



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JAIME ALMENAR BELENGUER, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

CERTIFICA

Que en la Sesión nº 23/06 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 22 de junio de 2006, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE VODAFONE ESPAÑA, S.A., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007 (AEM 2006/475).

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

Primero.- Con fecha 5 de abril de 2006, 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 España), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2007 (correspondiente al periodo 1 de abril de 2006 – 31 de marzo de 2007), 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:

- Escrito de Vodafone España por el que se solicita a la Comisión que tenga por cumplimentada la obligación de Vodafone España consistente en presentar, antes del comienzo del ejercicio, la tasa de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital del ejercicio 2007, y dicte Resolución aprobando la tasa propuesta.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Vodafone España.

Vodafone España solicita que la Comisión otorgue el carácter de estrictamente confidencial a ambos escritos.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre la propuesta de Vodafone España, la Comisión procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM – 2006/475.

Segundo.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 13 de abril de 2006, esta Comisión solicitó a Vodafone España que presentara la siguiente información:

- Informe de gestión y cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio 2006 (1 de abril de 2005 – 31 de marzo de 2006).
- Informe de gestión y cuentas anuales 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).
- Valoración a precios de mercado de los recursos propios, y de la deuda financiera de Vodafone España, 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 España es el 1,5%.
- Justificación del valor propuesto para el parámetro beta de las acciones de Vodafone España, 1,35. Aportación de las fuentes desde las que se derivó tal valor.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio fiscal 2006 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto para dicho ejercicio).

Tercero.- Con fecha 15 de mayo de 2006 tuvo entrada en el Registro de la Comisión un escrito de Vodafone España dando cumplimiento al requerimiento de información practicado. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Vodafone España en respuesta al requerimiento de información practicado. Este escrito incluye las argumentaciones que según Vodafone España justifican los valores escogidos para los siguientes parámetros: prima de riesgo de la deuda, beta del operador, y ratio de apalancamiento financiero. Vodafone España también incorpora sus cálculos provisionales sobre la autoliquidación del Impuesto de Sociedades del ejercicio fiscal 2006.
- Anexo I al citado escrito, incluyendo las cuentas anuales no auditadas (balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias) correspondientes al ejercicio 2006 (1 de abril de 2005 – 31 de marzo de 2006).
- Anexo II al citado escrito, incluyendo las cuentas anuales y el informe de gestión del ejercicio que terminó el 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.

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos “fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular, en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”.

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

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

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

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

Según lo dispuesto en la citada Resolución, en tanto la CMT no defina un nuevo sistema de contabilidad de costes, los operadores citados deberán utilizar el establecido en la Resolución sobre principios, criterios y condiciones del sistema de contabilidad de costes a desarrollar por Telefónica (Expediente SC-16/99), aprobada por el Consejo de esta CMT con fecha 15 de julio de 1999 y para TME, en la Resolución sobre sistema de contabilidad de costes de Telefónica Móviles, S.A. (Expediente MTZ-2001/3989), de 20 de diciembre de 2001.

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

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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 aprueba la tasa anual de retorno a aplicar a Vodafone España para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2007.

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 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 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 entorno¹.)

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

¹ En este sentido se ha pronunciado el Grupo de Reguladores Independientes (IRG) en fecha 24 de Noviembre de 2001, 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 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 (o simplemente deuda), E es valor de 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, es la valoración de los fondos propios y de la deuda a precios de mercado, conforme a las prácticas financieras habituales. Además, 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



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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.

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 del impuesto a las que el operador tenga derecho.

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

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

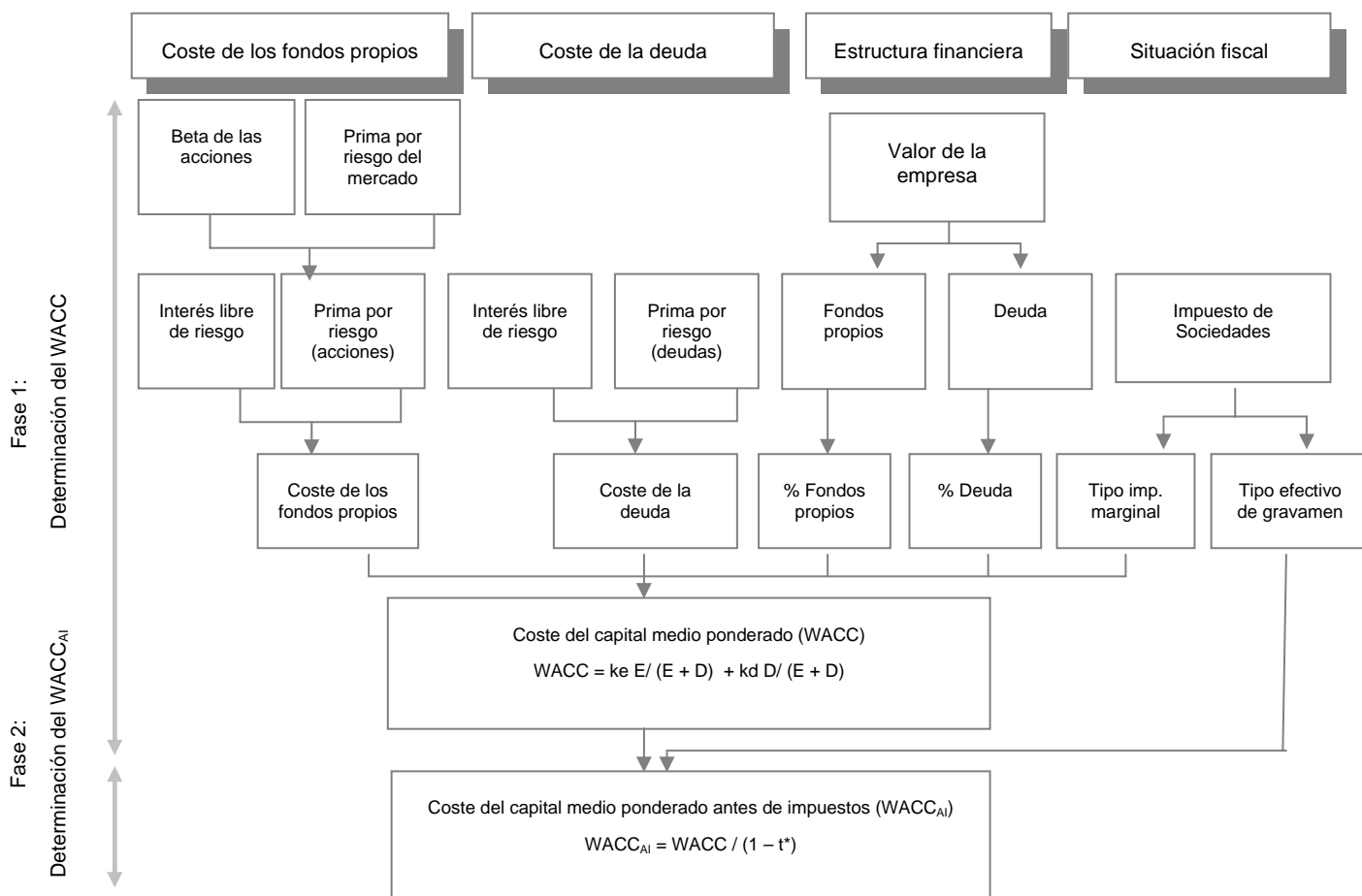
donde t^* es el tipo efectivo de gravamen esperado para el periodo de regulación del WACC al que resultará gravado el beneficio de la empresa en el Impuesto de Sociedades. El WACC resultante antes de impuestos de esta corrección es la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes calculados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

Procedimiento de cálculo del WACC.

La siguiente figura 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 del WACC, conforme a los principios de cálculo presentados en el apartado anterior, consta de dos fases:

1. 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Cálculo del WACC.
- 2. 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.3. Coste de los fondos propios.

La Comisión estima el coste de los fondos propios utilizando el modelo del 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 fondos propios de la empresa en el CAPM, determina 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 generalmente utilizada 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,



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

$E[R_m]$ = 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.4. 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 $\rho = k_d' - R_f$.

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.

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

IV. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE VODAFONE ESPAÑA EN EL EJERCICIO 2007.

Vodafone España 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 2007, del 17,97%. Este valor es el resultado de las estimaciones de Vodafone para el WACC después de impuestos, un 11,72%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 34,82%.

IV.1 WACC DESPUÉS DE IMPUESTOS.

El WACC después de impuestos propuesto por Vodafone España es el resultado 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 España se detallan en el cuadro siguiente.

Tasa de retorno propuesta por Vodafone España.

Tipo de interés libre de riesgo	3,70%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%
Beta de las acciones	1,35
Coste de los fondos propios	11,80%
Prima por riesgo de la deuda	1,50%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,2%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,38%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%
WACC después de impuestos	11,72%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,82%
WACC antes de impuestos	17,97%



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo de interés libre de riesgo.

Vodafone España considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años (O-10A) y estima el tipo de interés libre de riesgo según el valor del tipo medio de la subasta de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años que se celebró en el día 16 de marzo de 2006.

En consecuencia, Vodafone España estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2006 en un 3,70%.

Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Vodafone España propone utilizar un valor del 6,00%, manifestando que este valor corresponde con las estimaciones del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid en los que se estima un valor de la prima de riesgo para los períodos 1980-1997 y 1980-2004 entre un 6,30% y un 5,24%. Adicionalmente Vodafone España estima que el diferencial entre el retorno ofrecido por la bolsa y las obligaciones con vencimiento a diez años es superior al 6%.

Beta de las acciones de Vodafone España.

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

“El cálculo de la beta de Vodafone España, S.a. no se puede obtener de forma directa con relación al índice de mercado al no cotizar la empresa en bolsa. No obstante, y según publicaciones de analistas del sector y teniendo en cuenta las consideraciones de volatilidad de las empresas de Telecomunicaciones, se considera correcto valorar la beta en un 1,35.”

Como consecuencia de todo esto, Vodafone España valora el coste de sus fondos propios en un 11,80%.

Estructura financiera.

Vodafone España 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 España para el ejercicio 2007 es un 1,01%.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Prima por riesgo de la deuda.

Vodafone España cuantifica la prima por riesgo de su deuda (*spread de la deuda*) en un 1,50% (o sea, 150 puntos básicos sobre el tipo de interés libre de riesgo). Este valor coincide con el valor propuesto por Vodafone España en el seno del expediente AEM 2005/488 correspondiente al cálculo de la tasa de retorno de la operadora para el ejercicio 2006³. Vodafone España propone este valor porque a su juicio no ha existido ningún hecho relevante durante el último ejercicio que haga necesario cambiar su cuantía con respecto del ejercicio anterior. Adicionalmente, Vodafone España se refiere a este valor como un “*spread teórico*”.

Como consecuencia de lo anterior, Vodafone España valora el coste de su deuda financiera antes de impuestos en un 5,2%. 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 España solicita a la Comisión que apruebe un coste de la deuda después de impuestos del 3,38%,

IV.2 WACC antes de impuestos.

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

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

Donde t^* es el tipo efectivo medio del operador (ver sección III.2).

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Vodafone España propone utilizar un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2007 del 34,82%. Vodafone España manifiesta que este valor es el resultado de dividir el impuesto devengado por el Resultado contable ajustado (Beneficio antes de impuestos

³ Resolución del día 23 de junio de 2005.

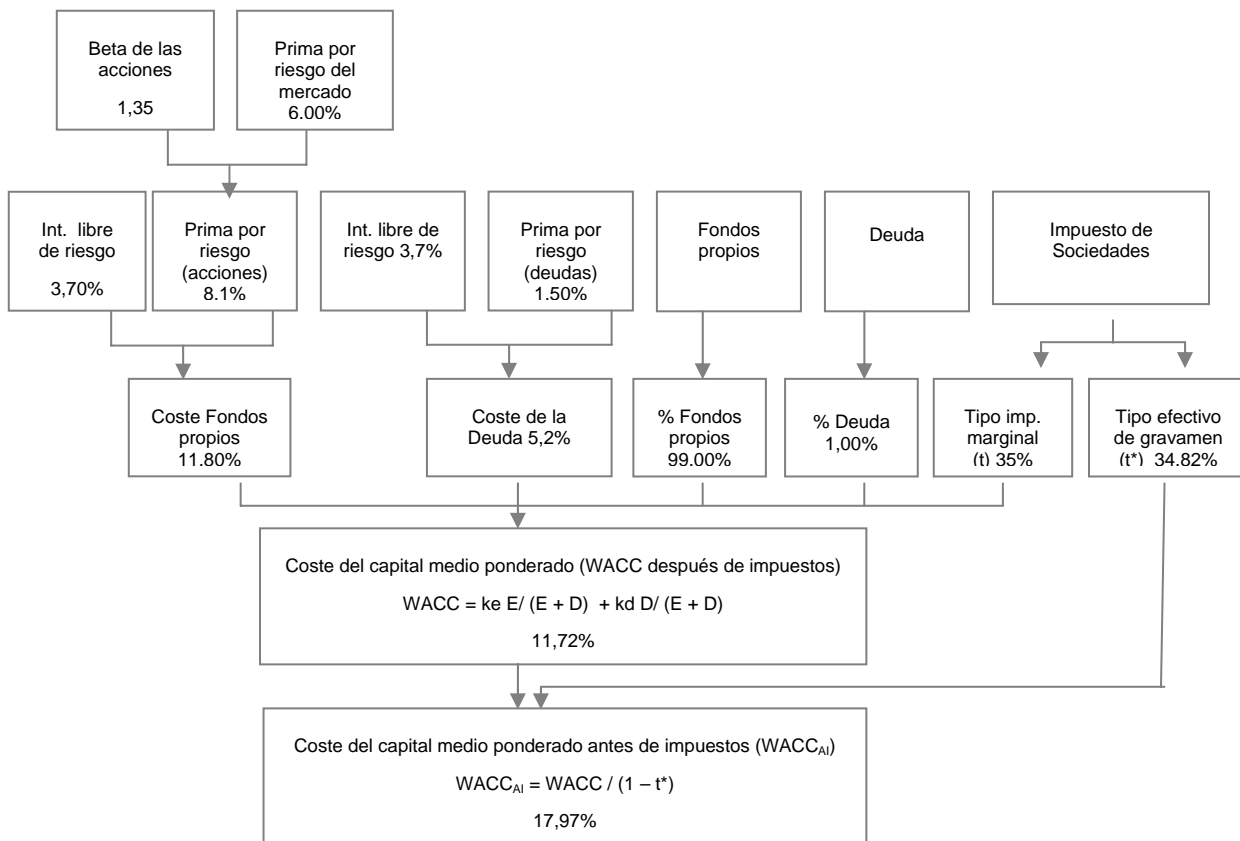


COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ajustado por las diferencias permanentes). También manifiesta que este cálculo esta en 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 siguiente gráfico presenta la propuesta de Vodafone España, 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 ESPAÑA.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Vodafone España 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.

El valor del tipo de interés libre de riesgo aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC debe ser común para todos ellos. En consecuencia, para el cálculo del WACC de Vodafone España de 2007, esta Comisión propone utilizar como valor de tipo de interés libre de riesgo el aprobado por la CMT para TESAU y Telefónica Móviles para este mismo periodo.

La Comisión considera que el tipo de interés medio en el mercado primario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años (O-10A) proporciona una estimación razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC.

En segundo lugar se considera conveniente sustituir la referencia de Deuda Pública que se utilizó como estimador del tipo de interés libre de riesgo durante el año 2005 por la nueva referencia *benchmark* lanzada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁴. Una de las características diferenciales de la nueva referencia *benchmark* es proporcionar un cupón del 3,15%, frente al 4,40% ofrecido por la referencia anterior.

Los tipos de interés medios de 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 enero de 2006 y de marzo de 2006 fueron (redondeados a dos decimales) un 3,31% y un 3,7%. Además, el tipo medio correspondiente a la subasta celebrada el día 18 de mayo de 2006 resultó ser un 4,05%.

⁴ El Tesoro Público lanzó en septiembre de 2005 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 3.15% y vencimiento el 31 de enero de 2016.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En la Resolución del día 23 de febrero de 2006 relativa al cálculo de la tasa de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 de Telefónica de España, S.A.U. la Comisión valoró el tipo de interés libre de riesgo para este ejercicio en un 3,34%. Este valor corresponde a la media ponderada⁵ de los tipo medios a los que se adjudicaron las nuevas O-10A *benchmark* con vencimiento el 31 de enero de 2016 en la subastas del Tesoro de los días 16 de septiembre de 2005, 17 de noviembre de 2005 y 19 de enero de 2006. En consecuencia, esta Comisión considera que el tipo de interés libre de riesgo a considerar a efectos de la presente Resolución es del 3,34%.

Prima por riesgo del mercado.

Al igual que ocurre con el tipo de interés libre de riesgo, el valor de la prima por riesgo del mercado aplicable a los operadores obligados a calcular el WACC debe ser común para todos ellos.

En consecuencia, para el cálculo de la prima por riesgo del mercado de Vodafone España para 2007 esta Comisión propone utilizar como valor el aprobado para TESAU y Telefónica Móviles para este mismo periodo, del 4,5%.

Como se ha mencionado, Vodafone España propone la aprobación de una prima por riesgo del mercado del 6%, conforme las estimaciones del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid para los períodos 1980 – 1997 y 1980-2004.

Esta Comisión conoce la dificultad que entraña el cálculo de la prima por riesgo del mercado, que se pone 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%).

Vodafone España viene solicitando la aprobación de este valor de la prima del 6% desde la Resolución del día 18 de julio de 2002. Es decir, Vodafone España

⁵ Así como una media estadística estándar se calcula ponderando los distintos valores de una muestra con el mismo peso, una media ponderada asigna distintos pesos a distintos valores. En este caso se asigna mayor peso a valores de la muestra más recientes, ponderando el valor más cercano (19 de enero de 2006) con 3/6, al valor intermedio (17 de noviembre de 2005) con 2/6 y al más lejano en el tiempo con 1/6.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ha propuesto este valor para los ejercicios 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006. En la Resolución relativa al cálculo de la tasa de retorno para el ejercicio 2004⁶, esta Comisión ya indicó tras un análisis de las estimaciones de las primas de distintos analistas, y en particular de los estudios de la Bolsa de Madrid, que considera que el valor razonable para la prima por riesgo del mercado bursátil español es el que se deriva de las conclusiones de los estudios de la Bolsa de Madrid, de un 4,5%. Desde entonces la Comisión ha utilizado los análisis del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid como referencia externa en la valoración de la prima por riesgo del mercado, dado que esta es una fuente de reconocido prestigio en el sector de las finanzas.

En la Resolución del día 23 de junio de 2005, se resumió la metodología empleada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid en la estimación de la prima de riesgo histórica de España⁷. En esta Resolución se encuentra el siguiente párrafo:

“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 por lo que los estimadores obtenidos responden a cierta distribución de probabilidad del cual el estimador es el valor central.

En suma, la Comisión considera que ésta 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

⁶ Resolución del día 8 de mayo de 2003.

⁷ La metodología de estos análisis consiste en el análisis del comportamiento histórico de la rentabilidad de los mercados bursátiles y de Deuda Pública, estimando 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas de la economía española.

Beta de las acciones de Vodafone España.

Vodafone España estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2007 en un 1,35. Por tanto, Vodafone España propone la aprobación de un valor del parámetro beta superior en un 12,5% al propuesto por la operadora para el ejercicio 2006, un 1,20.

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

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

Como es sabido, el valor de la beta está altamente influenciado, entre otras variables, por incertidumbres de evolución del propio sector, riesgo operativo que tiene la empresa, su poder de dominio en el sector o mercado en el que desarrolla su actividad y grado de regulación del mismo. Igualmente no existe unanimidad entre los diferentes analistas del mercado y empresas de valoración a la hora de estimar una determinada beta de una Compañía. La estimación de un valor de 1,34 se ha realizado una vez consultadas varias fuentes de analistas y expertos del sector como “Charles River Associates” en su informe acerca del “cost of Capital for T-Mobile (UK)”

La Comisión reconoce la imposibilidad de la estimación directa de la beta de Vodafone España, puesto que sus acciones no cotizan en el mercado de valores y no existen series de precios de mercado disponibles para la estimación.

Según Vodafone España su propuesta se basa en la consulta de varias fuentes, aunque en su escrito solamente cita una de estas. Se trata de un informe de los analistas de Charles River Associates escrito en el 2003 bajo encargo de T-Mobile (UK). En este informe se critica la metodología y los resultados del cálculo de la beta de T-Mobile (UK) efectuado por OFCOM.

Estos analistas calculan la beta de T-Mobile (UK) a partir de las cotizaciones del Grupo Vodafone. Para esto toman valores diarios de estas cotizaciones y estiman la ecuación del modelo de Fama y French, que diverge de la ecuación del CAPM tradicional en que incluye como variables dependientes, además del



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

riesgo de mercado, una medida del tamaño de la empresa y el valor de capitalización sobre el valor de mercado de la misma. Con esta metodología alternativa, y haciendo supuestos sobre el ratio de apalancamiento financiero del Grupo Vodafone los analistas concluyen que la beta desapalancada del Grupo Vodafone puede variar entre los valores de 1,57 y 1,89. También concluyen que la beta apalancada varía entre un 1,74 y 2,10 bajo un supuesto de un ratio de apalancamiento financiero bajo o entre un 2,24 y 2,70 bajo un supuesto de un ratio de apalancamiento alto.

Después de este breve resumen es oportuno hacer unas indicaciones:

1. El estudio de los analistas está fechado en mayo del 2003. Por lo tanto las series de cotizaciones que se usaron para estimar las betas son anteriores a esa fecha. El objeto de esta Resolución es establecer el coste de capital de Vodafone España para el ejercicio 2007. Esta Comisión no considera adecuado efectuar la estimación del parámetro beta de este ejercicio en base a datos del 2001, del 2002 y del primer semestre del 2003 dado que las condiciones de los mercados bursátiles son cambiantes y la beta del operador debe reflejar la situación actual de estos mercados.
2. El estudio compara al Grupo Vodafone con T-Mobile (UK). En este mismo estudio, los analistas señalan como una limitación de su análisis el comparar al Grupo Vodafone con T-Mobile, dado que el beneficio de la segunda es más bajo⁸. Esta afirmación también es válida si se compara a Vodafone España con el Grupo Vodafone, dado que según el Informe de Gestión del Grupo Vodafone para el ejercicio 2005 los beneficios del operador español solamente representan aproximadamente el 7,25% de los beneficios del grupo. Adicionalmente hay otras argumentaciones que indican que comparar el Grupo Vodafone con Vodafone España no resulta muy indicado, al tratarse de empresas distintas y que por lo tanto tienen ratios de apalancamiento financieros y operativos diferentes. Esto es importante porque como se explicará posteriormente (en el punto 4 de las etapas de estimación de la beta) estos ratios tienen efectos directos sobre el riesgo que soportan los accionistas de un operador.

⁸ Sin embargo, los autores del estudio se excusan en que el uso del Grupo Vodafone como comparable es inapelable, dado que en ese momento no existía ninguna otra empresa cotizante en el Reino Unido con series de cotizaciones suficientemente largas que garantizaran una estimación econométrica fiable del valor de la beta de T-Mobile.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

3. Adicionalmente, en la información proporcionada por Vodafone España no hay mención alguna a los ratios de apalancamiento operativo y financiero de la misma. Por lo tanto esta Comisión desconoce si el valor de la beta de 1,35 resulta de ajustar una beta desapalancada o si en cambio el valor resulta de tomar medias entre varias betas apalancadas de empresas del sector.
4. Por último, el valor de 1,35 propuesto por Vodafone España no pertenece a ninguno de los rangos indicados en el informe de los analistas de Charles River Associates y referenciados anteriormente. Vodafone España no ha dado ninguna justificación adicional que permita a esta Comisión conciliar estas horquillas de valores con el valor propuesto por Vodafone España de 1,35. Vodafone España menciona que este valor resulta de varias fuentes. Sin embargo, esta Comisión desconoce cuales son estas fuentes, dado que en su respuesta al requerimiento de información practicado en el día 16 de abril de 2006, Vodafone España solamente cita el estudio de Charles River Associates.

Dadas la falta de justificación del valor propuesto por Vodafone España esta Comisión no puede aceptar este valor. En este sentido, y dada la imposibilidad de una estimación directa, la beta del operador debe estimarse por un método alternativo. En este caso, esta Comisión propone estimar la beta de Vodafone España mediante la identificación de las betas de una muestra de empresas cotizantes comparables. Este método consta de 4 etapas que se resumen a continuación⁹.

Etapas de la estimación de la beta de Vodafone España

1. Identificación de una muestra de empresas cotizantes comparables a Vodafone España y estimación de sus betas.

Se identificó una muestra de empresas cotizantes que cumplieran los siguientes requisitos:

- (i) su ámbito operativo fuera mayoritariamente el europeo,
- (ii) tuvieran una actividad en prestación del servicio de telefonía móvil importante o mayoritaria y

⁹ En el anexo de esta Resolución se incorpora una descripción mas detallada de cada una de estas etapas de estudio.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- (iii) tuvieran infraestructura propia.

La circunscripción al ámbito europeo se justifica porque todas estas empresas se ven sujetas a una regulación común y a unos impactos macroeconómicos parecidos a los de Vodafone España. La decisión de incluir solamente empresas con infraestructura propia se debe a que se identificaron varias empresas europeas cotizantes de actividad móvil virtual con actividad en Europa, sin apenas inversiones y cuyos riesgos serían por lo tanto menores a los de Vodafone España. Finalmente, las empresas seleccionadas son: Mobistar, Telia Sonera y Telenor.¹⁰

Una vez identificadas estas empresas se obtuvieron las betas de todas ellas a partir de varias estimaciones econométricas¹¹. Los valores obtenidos fueron los siguientes: 0,69 para Mobistar, 0,87 para Telenor y 0,87 para Telia Sonera.

2. Corrección de estas betas iniciales tomando en consideración los ratios de apalancamiento operativo y financiero de las empresas de la muestra de forma que una vez corregidos los indicadores resultantes estuvieran vinculados solamente a las características del sector y no respondieran a las características específicas de cada empresa.

Es necesario indicar que una beta obtenida directamente de una regresión econométrica (beta apalancada) es un indicador que incorpora riesgos del sector y riesgos específicos a la empresa. Estos riesgos específicos son de dos tipos. Primero existe un riesgo financiero, de tal forma que al aumentar la deuda de una empresa, aumenta el riesgo soportado por sus accionistas, al ser mayor la probabilidad de perder el importe de la inversión en el caso de quiebra. Segundo existe un riesgo operativo: al aumentar la proporción de costes fijos sobre los costes variables de una empresa aumenta este riesgo por su menor flexibilidad para enfrentarse a cambios en el mercado. Por esta razón dos empresas del mismo sector presentarán distintas betas apalancadas si sus ratios de deuda sobre fondos propios y/o costes fijos sobre costes ajenos difieren.

La literatura financiera proporciona fórmulas estándar¹² mediante las cuales se pueden relacionar las betas apalancadas con las betas desapalancadas (o netas de los efectos específicos de la empresa). Tras identificarse los

¹⁰ En el anexo se encuentra una comparación entre estas y Vodafone.

¹¹ Ver anexo.

¹² Ver anexo y sección VI.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

ratios de apalancamiento financiero y operativo de las tres empresas seleccionadas, se ajustaron sus betas apalancadas para obtener tres indicadores (o betas desapalancadas) que aproximarán el valor de la beta del sector.

3. Obtención de la beta sectorial cómo una media ponderada de las betas desapalancadas de las empresas de la muestra.

Por último se calculó la beta sectorial desapalancada tomando la media ponderada de estas tres betas desapalancadas¹³. Este cálculo proporcionó una beta sectorial del 0,56. Este valor refleja los riesgos del negocio de telefonía móvil en Europa, neto de los efectos derivados de los riesgos financieros y operativos.

4. Cálculo de la beta apalancada de Vodafone España, incorporando a la beta sectorial obtenida sus riesgos operativos y financieros específicos.

Por último, para identificar la beta apalancada de Vodafone España, se ajustó este valor de la beta sectorial desapalancada para incorporar los riesgos específicos previstos para Vodafone España en el ejercicio 2007, en particular los riesgos derivados de su ratio de apalancamiento financiero (2,63%), su tipo impositivo efectivo medio (35,09%) y su ratio de apalancamiento operativo (70%)¹⁴. Los valores del ratio de apalancamiento financiero y del tipo impositivo medio son los valores propuestos posteriormente en este documento. El valor del apalancamiento operativo se obtuvo de las Cuentas de Resultados de Vodafone España para el ejercicio 2006. Con estas cifras, el valor resultante de la beta apalancada de Vodafone España es un 0,94.

En consecuencia esta Comisión considera que el valor de la beta de Vodafone España es de un 0,94 revisando a la baja el valor del parámetro aprobado para el ejercicio 2006: 1,16. El nuevo valor estimado por la CMT para el ejercicio 2007 refleja los principales riesgos del sector móvil en Europa, los riesgos operativos y financieros soportados por Vodafone España.

¹³ Se ponderó los indicadores de Telenor, Telia Sonera y Mobistar según la proporción de la cifra de negocios de cada una de ellas sobre el total, atribuyéndose un peso de 0,47 a Telia Sonera, de 0,40 a Telenor y de 0,12 a Mobistar.

¹⁴ Ver anexo.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En conclusión, la Comisión valora la prima por riesgo de las acciones de Vodafone España en un 4,23% y el coste de sus fondos propios en un 7,57%.

Estructura financiera.

Como se ha señalado, Vodafone España propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 99% y un ratio de deuda sobre valor total de 1%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Vodafone España para el ejercicio 2007 es un 1,01%. Vodafone España justifica estos valores de la siguiente forma:

“En la estimación de cierre del actual ejercicio, el peso de la deuda financiera sobre el valor de mercado de Vodafone España, S.A. se mantiene, al igual que el ejercicio anterior, cercano a cero. El valor en balance de la deuda con coste se estima asciende a 3,5 millones de euros al final del ejercicio. De esta forma se puede considerar para el próximo ejercicio un ratio del valor de los fondos propios en relación al valor de la empresa del 99%.”

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

A falta de estas valoraciones esta Comisión ha consultado con varias fuentes independientes¹⁵ para conocer cuales eran sus estimaciones del valor de mercado del negocio de Vodafone España. La media de estas estimaciones es de 14.919 millones de euros¹⁶. Esta Comisión propone usar este valor como valor de mercado de Vodafone España, en consistencia con la metodología que se viene usando en otras resoluciones¹⁷.

¹⁵ Se trata de los Informes de West LB de fecha 5 de diciembre de 2005 y de ING de 9 de noviembre de 2005.

¹⁶ Adicionalmente esta Comisión ha comprobado que el valor de capitalización del Grupo Vodafone en marzo de 2006 es aproximadamente de 111.117 millones de euros. Tomando como fuente el Informe Anual del Grupo para el ejercicio 2006 se comprueba que los beneficios de Vodafone España representan un 7,3% del total. Un cálculo muy aproximativo del valor del negocio español es de 8061 millones de euros.

¹⁷ Por ejemplo las resoluciones del día 27 de mayo sobre la tasa anual de retorno de Telefónica de España en el ejercicio 2004, del día 10 de junio de 2004 sobre la tasa anual de retorno de Telefónica



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En segundo lugar, respecto a la valoración de la deuda del operador, el análisis del Balance de Situación no auditado a 31 de marzo de 2006 pone de manifiesto que, al igual que en el ejercicio anterior, el valor de las partidas de acreedores (1.669,44 millones de euros), corresponde mayoritariamente a acreedores a corto plazo (1.667,44 millones de euros), con un importe mucho más reducido contabilizado a largo plazo (2,38 millones de euros). De la información contenida en el balance de situación provisional del ejercicio 2006 se desprende que el valor de la deuda financiera de la empresa es de 381,6 millones de euros.¹⁸

La Comisión considera adecuado derivar el valor de los fondos propios de una empresa tomando la diferencia entre el valor de la misma y el valor de su deuda. Así, al reconocer previamente como adecuados un valor del operador de 14.919 millones de euros y un valor de la deuda de 381,6 millones de euros, la Comisión también considera razonable el valor de mercado de los fondos propios que resulta de la diferencia entre los mismos: 14.537. De estos tres valores se desprende un ratio de apalancamiento financiero del 2,63%, un ratio de la deuda sobre el valor de la empresa del 2,56% y ratio de los fondos propios sobre el valor de la empresa del 97,44%.

Por tanto, de conformidad con los párrafos anteriores y con el procedimiento de valoración de la estructura financiera definido 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 considera adecuada, para la determinación del WACC de 2007, la siguiente composición de la estructura financiera de Vodafone España: un peso de los fondos propios sobre el valor total del 97,44%, un peso de la deuda sobre el valor total del 2,56%, y un ratio de apalancamiento financiero a precios de mercado del 2,63%.

Móviles S.A.U. en el ejercicio 2004, del día 31 de marzo de 2005 sobre la tasa anual de retorno de Telefónica de España en el ejercicio 2005, del día 19 de mayo de 2005 sobre la tasa anual de retorno de Telefónica Móviles S.A.U. en el ejercicio 2005, del día 20 de octubre de 2005 sobre la tasa anual de retorno de Retevisión Móvil S.A. en el ejercicio 2005 y finalmente del día 23 de febrero de 2006 sobre la tasa anual de retorno de Telefónica de España en el ejercicio 2006.

¹⁸ Esta cifra resulta de sumar los valores de los importe de deuda a largo plazo (2,38 millones de euros), las deudas con entidades de crédito a corto plazo (0,08 millones de euros) y la partida de otras deudas (379,1 millones de euros) dado que en el 2005 esta partida se componía mayoritariamente de deudas con proveedores de inmovilizado. Estos importes fueron los que se identificaron como deudas financieras que no estaban vinculadas con operaciones comerciales, pagos de impuestos o pagos a administraciones públicas.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Prima por riesgo de la deuda.

Respecto a la prima por riesgo de la deuda, Vodafone España propone utilizar un valor teórico igual al del ejercicio anterior del 1,50% (150 puntos básicos) sobre el tipo de interés libre de riesgo propuesto de un 3,7%. En conclusión Vodafone España valora su coste de la deuda antes de impuestos en un 5,2%.

Por otra parte, Vodafone España manifiesta en la información presentada en el seno de este expediente, que sus deudas a corto plazo con entidades de crédito han devengado durante el ejercicio 2006 un tipo de interés medio del 2,45%.

Dicho esto, cabe hacer dos puntualizaciones. La primera es que ese valor del tipo de interés medio es el tipo de interés estimado para las deudas con bancos, y no es un indicador referenciado a los intereses devengados por otros tipos de deuda. En segundo lugar, 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 España 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 España 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 lo tanto la Comisión considera adecuado analizar la posición crediticia de Vodafone España, 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 España sobre su estructura financiera, como la evaluación de su capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras.

Dicho lo anterior, las Resoluciones de esta Comisión han utilizado como indicador de capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras de los



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 sectorial¹⁹, este ratio es un indicador tanto de la capacidad del operador de obtener resultados antes de impuestos positivos, como de su 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 España proporcionaron los valores de 1.406,8 veces en el 2006, 1.053,59 veces en el 2005, 229,31 veces en el 2004 y un valor medio para el periodo 2004 -2006 de 896,56 veces. La evolución de estos valores confirma que el coste del endeudamiento de Vodafone España tiene un valor mínimo respecto a su capacidad de generación de fondos mediante sus operaciones ordinarias, e indica que la capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras de Vodafone España ha mejorado ejercicio tras ejercicio.

Pertenencia de Vodafone al Grupo Vodafone.

Por otra parte, la pertenencia de Vodafone España 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”.

¹⁹ 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

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, según la información financiera proporcionada por Moody's, Standard & Poor's, y Fitch, la calificación de "grado de inversión" de la deuda a largo plazo del Grupo Vodafone es de A3, A- y A- respectivamente, lo que indica una buena capacidad para atender a los servicios de esta deuda. Sin embargo debe añadirse que la posición crediticia del Grupo Vodafone ha empeorado en el ejercicio 2006. Esto se manifiesta en el cambio en las valoraciones crediticias de las tres instituciones mencionadas que en el ejercicio anterior eran A2, A y A respectivamente. Los cambios en estas valoraciones se deben al reconocimiento de la dificultad financiera del Grupo Vodafone ocasionada por unas pérdidas brutas anuales en el ejercicio 2006 superiores a los 21.500 millones de euros.

Por tanto, a pesar de que la posición crediticia de Vodafone España ha mejorado, a raíz del argumento presentado en el párrafo anterior y de la noción de que Vodafone España depende financieramente del Grupo Vodafone, esta Comisión considera conveniente aumentar la prima por riesgo de la deuda de Vodafone España aprobada para el ejercicio 2005, un 0,82% (82 puntos básicos) y valorar la prima por riesgo de la deuda de Vodafone España en un 1% (100 puntos básicos).

De esta forma, el coste de la deuda de Vodafone España es un 4,34%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,34%, y de una prima por riesgo del 1%. 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 España para el ejercicio 2005 en un 2,82%.

VI. WACC antes de impuestos.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

Vodafone España propone utilizar un valor del 34,82% como tipo efectivo medio del ejercicio 2007. Vodafone España también manifiesta que atendiendo al plazo de declaración de su Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2006, que comienza, el 1 de octubre de 2006, todas las cifras informadas son provisionales y reflejan previsiones realizadas por Vodafone España sobre el resultado de la liquidación del impuesto.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

La revisión de la documentación aportada por Vodafone España muestra evidencia de que el método presentado para la determinación del impuesto devengado en el ejercicio 2006 se ajusta al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General Contable, desarrollada por la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 9 de Octubre de 1997. No obstante, dadas las cifras aportadas y contenidas en la Cuentas de pérdidas y ganancias provisionales del ejercicio 2006 de Vodafone España el resultado del cálculo del tipo efectivo medio es un 34,1% y no el propuesto por Vodafone España (34,82%) en su escrito. Esta cifra resulta de dividir 495,9 millones de euros del Impuesto de Sociedades entre 1.452,6 millones de euros de beneficios antes de impuestos.

A pesar del cálculo anterior, esta Comisión propone una estimación del tipo efectivo en el ejercicio 2006 del 35,02%. Esta estimación se deriva de no incluir en el cálculo del tipo impositivo medio ni los beneficios extraordinarios del ejercicio 2006 cifrados en 3,72 millones de euros, ni los impuestos ocasionados por estos beneficios extraordinarios²⁰. Esta Comisión considera adecuado no incluir las partidas ocasionadas por actividades extraordinarias en el cálculo del tipo impositivo medio. La razón es que es conveniente que exista consistencia entre los criterios adoptados por el Sistema de Contabilidad de Costes de Vodafone España en la imputación de las partidas extraordinarias para la determinación del estándar de costes corrientes, conforme a lo establecido en los principios de contabilidad de costes, y la determinación del WACC. En este mismo sentido se ha manifestado la Comisión Europea en la Recomendación de 8 de Abril de 1998 sobre la interconexión en un mercado de las telecomunicaciones liberalizado (Parte 2 – separación contable y contabilidad de costes), que considera necesaria la consistencia en el tratamiento de los activos y los costes y los ingresos asociados, en la contabilidad de costes, y en la determinación del WACC.

Por último, la Comisión considera adecuada la estimación del tipo efectivo de gravamen para el cómputo del WACC a aplicar en la contabilidad de costes de ejercicio 2007 de Vodafone España a partir de la media aritmética de los tipos efectivos de gravamen durante los últimos tres ejercicios- 2004, 2005, y 2006. Estos tipos son del 34,41%, 35,83% y 35,02% respectivamente²¹. Por tanto, la

²⁰ Estos impuestos ocasionados por los beneficios extraordinarios se obtienen de deducir del resultado contable antes de impuestos del ejercicio 2006, el valor de 3,72 millones de euros.

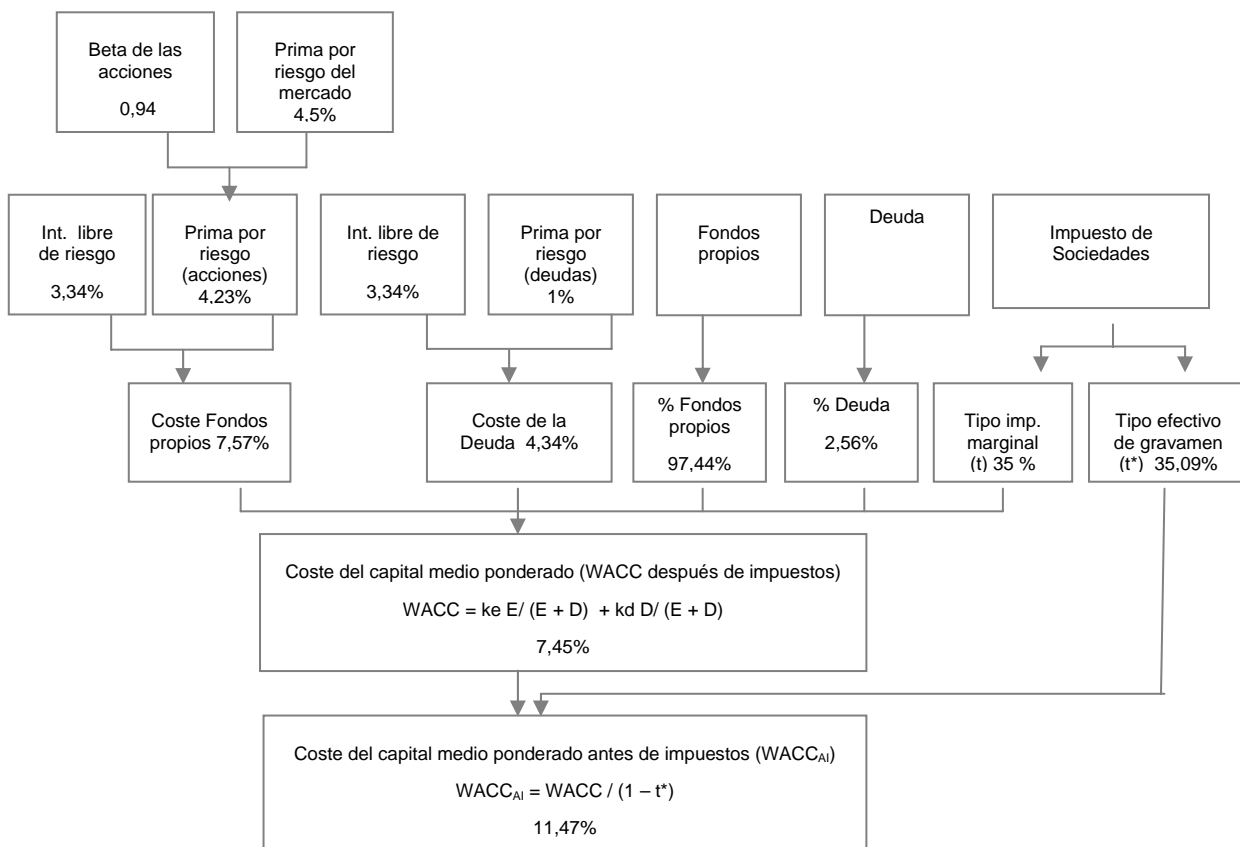
²¹ Para los tipos del 2004 y del 2005 se considera el tipo efectivo medio resultante de dividir las cifras de Impuesto de Sociedades y de beneficios antes de impuestos de las Cuentas de Resultados de ambos ejercicios. Por lo tanto estos cálculos incluyen los gastos extraordinarios que se produjeron. Sin embargo los importes de estos gastos son tan nimios que una aproximación de los tipos impositivos que no los incluyeran resultaba en un 34,42% en el ejercicio 2005 y un 35,81% en el 2004. Se optó por no incluir



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Comisión cuantifica el tipo efectivo de gravamen para la determinación del WACC de Vodafone del ejercicio 2007, en un 35,09%.

Por último, el siguiente gráfico 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.



estas cifras dada la ausencia de toda la información necesaria para concluir en un resultado totalmente fiable.



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 2007 un coste del capital medio ponderado (WACC después de impuestos) del 7,45% y un tipo efectivo de gravamen del 35,09%.

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 11,47%.

3. 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 España deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2007, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución a la valoración de los capitales invertidos por Vodafone España, 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 España, y de su valoración por los Servicios de la Comisión.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

PARAMETROS	VODAFONE	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,7%	3,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,00%	4,50%
Beta de las acciones	1,35	0,94
Coste de los fondos propios	11,8%	7,57%
Prima por riesgo de la deuda	1,5%	1%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,2%	4,34%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,38%	2,82%
Ratio de fondos propios sobre valor total	99,00%	97,44%
Ratio de deuda sobre valor total	1,00%	2,56%
WACC después de impuestos	11,72%	7,45%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	34,88%	35,09%
WACC antes de impuestos	17,97%	11,47%

Por tanto, la Comisión no ha considerado adecuado aceptar los valores propuestos por Vodafone España, modificándolos 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 España 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.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

EJERCICIOS	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²	2004 ³	2005 ⁴	2006 ⁵	2007
WACC DESPUES DE IMPUESTOS	13,05%	12,60%	12,67%	12,67%	9,36%	9,31%	8,70%	7,44%
TASA DE RETORNO	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	14,18%	14,00%	13,29%	11,47%

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 2007, del 11,47%, 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 Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.



COMISION DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 48.17 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición adicional cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

EL SECRETARIO

Vº Bº

EL PRESIDENTE

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera