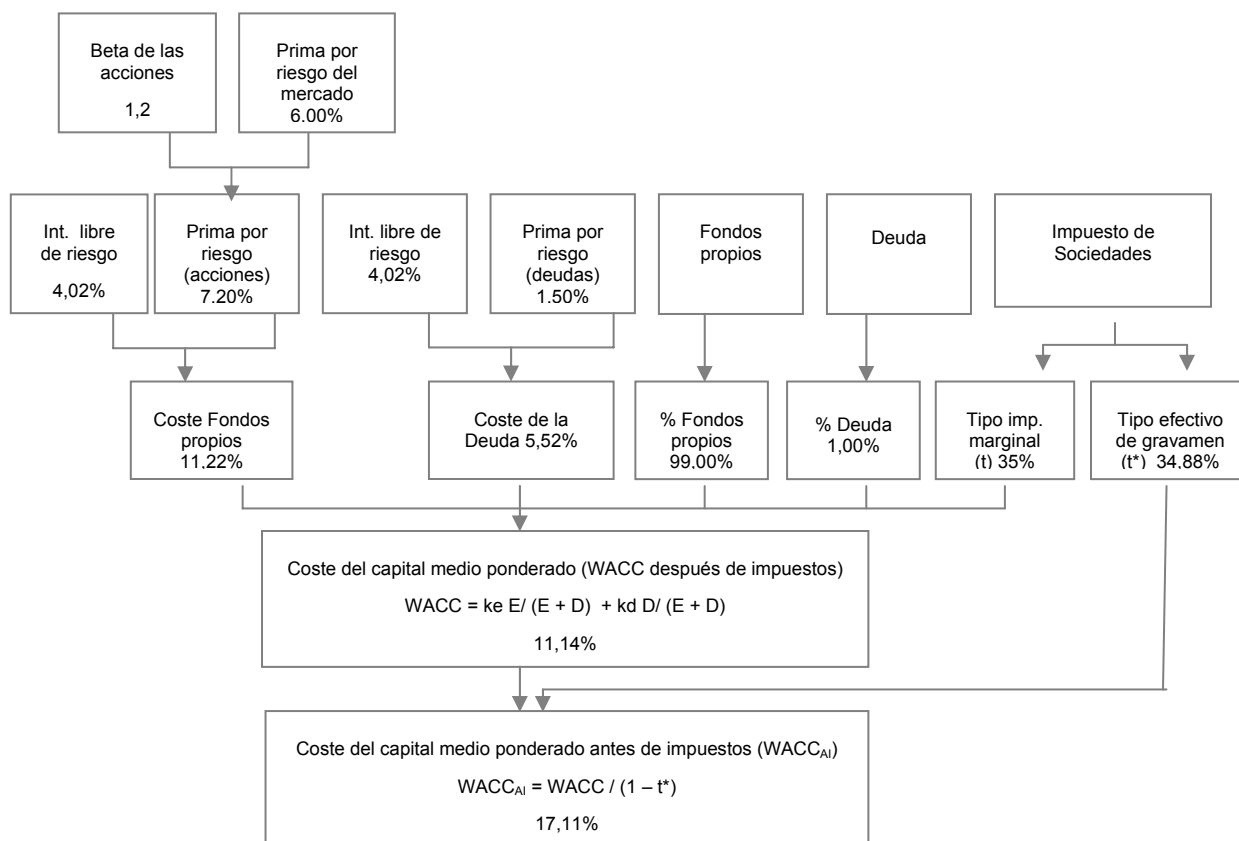
Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Vodafone propone utilizar un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2006 del 34,88%. Sobre este punto, Vodafone manifiesta que este valor es el resultado de dividir el Impuesto devengado por el Resultado contable ajustado (Beneficio antes de impuestos ajustado por las diferencias permanentes), de conformidad con la Norma de Valoración 16 del Plan General de Contabilidad (PGC), correspondiente al Impuesto de Sociedades, desarrollada por la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas (ICAC) de 9 de octubre de 1997.

El gráfico siguiente presenta la propuesta de Vodafone, incluyendo la metodología utilizada y el valor estimado de cada uno de los parámetros.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



V. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS PRESENTADOS POR VODAFONE.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Vodafone realizada por los Servicios de la Comisión 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.

Respecto al tipo de interés libre de riesgo, la Comisión considera que el tipo de interés medio de las Obligaciones del Estado a 10 años (O-10A) en el mercado



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

primario proporciona una estimación razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Vodafone en el ejercicio 2006.

Además, la Comisión considera conveniente sustituir la referencia de Deuda Pública que se utilizó como estimador del tipo de interés libre de riesgo durante el año 2004 por la nueva referencia *benchmark* lanzada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁶. Con esta actualización, la Comisión pretende adaptar el cálculo del WACC a la situación actual de los mercados de Deuda Pública, y a las previsiones para el año 2005, contempladas en la estrategia de emisión de los valores del Tesoro para el 2005, que sitúa a la nueva O-10A como el “pilar central” de la emisión bruta prevista para dicho año. Una de las características diferenciales de la nueva referencia *benchmark* es proporcionar un cupón del 4,40%, frente al 4,75% ofrecido por la referencia anterior.

Pues bien, los tipos de interés medios a la emisión de la nueva referencia a 10 años, resultantes de las subastas convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera durante los meses de septiembre, noviembre, y diciembre del año 2004, fueron (redondeados a dos decimales) un 4,13%, un 3,79%, y un 3,56% respectivamente. Además, el tipo medio correspondiente a la subasta celebrada el 20 de enero de 2005 resultó ser un 3,54 %.

La Comisión considera que la evolución de los tipos medios a la emisión de la nueva referencia a 10 años que se acaba de detallar, refleja las condiciones de los mercados de Deuda Pública relevantes para la determinación del WACC de Vodafone para el ejercicio 2006, entre las que destacan la continuación de la reducción del coste medio de emisión y del coste medio de la Deuda Pública en circulación, en una coyuntura de estabilidad presupuestaria que favorece la reducción en los diferenciales de los tipos de las obligaciones *benchmark* a 10 años de España, Alemania, Francia e Italia, y las calificaciones crediticias favorables de agencias de *rating* independientes. Por otro lado, resulta razonable considerar que los tipos de interés a la emisión reflejan también las valoraciones de los títulos de deuda realizadas por los inversores, que son el resultado de la situación actual de la estructura temporal de tipos de interés y de las expectativas sobre su evolución en el futuro. En efecto, el procedimiento de subasta competitiva utilizado por la Dirección General del Tesoro supone

⁶ El Tesoro Público lanzó en junio de 2004 una nueva referencia *benchmark* en euros con vencimiento a 10 años. Esta nueva referencia es una Obligación del Estado a 10 años (O-10A), con cupón del 4,40% y vencimiento el 31 de enero de 2015. La O-10A se emitió mediante un procedimiento de sindicación con colocación en dos escalones. El Tesoro estableció la emisión de los tramos sucesivos mediante el mecanismo de subasta abierta a todos los inversores, conforme al calendario anual de subastas.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

que el tipo de interés medio a la emisión resulte de la casación de las solicitudes competitivas de adjudicación de títulos que realizan los inversores para cada precio, con los objetivos de la emisión establecidos por el Tesoro. Como es lógico, las decisiones de los inversores respecto a las solicitudes de títulos están influidas por la estructura temporal de tipos de interés, y por sus expectativas sobre la evolución de los tipos de interés en el futuro.

Dicho lo anterior, la Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Vodafone en el ejercicio 2006 en un 3,54%. Este valor corresponde al tipo medio al que se adjudicaron las nuevas O-10A *benchmark* con vencimiento el 31 de enero de 2015 en la subasta del Tesoro del día 20 de enero de 2005.

Prima por riesgo del mercado.

Como se ha mencionado, Vodafone propone la aprobación de una prima por riesgo del mercado del 6%, conforme al valor aprobado por el Consejo de la Comisión en su Sesión nº 22/00, y a las estimaciones del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid para el período 1980 – 1997.

Dicho lo anterior, conviene destacar que debido a la dificultad que entraña el cálculo de la prima por riesgo del mercado, la Comisión ha utilizado los análisis del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid como referencia en la valoración de la prima por riesgo del mercado. En efecto, las dificultades de estimación de la prima de riesgo del mercado se ponen de manifiesto en la falta de consenso sobre el método de estimación más adecuado, y en la amplia horquilla de valores proporcionados por instituciones académicas, organismos rectores de las Bolsas, y departamentos de investigación de bancos de inversión independientes (con un rango situado habitualmente entre un 2% y un 6%). Por este motivo, la Comisión ha utilizado en sus Resoluciones los resultados de estimaciones de la prima por riesgo realizadas por fuentes externas de reconocido prestigio, y por los propios Servicios de la Comisión⁷. Además, entre las fuentes externas la Comisión ha utilizado precisamente los resultados de las investigaciones sobre la prima por riesgo realizadas por el Servicio de

⁷ La Resolución de la Comisión recaída sobre el Recurso de reposición interpuesto por Vodafone España, S.A., contra la Resolución de 8 de mayo de 2003, sobre la propuesta de tasa anual de retorno a aplicar por dicho operador para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de los ejercicios de 2003 y 2004, cuantificó la prima por riesgo en un 4,5% mediante estimaciones realizadas por los Servicios de la Comisión. Estos resultados se obtuvieron a partir de la estimación del rendimiento medio del índice IBEX 35, y de la rentabilidad de las Obligaciones a 10 años en el mercado primario de Deuda Pública, mediante la utilización de series históricas mensuales.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Estudios de la Bolsa de Madrid, a los que hace referencia Vodafone en su propuesta, y cuya metodología y resultados se comentan en los párrafos siguientes.

➤ Metodología de estimación⁸.

La metodología empleada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid se fundamenta en el análisis del comportamiento histórico de la rentabilidad de los mercados bursátiles y de Deuda Pública, y consiste fundamentalmente en la estimación de la prima por riesgo a partir de la diferencia entre las rentabilidades medias (geométricas) anuales, durante el periodo 1980 – 2004, de un índice mensual representativo del mercado bursátil (Índice Total de la Bolsa de Madrid), y de dos índices mensuales representativos de la rentabilidad de los títulos de Deuda Pública. Estos índices se habrían construido por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid con los mismos criterios utilizados para la elaboración del Índice Total.

Por tanto, los últimos estudios disponibles sobre la prima por riesgo del mercado consideran el periodo muestral 1980 – 2004. Este periodo es más amplio que el mencionado por Vodafone en su propuesta, 1980 – 1997, de forma que uno de los efectos de los nuevos estudios de la Bolsa de Madrid es actualizar los antiguos, mejorando sus propiedades estadísticas al aumentar el periodo muestral, y actualizando las estimaciones a la evolución de los mercados financieros durante el periodo 1997 – 2004.

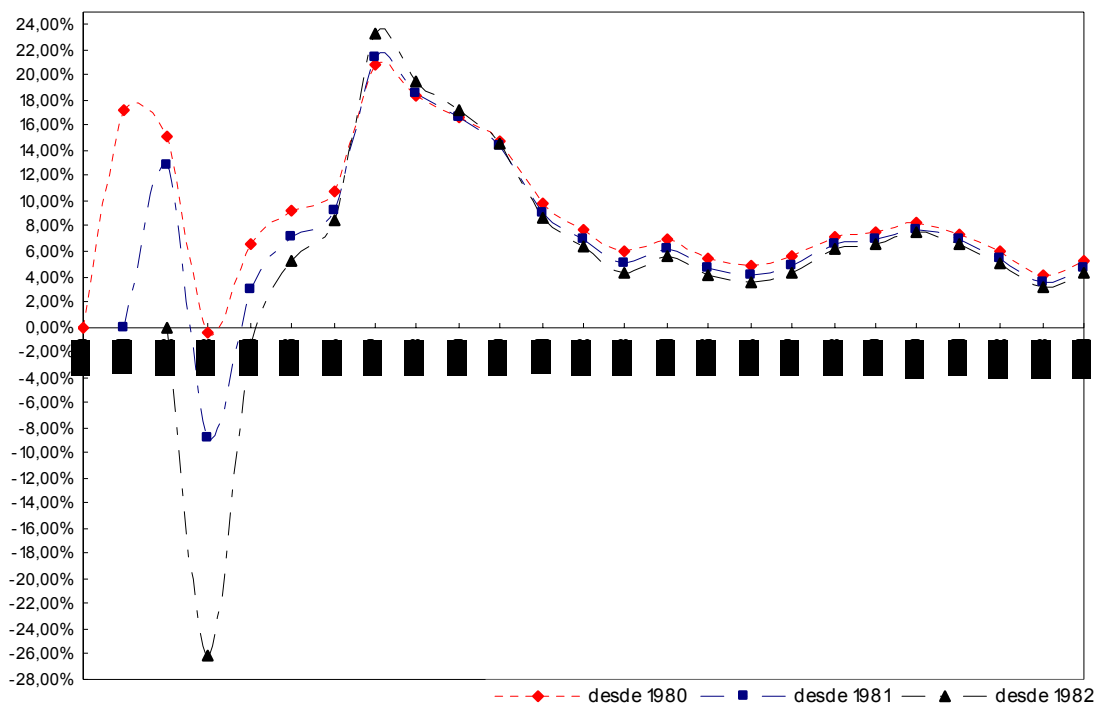
➤ Resultados de la estimación.

El gráfico siguiente muestra algunos de los resultados obtenidos por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, tomando como periodo base los años 1980, 1981, y 1982.

⁸ La metodología se detalla en varios artículos publicados en la Revista de la Bolsa de Madrid.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



Como puede verse en el gráfico, las series temporales presentadas muestran un comportamiento oscilante, que tiende a estabilizarse al aumentar el periodo muestral. Los resultados obtenidos para el 2004 son una prima por riesgo del 5,24% (año base 1980), del 4,73% (año base 1981), y del 4,38% (año base 1982). Además, después del examinar la evidencia disponible, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid concluye su análisis con la siguiente afirmación:

“(...) la prima de riesgo esperada a largo plazo está en el entorno del 4,5%.”

Lógicamente, la estimación de la prima por riesgo resulta de un proceso de análisis estadístico en el que los estimadores obtenidos responden a cierta distribución de probabilidad. Por este motivo, el *entorno del 4,5%* puede vincularse a un intervalo de confianza, que estaría definido alrededor de la estimación puntual de la prima por riesgo del mercado en un 4,5%.

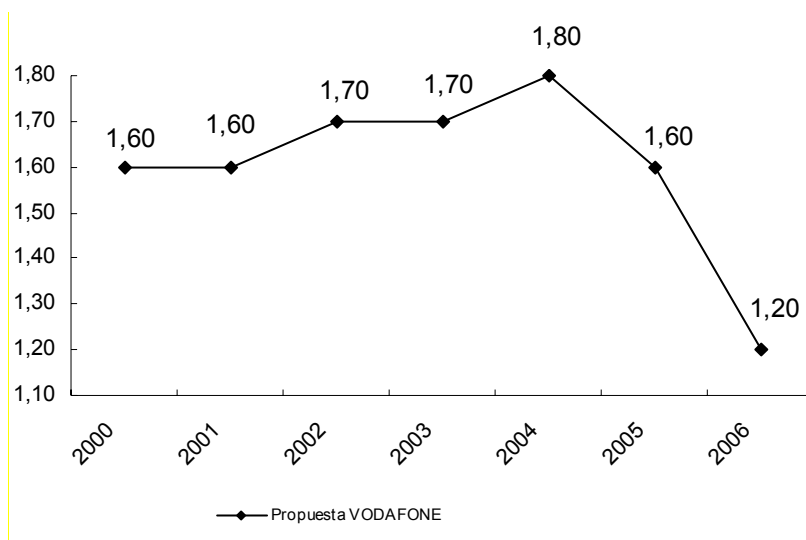


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dicho lo anterior, y conforme a los argumentos económicos y a la evidencia empírica presentados en esta sección, la Comisión considera adecuado mantener el valor de la prima por riesgo de mercado aprobado en su Resolución de 1 de julio de 2004, correspondiente a la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Vodafone durante el ejercicio 2005, un 4,50%. En efecto, la Comisión considera que esta es una estimación razonable del valor esperado de la prima por riesgo, que resulta consistente con el comportamiento observado en los mercados bursátiles de renta variable, y con la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas de la economía española.

Beta de las acciones de Vodafone.

Vodafone estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2006 en un 1,20. Por tanto, Vodafone propone la aprobación de un valor del parámetro beta inferior en un 25% al propuesto por la operadora para el ejercicio 2005, un 1,6. El siguiente gráfico muestra los valores del parámetro beta incluidos por Vodafone en las diferentes propuestas de tasa de retorno presentadas ante la Comisión.



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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“Considerando que el riesgo operativo de la empresa no ha sufrido variación, que el riesgo financiero tampoco ha experimentado ningún cambio ya que el ratio de apalancamiento financiero es el mismo que el año anterior, y que la cuota de mercado sigue manteniendo a la empresa en la misma posición en el sector, se puede considerar que el valor del parámetro beta de la empresa utilizado en el ejercicio anterior es también válido para el presente ejercicio”.

En este sentido, Vodafone señala que la Comisión, en su Resolución de 1 de julio de 2004 correspondiente a la propuesta de Vodafone de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2005, definió un valor del parámetro beta de Vodafone cercano al 1,20, en concreto, 1,18.

Dicho lo anterior, la Comisión reconoce las dificultades de estimación de la beta de Vodafone, puesto que sus acciones no cotizan en el mercado de valores y no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación. En este sentido, la beta de Vodafone debe estimarse por un método alternativo. En concreto, la Resolución correspondiente a la propuesta de tasa de retorno para el cómputo de los costes de capital de Vodafone del ejercicio 2005, manifestaba lo siguiente:

“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”.

Además, la Comisión considera conveniente revisar el valor del parámetro beta de Vodafone aprobado para el ejercicio 2005, un 1,18, con el objetivo de incorporar el efecto de la reducción del riesgo financiero de la operadora asociado a la reducción en su nivel de endeudamiento. En este sentido, la Comisión considera que el nuevo valor aprobado del parámetro beta de la operadora, un 1,16, refleja los principales riesgos operativos y financieros soportados por Vodafone, evaluados conforme al método de valoración de activos financieros CAPM⁹. El nuevo valor aprobado reconoce a las actividades de Vodafone un nivel de riesgo superior al riesgo medio del mercado, y estima que su rentabilidad se verá afectada en un 16% adicional por cada 1% de variación en la rentabilidad del mercado.

⁹ La fórmula utilizada para el re-apalancamiento de la beta de Vodafone conforme a su nueva estructura financiera es $\beta_{L2} = \beta_{L1} [1 + (1 - t) L_2] / [1 + (1 - t) L_1]$, donde β_{L1} indica el valor de la beta asociado al ratio de apalancamiento financiero L_1 .



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 5,22%, y el coste de sus fondos propios en un 8,76%.

Estructura financiera.

Como se ha señalado, Vodafone propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99,00% y un ratio de deuda sobre valor total de 1,00%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Vodafone para el ejercicio 2006 es un 1,01%. Además, Vodafone manifiesta en su propuesta que estos ratios corresponden a ratios teóricos, considerando que el peso de la deuda financiera sobre el valor de mercado total de la operadora tiene un valor mínimo, como resultado de una cifra estimada de deudas financieras para el cierre del ejercicio 2005 de 6 millones de euros.

Por otra parte, en la documentación presentada en respuesta al requerimiento de información practicado en el seno de este expediente, Vodafone precisa que el importe de sus deudas financieras al cierre del ejercicio 2005 (31 de marzo de 2005) es menor al proporcionado en sus previsiones anteriores, y asciende, según manifiesta Vodafone, a 0,8 millones de euros. No obstante, Vodafone considera que el ratio de apalancamiento financiero propuesto inicialmente, un 1,01%, continúa siendo válido con esta nueva cifra de endeudamiento.

Dicho lo anterior, es conveniente señalar que la documentación aportada por Vodafone no incluye la valoración a precios de mercado de los fondos propios de Vodafone, lo que dificulta la verificación de los ratios de estructura financiera propuestos por la operadora. En segundo lugar, respecto a la valoración de la deuda financiera del operador, el análisis del Balance de Situación no auditado a 31 de marzo de 2005 pone de manifiesto que, al igual que en el ejercicio 2004, el valor de las partidas de acreedores (1.339,81 millones de euros), corresponde en su mayor parte a las partidas de acreedores a corto plazo (1.336,47 millones de euros), con un importe mucho más reducido contabilizado a largo plazo (3,35 millones de euros) en partidas de otros acreedores y deudas representadas por efectos a pagar. Por otra parte, en lo referente a la cartera de acreedores a corto plazo de Vodafone, del análisis del balance de situación se desprende que la mayor parte de sus saldos están contabilizados en las partidas de acreedores comerciales a corto plazo (557,01 millones de euros) y otras deudas no comerciales (426,58 millones de euros), con un peso más reducido de las partidas de deudas con entidades de crédito (0,82 millones de euros, 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 deudas con



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

empresas del grupo y vinculadas (281,76 millones de euros). Además, conforme al detalle de la composición de las deudas con empresas del grupo y vinculadas, proporcionado en la Nota 19) de la Memoria no auditada de Vodafone del ejercicio 2005, la práctica totalidad de dichas deudas corresponde a deudas por efectos impositivos (256,54 millones de euros) y por prestación de servicios (25,09 millones de euros), motivo por el cual pueden considerarse deudas no financieras.

Por tanto, de la conciliación de los importes de las deudas financieras presentados en la propuesta de Vodafone con los saldos acreedores incluidos en su Balance de Situación no auditado correspondiente al ejercicio 2005, y detallados en las Notas de la Memoria de la operadora, se desprende que la cifra presentada por la operadora en respuesta al requerimiento de información practicado, 0,8 millones de euros, refleja adecuadamente su posición financiera. Dicho lo anterior, y de conformidad con 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), la Comisión estima la deuda de Vodafone en 0,82 millones de euros.

Además, la revisión de la documentación aportada por Vodafone pone de manifiesto que la evolución de las masas patrimoniales del pasivo de Vodafone en el ejercicio 2005 continuó con la tendencia presentada en ejercicios anteriores, y que se recogió en los resultados del análisis de masa spatrimoniales realizado por los Servicios de la Comisión en relación con la Resolución de la Comisión correspondiente a la tasa anual de retorno de Vodafone del ejercicio 2005¹⁰, caracterizada por una reducción en el peso medio de las deudas financieras contraídas por el operador sobre el importe de su pasivo total, pero sin que dicho peso llegue a anularse. Por este motivo, la Comisión considera razonable reducir el valor del ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado de Vodafone que fue aprobado por la Comisión para el ejercicio anterior, un 3,00%, y aceptar el valor propuesto por la operadora para el ejercicio 2006, un 1,01%.

Por tanto, la Comisión considera razonable la propuesta de estructura financiera de Vodafone para el ejercicio 2006, y valora el ratio de fondos propios sobre valor total de Vodafone en un 99,00%, el ratio de deuda sobre valor total en un 1,00%, y el ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado en un 1,01%.

¹⁰ Resolución de la Comisión de 1 de julio de 2004 (Expediente AEM 2004/572).



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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, 4,02%, y valora su coste de la deuda antes de impuestos en un 5,52%. Además, Vodafone manifiesta que no ha modificado su estimación de la prima por riesgo de la deuda respecto al ejercicio anterior, puesto que no ha ocurrido ningún hecho relevante que justifique dicha modificación. Por otra parte, Vodafone manifiesta en la información presentada en el seno de este expediente, que sus deudas con entidades de crédito han devengado durante el ejercicio 2005 un tipo de interés medio del 2,36%.

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, que 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 1 de julio de 2004, por la que se aprobó la tasa anual de retorno para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de Vodafone para el ejercicio 2005, *“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”*.

Por este motivo, la Comisión considera adecuado analizar la posición crediticia de Vodafone, y su vinculación al Grupo Vodafone, para evaluar el coste de la deuda del operador.

Posición crediticia de Vodafone.

A este respecto, es conveniente considerar tanto el reducido valor del peso de las deudas financieras de Vodafone sobre su estructura financiera, como la evaluación de su capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras.

Dicho lo anterior, las Resoluciones de la Comisión han utilizado como indicador de capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras de los operadores el ratio de cobertura de deuda, resultado de la división del Beneficio de explotación entre los gastos financieros. En efecto, tal y como se recoge en la regulación sectorial¹¹, este ratio es un indicador tanto de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, como de su

¹¹ 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

capacidad de lograr acceso a fuentes de financiación en condiciones favorables.

Pues bien, los resultados de la evaluación realizada por los Servicios de la Comisión del ratio de cobertura de deuda de Vodafone proporcionaron los valores de 1.053,59 veces en el 2005, 229,31 veces en el 2004, 37,87 veces en el ejercicio 2003, y un valor medio para el periodo 2003 -2005 de 104,30 veces. Como es lógico, estos valores confirman que el coste del endeudamiento de Vodafone tiene un valor mínimo respecto a su capacidad de generación de fondos mediante sus operaciones ordinarias, e indican que Vodafone posee una fuerte capacidad de cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Pertenencia de Vodafone al Grupo Vodafone.

Por otra parte, la pertenencia de Vodafone al Grupo Vodafone, grupo internacional de empresas de servicios de telefonía móvil, proporciona a la operadora la capacidad de beneficiarse de políticas financieras centralizadas y del acceso a fuentes de financiación con origen interno al grupo, así como del acceso del grupo a fuentes de financiación en condiciones favorables. 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 Vodafone Group PLC. En efecto, la Nota 18 de la Memoria de Vodafone correspondiente al ejercicio 2001, depositada en la Comisión, manifestaba lo siguiente:

“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 sus deudas realizadas por las agencias de calificación crediticia independientes (*rating*). Pues bien, conforme a la información financiera proporcionada por Vodafone Group PLC¹², Moody's, Standard & Poor's, y Fitch, han concedido la calificación de “grado de inversión” a la deuda a largo plazo de Vodafone Group PLC (A2, A y A respectivamente), indicando una sólida capacidad para atender a los servicios de la deuda, que resulta en una elevada calidad crediticia asociada a un bajo

¹² Información disponible en página Web del Grupo Vodafone, <http://www.vodafone.com/>.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

riesgo de crédito. Este resultado es coherente con la evaluación de la posición crediticia de Vodafone comentado en la sección anterior, y debe considerarse para evaluar la prima por riesgo de la deuda de la operadora.

Por tanto, de conformidad con los argumentos presentados en los párrafos anteriores, la Comisión considera conveniente mantener la prima por riesgo de la deuda de Vodafone aprobada para el ejercicio 2005, un 0,82% (82 puntos básicos) puesto que durante el ejercicio 2005 no se ha producido ningún hecho relevante que contribuya a aumentar el riesgo financiero de la operadora, que habría mantenido, durante dicho ejercicio, una fuerte capacidad de cumplimiento de sus obligaciones financieras. Por tanto, la Comisión valora el coste de la deuda de Vodafone en un 4,36%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,54%, y de una prima por riesgo del 0,82 % (82 p.b.). Dada la tributación en el Impuesto de Sociedades con un tipo impositivo marginal del 35%, la Comisión valora el coste de la deuda después de impuestos de Vodafone para el ejercicio 2005 en un 2,83%.

V.2. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Como se ha mencionado con anterioridad, Vodafone propone utilizar su estimación del tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del ejercicio 2005, para la estimación del tipo efectivo de gravamen del ejercicio 2006. En concreto, Vodafone solicita a la Comisión en su propuesta que apruebe, como tipo efectivo de gravamen para el ejercicio 2006, un 34,88%, es decir, aproximadamente el tipo general de gravamen aplicable a los sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (tipo marginal del impuesto).

Por otra parte, en la documentación aportada en respuesta al requerimiento de información practicado, la estimación de dicho tipo efectivo de gravamen para el ejercicio 2005 se reduce hasta un 34,65%. Como es lógico, atendiendo al plazo de declaración del Impuesto de Sociedades de Vodafone correspondiente al ejercicio 2005, que comienza, según manifiesta la operadora, el 1 de octubre de 2005, ambos cálculos son provisionales y reflejan previsiones realizadas por Vodafone en distintos momentos sobre el resultado de la liquidación del impuesto. No obstante, 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 2005 se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

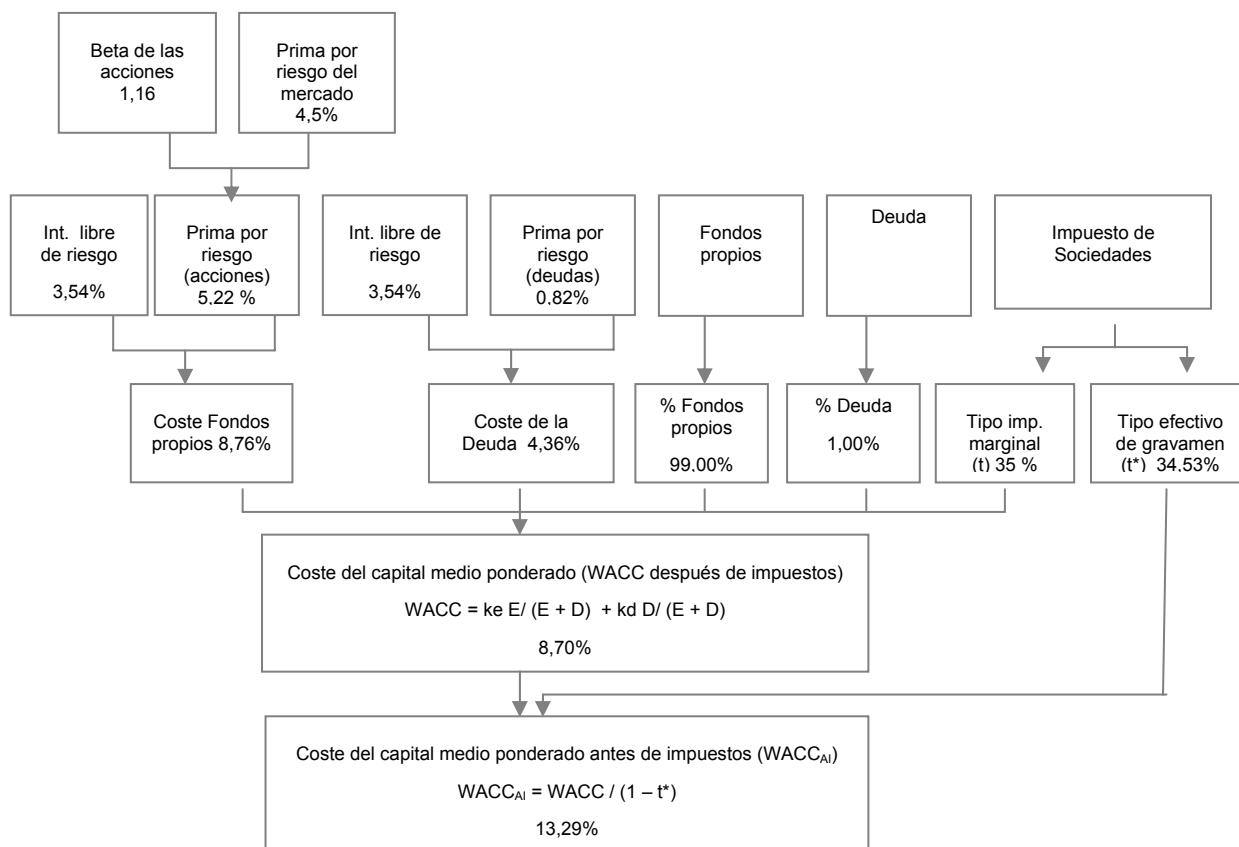
General Contable, desarrollada por la Resolución del ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) de 9 de Octubre de 1997. Sin embargo, la documentación aportada no permite la verificación individual de las partidas que se incluyen en los ajustes extracontables de los cálculos para la determinación de la Base imponible del Impuesto de Sociedades, y del impuesto devengado del operador.

Dicho lo anterior, la Comisión estima conveniente utilizar el tipo medio efectivo de gravamen de Vodafone durante los últimos tres años en la estimación del tipo efectivo de gravamen para el ejercicio 2006. En este sentido, la Comisión considera que puede obtenerse una estimación razonable del tipo efectivo de gravamen de Vodafone, para la determinación del WACC del ejercicio 2006, utilizando la media de los tipos efectivos de gravamen de Vodafone para los ejercicios 2003, 2004, y 2005. Por tanto, la Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen para la determinación del WACC de Vodafone del ejercicio 2006, en un 34,53%.

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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



En resumen, y como resultado de la valoración de los parámetros anteriores, la Comisión estima que Vodafone presentará durante el ejercicio 2006 un coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) del 8,70% y un tipo efectivo de gravamen del 34,53%.

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 2006 (WACC antes de impuestos), en un 13,29%.

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento con la regulación sectorial vigente, de la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos) que Vodafone deberá utilizar para determinar la



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2006, 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 de la operadora 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 los Servicios de la Comisión.

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

PARAMETROS	VODAFONE	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,02%	3,54%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%	4,50%
Beta de las acciones	1,20	1,16
Coste de los fondos propios	11,22%	8,76%
Prima por riesgo de la deuda	1,50%	0,82%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,52%	4,36%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,59%	2,83%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%	99,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%	1,00%
WACC después de impuestos	11,14%	8,70%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,88%	34,53%
WACC antes de impuestos	17,11%	13,29%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por tanto, la Comisión considera adecuado aceptar los valores propuestos por Vodafone para el ratio de fondos propios sobre valor total, y para el ratio de deuda sobre valor total, y modificar los valores de los restantes parámetros conforme a las razones expuestas en los apartados anteriores.

Por último, el siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa anual de retorno (WACC antes de impuestos) de Vodafone aprobada por la Comisión en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa anual de retorno para el ejercicio 2006 aprobada mediante esta Resolución.

EJERCICIOS	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²	2004 ³	2005 ⁴	2006
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	13,05%	12,60%	12,67%	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%
TASA DE RETORNO	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%

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.

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 2006, del 13,29%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado (WACC) propuesta por dicha operadora y aprobada por la Comisión del Mercado de Telecomunicaciones. La tasa de retorno aprobada se aplicará de conformidad con el Sistema de Contabilidad de Costes que la Comisión aprobó mediante Resolución de 16 de mayo de 2002.

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 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.

LA DIRECTORA DE LA
ASESORIA JURIDICA

Vº Bº EL PRESIDENTE

Alejandra de Iturriaga Gandini
P.V. art. 7.2 O.M. de 9 de abril de 1997
(B.O.E. de 11 de abril de 1997)

Reinaldo Rodríguez Illera