



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

CERTIFICA:

Que en la Sesión Nº 21/08 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 5 de junio de 2008, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE FRANCE TELECOM ESPAÑA, S.A. DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁMPUTO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008.

(Expediente AEM 2008/414)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

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

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

Tercero.- Con fecha 25 de marzo de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito presentado por Don Julio Gómez Cobos, en nombre y representación de France Telecom España, S.A. (en adelante, Orange) por el que se solicita a la CMT

¹Resolución sobre la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (AEM 2006/736)



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

que tenga por presentada su propuesta y justificación de la tasa anual de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2008. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Orange solicitando a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2008.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Orange para el año 2008.

De acuerdo a la solicitud presentada por Orange, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 25 de marzo de 2008 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2008/414.

Cuarto.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, el 9 de abril de 2008 la CMT solicitó a Orange que presentara la siguiente información:

1. Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes a los ejercicios 2006 y 2007.
2. Desglose y explicación de las siguientes partidas del balance 2007:
 - a. Provisiones para riesgos y gastos
 - b. Acreedores a corto plazo
 - i. Deudas con empresas asociadas y vinculadas
 1. Otras deudas
 - ii. Otras deudas no comerciales
 1. Otras deudas
3. Aclaración de la divergencia entre los valores de la deuda con entidades de crédito a corto plazo que constan en el balance 2007 y en el doc. 4 del escrito de Orange de 25 de marzo (Certificado de Cumplimiento).
4. Informes de bancos de inversión o de analistas independientes que contengan una valoración reciente del negocio móvil de France Telecom España, S.A.
5. Distribución del activo total de Orange entre las siguientes categorías excluyentes entre sí:
 - a. Activos pertenecientes al negocio móvil
 - b. Activos pertenecientes al resto de negocios
 - c. Activos comunes
6. EBITDA del 2007 para el negocio móvil y la justificación de su cálculo en base al doc. 5 del escrito de Orange de 25 de marzo.
7. EBITDA del 2007 para el negocio fijo e Internet de Orange.
8. Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente a los ejercicios fiscales 2006 y 2007 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Quinto.- Con fecha 6 de mayo de 2008 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Orange con varios anexos que respondían al requerimiento de información mencionado en el punto cuarto, salvo lo referente a su apartado 4.

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

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

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

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

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

De acuerdo con el apartado 3.2.c) del anexo de la Resolución de 15 de julio de 1999 por la que se aprueban los principios, criterios y condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes:

“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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

resolverá sobre su aplicación o modificación razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial (...)”.

III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2008 REALIZADA POR ORANGE

Orange propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2008 del 12,27%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Orange para el WACC después de impuestos: un 8,38%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: un 31,72%.

III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por Orange es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2008 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera. Así conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera, el coste del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

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

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

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

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por Orange.

Parámetro	Valor
Tipo de interés libre de riesgo	4,24%
Prima por riesgo del mercado	5,96%
Beta de las acciones	0,86
Coste de los fondos propios	9,37%
Prima por riesgo de la deuda	0,82%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,16%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,61%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,94%
Ratio de deuda sobre valor total	17,06%
WACC después de impuestos	8,38%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,72%
WACC antes de impuestos	12,27%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tipo de interés libre de riesgo

Orange considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años y estima el tipo de interés libre de riesgo como una media ponderada de las adjudicaciones de las Obligaciones a 10 años resultantes de las tres últimas subastas del Tesoro celebradas en el año 2007. Como resultado, Orange estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2008 en un 4,24%. Cabe destacar que Orange ha utilizado su valor propuesto de 4,24% para el cálculo del coste de los fondos propios y en cambio, como se verá más adelante, ha usado 4,34% en el cálculo del coste de la deuda.

Prima de riesgo del mercado

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Orange considera adecuado estimar su valor en un 10,17% en base a la evolución del IBEX 35 en los últimos 15 años corregida con los tipos de interés medios históricos de los Bonos del Estado. Cabe destacar, que a pesar de estimar la prima de riesgo en 10,17%, Orange ha utilizado 5,96% en sus cálculos.

Beta de Orange

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

Orange propone un valor de beta aplicable al negocio móvil de Orange de 0,86. Para obtener este número, en primer lugar Orange ha calculado una beta sectorial promediando las betas² desapalancadas de las empresas Vodafone UK, Telenor y Telia Sonera. Posteriormente ha calculado su beta apalancada incorporando a la beta sectorial los riesgos operativos y financieros específicos de Orange.

Coste de los Fondos Propios

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, Orange cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,37%. Esto supone una prima por riesgo de las acciones del 5,13%. Como se ha comentado anteriormente, en la propuesta de Orange hay una divergencia entre la prima de riesgo del mercado propuesta, 10,17%, y la que realmente ha utilizado (5,96%).

Prima por riesgo de la deuda

Orange propone una prima de riesgo de la deuda de 0,82% que resulta de la suma de los Interest Rate Swap más el importe del Credit Default Swaps menos el tipo de interés libre de riesgo.

² Orange ha obtenido estas betas en informes de Reuters.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Coste de la Deuda

Como resultado de lo expuesto, Orange estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 5,16%, correspondiente a la suma de la prima por riesgo de la deuda (0,82%) más la tasa libre de riesgo (4,34%).

Según Orange, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,61%. Para efectuar este cálculo Orange corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo impositivo nominal del Impuesto de Sociedades para el ejercicio 2008, es decir un 30%.

Estructura financiera

Orange propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 82,94%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 17,06%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2008 es un 20,57%.

En esta estimación Orange valora su negocio móvil y la deuda en base al precio de adquisición de Auna en noviembre de 2005.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

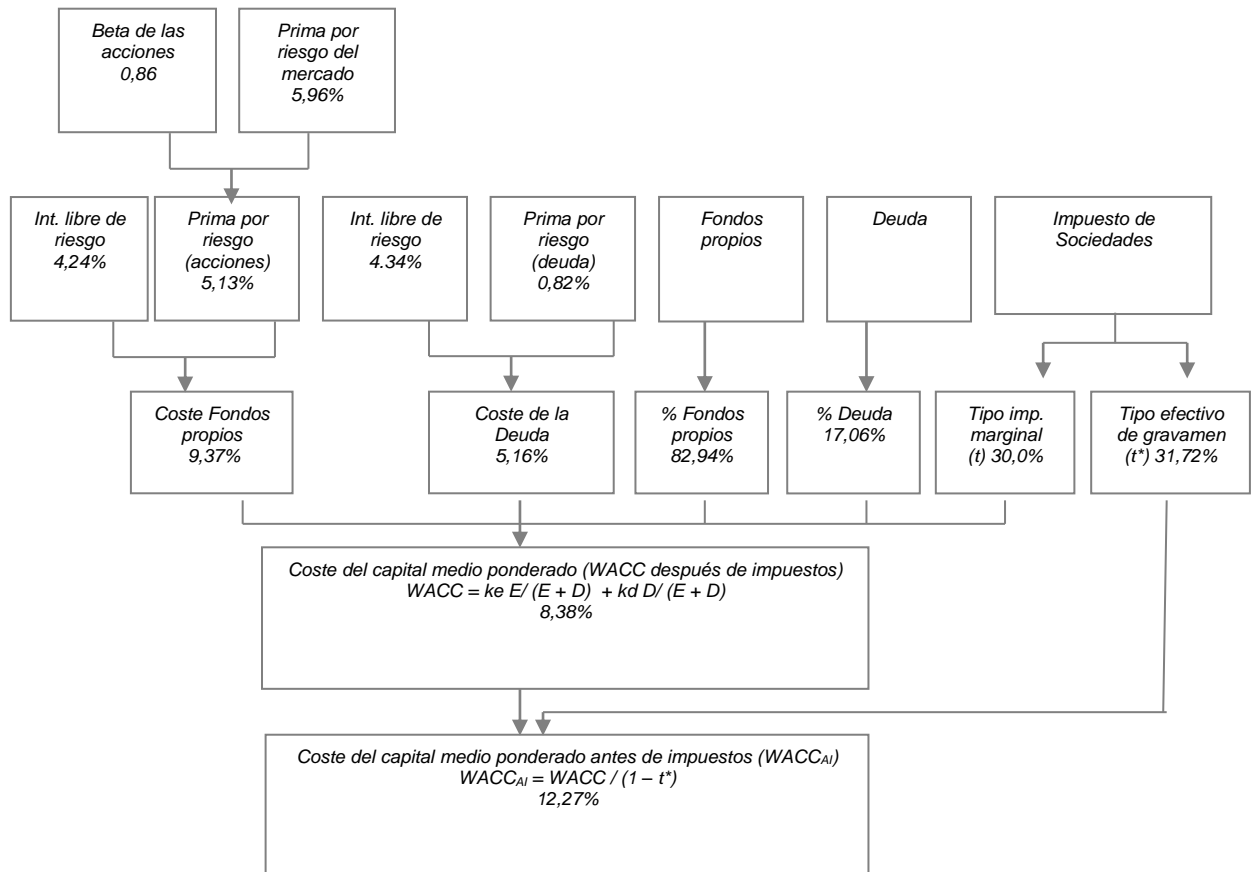
En su escrito, Orange propone un 31,72%. Para su cálculo, Orange ha estimado el resultado de su negocio móvil con tipo impositivo efectivo para los 3 últimos ejercicios y ha calculado su media.

Resumen de la propuesta

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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR ORANGE

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

No obstante, debe indicarse que el 28 de Noviembre de 2006 se publicó en el BOE número 285 la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio. Esta Ley modificó el tipo general de gravamen del Impuesto de sociedades, pasando este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 30% en el ejercicio 2008.

Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo e indirectamente sobre el coste de la deuda así como sobre el WACC antes de impuestos. En la Resolución de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

esta Comisión de 19 de julio de 2007 relativa a la aprobación del WACC de Orange de 2007 ya se reflejó cómo esta incidencia debería incorporarse en el cálculo del WACC después de impuestos.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de Orange, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

IV.1. WACC después de impuestos

Tipo de interés libre de riesgo

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que un valor razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de los operadores dominantes en un año natural es la media ponderada³ del tipo de interés medio de las tres subastas del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006⁴, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores.

Dicho lo anterior, la CMT valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de Orange en el ejercicio 2008, en un 4,34%. Este valor se corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de las Obligaciones del Estado del Tesoro Público de 20 de marzo de 2007, 19 de julio de 2007 y 15 de noviembre de 2007 y no coincide con el valor propuesto por Orange (4,24%) debido presumiblemente a una incorrecta ponderación en su propuesta.

Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, se especifica que el estimador de este parámetro se obtendrá como una media aritmética de las diferencias entre los rendimientos mensuales del IBEX y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. Tomando los datos mensuales del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años se obtiene un valor de la prima del 7,09%.

El cálculo de la CMT no coincide con el aportado por Orange, entre otros motivos, porque Orange ha utilizado series anuales en lugar de mensuales, conforme se establece en la metodología.

³ Esta media ponderada asigna un peso de 1/2 al valor de la muestra más reciente, un peso de 1/3 al valor intermedio y un peso de 1/6 al valor más lejano en el tiempo.

⁴ Resoluciones relativas a la estimación de las tasas de retorno de los operadores móviles dominantes en el 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

El resultado del cálculo de la CMT implica un aumento de un 12,54% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para Orange para el ejercicio 2007. Este aumento tiene su origen en el incremento del riesgo percibido en el mercado de renta variable. A nivel estadístico el aumento de la prima de riesgo calculada se explica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2007 en que la prima de riesgo es positiva y creciente, y excluye los del año 1992, en los que la prima de riesgo mensual era negativa.

Beta de las acciones de ORANGE

Orange estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2008 en un 0,86. Por tanto, Orange propone la aprobación de un valor del parámetro beta superior al aprobado por la CMT (0,69) para el ejercicio 2007.

Por otra parte, en la documentación presentada dentro de la propuesta de tasa anual de retorno, Orange manifiesta lo siguiente:

“Ni FRANCE TELECOM ESPAÑA, S.A. ni su rama de actividad móvil cotizan de manera aislada en el mercado bursátil, por tanto el parámetro beta no puede estimarse de manera directa mediante métodos econométricos de regresión.”

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

Orange ha realizado una estimación basada en los criterios recogidos en la Metodología aprobada por la CMT, aunque la relación de empresas cotizadas comparables se limita a tres: Vodafone, Teliá Sonera y Telenor. En consecuencia la CMT no puede aceptar como referencia el valor de 0,86 propuesto por la operadora y procede a corregirlo según se establece en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, utilizando cinco empresas comparables.

Adicionalmente, cabe mencionar que al objeto de homogeneizar los resultados del cálculo de la beta del mismo periodo entre todas las operadoras móviles, la CMT usa en su cálculo las mismas estimaciones de los parámetros financieros de las empresas comparables europeas.

Por tanto, la muestra de empresas escogida por la CMT será la misma que la utilizada en las resoluciones de la Tasa de Retorno de Vodafone España, S.A. y Telefónica Móviles España, S.A.⁵ para el ejercicio 2008. Los datos de origen se resumen en la tabla 2:

Tabla 2: Estimaciones de parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,66	3.256,05	7.474,61	502,10	159,873	31,84%
MOBILE TELESYSTEMS	0,65	2.334,87	17.042,94	1665,86	576,103	34,58%

⁵ Resoluciones de 3 de abril de 2008 (AEM 2008/2) y de 24 de abril de 2008 (AEM 2008/249)



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
MOBISTAR	0,52	3,46	4.091,69	441,63	142,08	32,17%
TELENOR	0,73	4.581,80	197.012,19	21527,73	3148	14,62%
TELIA SONERA	0,74	2.971,53	252.588,22	25226,03	5943	23,56%
VODAFONE GROUP	1,07	33.320,94	106.671,68	-2382,99	2.423,00	-101,68%

Fuente: Standard&Poors. Beta calculada mediante una regresión de cotizaciones diarias del 2006 y 2007.

Siguiendo el criterio de homogeneidad valorativa y con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media y la varianza, se ha excluido la valoración de Vodafone Group al considerarse como extremo estadístico. La exclusión de los valores extremos de la muestra es un procedimiento habitual en el cálculo estadístico. La técnica aplicada para excluir los extremos estadísticos ha sido la denominada de los “inner fences” y los “outer fences”, umbrales inferiores y superiores, que se calculan a partir del percentil 25% y percentil 75% de los valores de la muestra empleada⁶. La práctica habitual es determinar que los valores que se encuentran fuera del intervalo determinado por los “outer fences” y de “inner fences” son extremos estadísticos⁷.

A partir de los datos de los otros cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada⁸ para los mismos y su media aritmética, referenciados en la tabla 3.

Tabla 3: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,66	0,51
MOBILE TELESYSTEMS	0,65	0,58
MOBISTAR	0,52	0,52
TELENOR	0,73	0,63
TELIA SONERA	0,74	0,69
BETA MEDIA	0,66	0,58

Utilizando la fórmula referenciada en la nota a pie de página número 8 y los datos de apalancamiento financiero de Orange (29,03% según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de Orange (31,61%, según se justifica en la siguiente sección de Estructura Financiera), se obtiene el valor de la beta de Orange: un 0,70.

⁶ Se identifican los valores del valor del percentil al 25% y al 75% y su diferencia. El umbral inferior de la inner fence es el percentil al 25% menos 1,5 veces la diferencia entre los dos percentiles. El umbral superior de la inner fence es el percentil al 75% mas 1,5 veces la diferencia. En los dos umbrales de la outer fence se sustituye en la fórmula el 1,5 por un 3.

⁷ Ver “Statistics for business and economics” de Mc Clave, Benson y Sincich. Ed. Pearson.

⁸ La relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una

empresa esta descrita por la ecuación:
$$\beta_A = \beta_D^1 \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$
 donde β_A es la beta apalancada,

β_D^1 es la beta desapalancada que no incorpora riesgos financieros, t es el tipo impositivo efectivo medio de la empresa y D/E es el ratio de deuda sobre la capitalización de la empresa.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dicho lo anterior, la CMT valora la prima de riesgo de Orange en un 4,96% y el coste de los fondos propios de Orange en un 9,30%, un 12,08% mayor que el coste aprobado en el ejercicio anterior.

Estructura financiera

Orange comunicó que el peso de la deuda financiera con coste sobre su valor de mercado es de 17,06% y el ratio de recursos propios sobre valor total de 82,94%.

Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Orange para el ejercicio 2008 es un 20,57%.

Es conveniente señalar que la documentación aportada por Orange no incluye la valoración directa a precios de mercado de los fondos propios del negocio móvil de Orange sino una estimación en base al valor de la adquisición de Auna por parte del grupo France Telecom en noviembre de 2005, valores que pueden ser muy diferentes a los actuales. Este hecho que impide la verificación de los ratios de estructura financiera propuestos por la operadora.

A falta de estas valoraciones por parte de Orange, esta Comisión ha realizado un análisis de las valoraciones de empresas comparables con datos de Standard&Poors. Las empresas seleccionadas han sido las mismas que las utilizadas para la estimación de la beta.

Tabla 4. Valoraciones de empresas comparables

EMPRESA	Valoración de la Empresa		
	Multiplicador	EBITDA	Valor empresa
COSMOTE MOBILE TELECOM	9,00	985,90	8.869,80
MOBILE TELESYSTEMS	8,42	4.223,58	35.562,28
MOBISTAR	6,09	591,32	3.603,58
TELENOR	6,59	29,00	191,14
TELIA SONERA	7,81	30.290,55	236.688,25
Media	7,58		

En base a la media de valoraciones de empresas comparables, se considera adecuado una valoración del negocio móvil de Orange en 7,58 veces el EBITDA. El cálculo del EBITDA (**[CONFIDENCIAL]**) se ha realizado en base a la respuesta de Orange al requerimiento de información y con datos del ejercicio contable de 2007. El valor del negocio móvil de Orange resultante es de **[CONFIDENCIAL]**. Esta Comisión propone usar este cálculo como valor de mercado del negocio móvil de Orange, en consistencia con la metodología que se viene aplicando para el resto de los operadores.

En segundo lugar, respecto a la valoración de la deuda del operador, el análisis del Balance de Situación a 31 de diciembre de 2007 del grupo France Telecom España, S.A. pone de manifiesto que el valor de las partidas de acreedores **[CONFIDENCIAL]**, corresponde mayoritariamente a deuda con entidades de crédito a largo plazo **[CONFIDENCIAL]**. La deuda con coste financiero de Orange se completa con **[CONFIDENCIAL]** de deuda con entidades de crédito a corto plazo y con



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

[CONFIDENCIAL] en préstamos con empresas del grupo. Para estimar el valor de la deuda del negocio móvil se ha ajustado la deuda con coste financiero del grupo France Telecom España, S.A., por el peso **[CONFIDENCIAL]** de los activos del negocio móvil respecto el total. Como resultado, el valor de la deuda estimada del negocio móvil es **[CONFIDENCIAL]**.

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de Orange en **[CONFIDENCIAL]**. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 77,50% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 22,50% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 29,03%.

Prima por riesgo de la deuda

Orange propone una prima de riesgo de la deuda valorada en 0,82 en base a los Interest Rate Swap a 10 años nominados y los importes del Credit Default Swap a 10 años de la cabecera del grupo.

En efecto, este cálculo sigue los criterios usados en la estimación de la prima por riesgo de la deuda para el WACC del año 2007 y está conforme con la nueva metodología del cálculo del WACC aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 en la que se manifiesta:

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

Dicho lo anterior, la CMT admite el valor propuesto por Orange, por el que valora el coste de la deuda de Orange en un 5,16%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 4,34%, y de una prima por riesgo del 0,82%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2008 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de Orange para el ejercicio 2008 es un 3,61%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV.2. WACC antes de impuestos

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, Orange propone 31,72%. Este valor es el resultado de restar al tipo marginal del Impuesto de Sociedades 2008 la media del diferencial entre el tipo medio efectivo y el nominal de los últimos tres años.

La CMT entiende que este método de cálculo sigue parcialmente la Resolución AEM 2007/699⁹ y que refleja adecuadamente el cambio de tendencia que resulta de la reducción en tres años del tipo impositivo marginal de un 35% a un 30%.

La siguiente tabla, presentada por Orange, indica los beneficios de las actividades ordinarias y del impuesto de sociedades del negocio móvil del operador para los ejercicios 2005, 2006 y 2007. La tabla proporciona también el cociente entre el impuesto de sociedades y el beneficio de las actividades ordinarias, como aproximación al tipo impositivo efectivo del operador en esos ejercicios.

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

Orange propone la media ponderada (1/6 en 2005, 2/6 en 2006 y 3/6 en 2008) de los tipos efectivos ajustados al nuevo tipo impositivo nominal del 30% para el año 2008, resultando una tasa impositiva efectiva de 31,72%.

De acuerdo con los cálculos de la CMT, la propuesta de tipo impositivo efectivo de Orange difiere al importe que resulta de aplicar la metodología aprobada únicamente en el tipo de ponderación usado para la media de los tres ejercicios fiscales. De acuerdo con la metodología, la CMT considera que la media de los tipos ajustados de los últimos tres años tiene que ser media simple y no ponderada como propone Orange.

Considerando la media simple de los tres tipos impositivos efectivos resulta un tipo medio efectivo de un 31,61%.

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el WACC después de impuestos de Orange para el ejercicio 2008 en un 8,02% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de Orange para el ejercicio 2008 en un 11,73%, presentando este último valor un aumento del 6,06% respecto el aprobado en la Resolución de 19 de julio de 2007, relativo al ejercicio comprendido entre el 1 de enero de 2007 y el 31 de diciembre de 2007.

⁹ Resolución de 19 de julio de 2007 por la que se aprueba la propuesta de tasa de retorno para el ejercicio 2007 de Orange. En esta Resolución se aprobaron los tipos efectivos para los años 2005 y 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. CONSIDERACIONES FINALES

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que Orange deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2008, 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 Orange, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

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

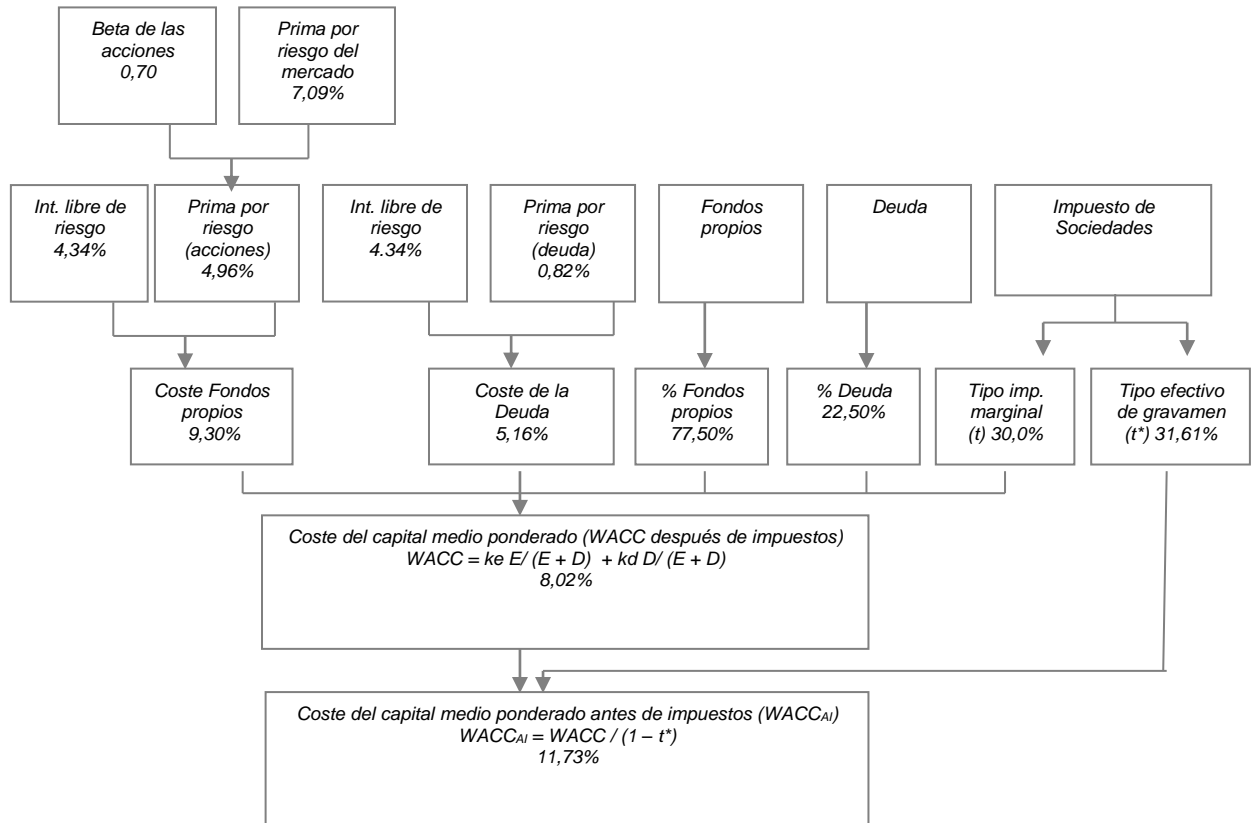
Tabla 6: Tasa de retorno propuesta por Orange y valoración de la CMT.

PARAMETROS	Orange	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,24%	4,34%
Prima por riesgo del mercado de acciones	5,96%	7,09%
Beta de las acciones	0,86	0,70
Coste de los fondos propios	9,37%	9,30%
Prima por riesgo de la deuda	0,82%	0,82%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,16%	5,16%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,61%	3,61%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,94%	77,50%
Ratio de deuda sobre valor total	17,06%	22,50%
WACC después de impuestos	8,38%	8,02%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,72%	31,61%
WACC antes de impuestos	12,27%	11,73%

El siguiente gráfico resume la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



La siguiente tabla muestra la evolución de la tasa de retorno de Orange, aprobada por la CMT en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2008, aprobada por esta Resolución.

Tabla 8: Comparativa de tasas de retorno

Ejercicios	2003 ¹	2004 ¹	2005 ¹	2006 ²	2007 ³	2008
WACC después de impuestos	9,31%	8,88%	8,30%	7,35%	7,33%	8,02%
Tasa de retorno	14,42%	13,01%	12,77%	11,32%	11,06%	11,73%

NOTAS:

¹ Resolución de la Comisión de 20 de octubre de 2005.

² Resolución de la Comisión de 30 de noviembre de 2006.

³ Resolución de la Comisión de 19 de julio de 2007.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

Primero.- Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por France Telecom España, S.A., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2008, del 11,73%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Segundo.- La tasa de retorno aprobada en esta Resolución deberá ser empleada por la operadora para computar los costes de capital en la contabilidad de costes referida al ejercicio 2008 (comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre).

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y en el artículo 23.2 del Texto Consolidado del Reglamento de Régimen Interior aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión de fecha 20 de diciembre de 2007 (B.O.E. de 31 de enero de 2008), con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

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

EL SECRETARIO

Vº Bº
EL PRESIDENTE

Ignacio Redondo Andreu

Reinaldo Rodríguez Illera