



## 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 N° 24/09 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 2 de julio de 2009, 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 CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009.**

**(Expediente AEM 2009/465)**

### I. ANTECEDENTES DE HECHO

**Primero.-** 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 dominantes<sup>1</sup>.

**Segundo.-** Con fecha 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas.

**Tercero.-** Con fecha 13 de marzo de 2009 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 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:

<sup>1</sup>Resolución 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

- Escrito de Orange solicitando a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2009.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Orange para el año 2009.

De acuerdo a la solicitud presentada por Orange, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 13 de marzo de 2009 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/465.

**Cuarto.-** Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, el 30 de marzo de 2009 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 2007 y 2008.
2. Copia del documento de UBS Investment Research (informe de 17 de febrero de 2009) usado para el cálculo de la estructura de capital en el apartado II de su propuesta de Tasa Anual de Retorno.
3. Justificación del cálculo del EBITDA del negocio móvil utilizado en el apartado II de su propuesta de Tasa Anual de Retorno.
4. Justificación y detalle del cálculo del porcentaje correspondiente al peso de los activos del negocio móvil con respecto al total utilizado en el apartado II de su propuesta de Tasa Anual de Retorno.
5. En el caso que Orange disponga de ellos, informes de bancos de inversión o de analistas independientes que contengan una valoración reciente del negocio de France Telecom España, S.A.
6. Desglose y explicación de las siguientes partidas del balance 2008:
  - 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
7. Copia de los documentos de Reuters usados para la estimación del parámetro beta y copia del *Documento 6* al que se hace referencia en la página 10 (apartado 4.3) de la propuesta de Tasa Anual de Retorno.
8. Copia de documentos que justifiquen los *Interest Rate Swap a 10 años nominados* y el *Credit Default Swap a 10 años* utilizados en el apartado V de su propuesta de Tasa Anual de Retorno.
9. Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente a los ejercicios fiscales 2007 y 2008 (o en su defecto, previsión de los resultados de la Autoliquidación del impuesto).

**Quinto.-** Con fecha 24 de abril de 2009 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 la información contable referida al ejercicio 2008.

**Sexto.-** Con fecha 22 de junio de 2009 se recibieron en el Registro de la CMT las cuentas anuales de Orange correspondientes al ejercicio 2008.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### 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 18 de diciembre de 2008, la CMT aprobó la definición y análisis del mercado de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado en ese mercado y la imposición de obligaciones específicas.

Tras los análisis efectuados, se concluyó que este mercado no era realmente competitivo y se identificó a France Telecom España, S.A., como operador con poder significativo en el mismo, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009 REALIZADA POR ORANGE

Para la determinación de los costes de capital del año 2009, Orange propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos) del 12,34%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por Orange para el WACC después de impuestos (8,38%) y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades de un (32,06%).

#### III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por Orange es el resultado de la suma de sus estimaciones 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	4,29%
Prima por riesgo del mercado	6,70%
Beta de las acciones	0,74
Coste de los fondos propios $ke$	9,23%
Prima por riesgo de la deuda	1,30%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,59%
Coste de las deudas (después de impuestos) $kd$	3,91%
Ratio de fondos propios sobre valor total $E / (E + D)$	84,06%
Ratio de deuda sobre valor total $D / (E + D)$	15,94%
WACC después de impuestos	8,38%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,06%
WACC antes de impuestos	12,34%

#### 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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

últimas subastas del Tesoro celebradas en el año 2008. Como resultado, Orange estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2009 en un 4,29%.

### Prima de riesgo del mercado

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, Orange ha calculado la media aritmética de las diferencias entre la rentabilidad media de la cartera del mercado (variaciones mensuales del IBEX-35 en los últimos 15 años) y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. El valor de la prima por riesgo del mercado bursátil ha sido del 6,70%.

### 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.

Para la obtención de la beta, Orange ha calculado una beta sectorial promediando las betas desapalancadas de las empresas Vodafone Group, Mobistar, Mobile Telesystems, Telenor y Telia Sonera.

Tabla 2. Betas desapalancadas de empresas comparables

Empresa	Valor de la beta	Cifra de negocios (M€)
MOBILE TELESYSTEMS	0,55	8.252,4
MOBISTAR	0,22	1.539,9
TELENOR ASA	0,61	6.464,0
TELIASONERA AB	0,53	10.204,3
VODAFONE GROUP	0,77	42.143,6
Media ponderada	0,69	

Fuente: Reuters

Posteriormente ha calculado su beta apalancada incorporando a la beta sectorial los riesgos financieros específicos de Orange (apalancamiento financiero: D/E) y su tipo impositivo efectivo (t). Para ello ha utilizado la siguiente ecuación,  $\beta_{\text{empresa}} = \beta_{\text{sector}} \times (1 + (1-t) \times D/E)$ , con un valor de t igual a 32,06% y un valor de D/E igual a 18,96. Por tanto, en la propuesta de la operadora, el valor de beta aplicable al negocio móvil de Orange es de 0,74.

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta y para la prima de riesgo del mercado, se obtiene una prima por riesgo de las acciones del 4,94%.

### Coste de los Fondos Propios

En conclusión, Orange cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,23%, conforme el modelo CAPM, *Capital Asset Pricing Model*.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### Coste de la Deuda y Prima por riesgo de la deuda

Orange propone una prima de riesgo de la deuda de 1,30% que resulta de la suma de los Interest Rate Swap a 10 años más el importe del Credit Default Swaps a 10 años menos el tipo de interés libre de riesgo. Las cifras anteriores se refieren a instrumentos financieros de la cabecera del grupo France Telecom y pertenecen al ejercicio 2008.

Como resultado de lo expuesto, Orange estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 5,59%, correspondiente a la suma de la prima por riesgo de la deuda (1,30%) más la tasa libre de riesgo (4,29%).

Según Orange, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,91%. 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 2009, es decir un 30%.

### Estructura financiera

Orange propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 84,06%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 15,94%. Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2009 es un 18,96%.

En esta estimación Orange valora su negocio móvil **[CONFIDENCIAL]** basándose en el multiplicador sobre ingresos de empresas comparables. A su vez, Orange ha estimado el valor de la deuda del negocio móvil **[CONFIDENCIAL]** ajustando la deuda del grupo con coste financiero por el peso de los activos del negocio móvil.

### Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

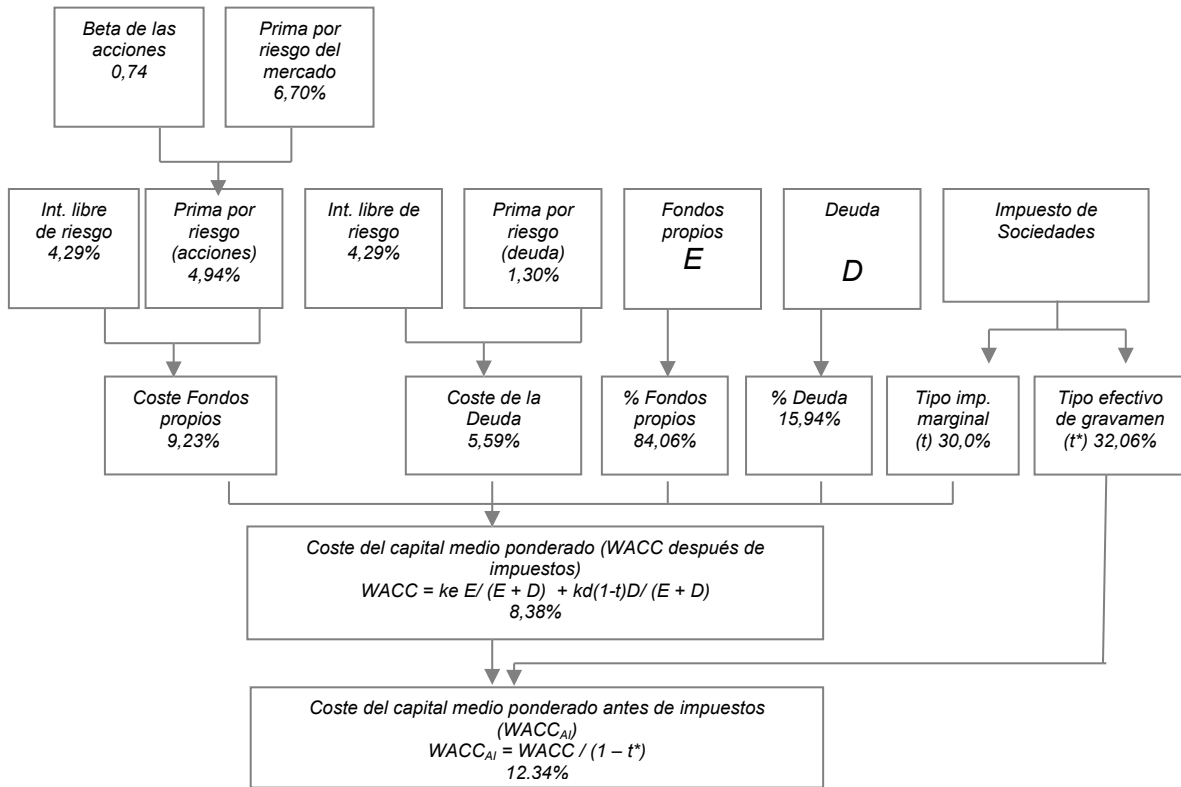
En su escrito, Orange propone un 32,06%, resultado de la media ponderada del tipo impositivo efectivo de su negocio móvil para los 3 últimos ejercicios

### 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 los componentes del WACC.

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% en el ejercicio 2006 a un 30% en el ejercicio 2008 y sucesivos.

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





## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 ponderada<sup>2</sup> 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 15 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006<sup>3</sup>, 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 2009 en un 4,29%. Este valor se corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de las Obligaciones del Estado del Tesoro Público realizadas en los meses de julio, septiembre y noviembre de 2008. La CMT ha comprobado que el cálculo realizado por Orange en su propuesta está conforme con lo dispuesto en la metodología.

#### 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.

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 Orange para 2009, esta Comisión propone utilizar como valor el aprobado para TESAÚ<sup>4</sup> para este mismo periodo: el 6,87%.

El cálculo de la CMT no coincide con el aportado por Orange, entre otros motivos, porque la CMT ha depurado la serie histórica mediante la técnica de “inner fences” y

---

<sup>2</sup> 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.

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

<sup>4</sup> Resolución de 2 de abril de 2009 por la que se aprueba la propuesta de Telefónica de España, S.A.U., de tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2009.





## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

“outer fences” para eliminar valores extremos. Aplicando esta técnica se han eliminado 14 observaciones sobre un total de 180.

El resultado del cálculo de la CMT implica un descenso de un 3% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado para Orange para el ejercicio 2008. Esta disminución se debe a que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2008 en que la prima de riesgo es negativa.

### **Beta de las acciones de ORANGE**

Orange estima el valor del parámetro beta de sus acciones para el ejercicio 2008 en un 0,74. Por tanto, Orange propone la aprobación de un valor del parámetro beta superior al aprobado por la CMT para el ejercicio 2008 (0,70).

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. Dado que sus acciones no cotizan en el mercado de valores, 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 suprimiendo en el cálculo los datos referentes a Cosmote porque no cotiza desde abril de 2008.

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. para el ejercicio 2009. Así pues, la CMT no puede aceptar como referencia el valor de 0,74 propuesto por la operadora ya que no coincide con el obtenido por la CMT y que es común a los tres operadores móviles.

A continuación se procede a desarrollar el cálculo del parámetro beta según se establece en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, utilizando cinco empresas comparables.

Los datos de origen se resumen en la siguiente tabla:



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 3: Estimaciones de parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de impuestos	Tipo impositivo efectivo	Unidad monetaria
MOBILE TELESYSTEMS	0,572	3.401,67	30.597,56	2.696,61	26,10%	USD
MOBISTAR	0,431	6,10	3.998,14	438,69	32,25%	EUR
TELENOR ASA	0,702	30.189,00	218.015,62	15.026,00	10,86%	NOK
TELIASONERA AB	0,767	23.664,00	271.672,66	18.868,00	19,61%	SEK
VODAFONE GROUP	0,984	26.209,00	80.169,46	7.171,00	24,94%	GBP

Fuente: Standard&Poors. Beta calculada mediante una regresión de cotizaciones diarias del 2007 y 2008. Las unidades monetarias corresponden a la moneda del país sede de cada empresa.

A partir de los datos de los cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada<sup>5</sup> para los mismos y su media aritmética, referenciados en la tabla 4.

Tabla 4: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta apalancada	Beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS	0,572	0,528
MOBISTAR	0,431	0,431
TELENOR ASA	0,702	0,625
TELIASONERA AB	0,767	0,717
VODAFONE GROUP	0,984	0,790
<b>BETA MEDIA</b>	<b>0,691</b>	<b>0,618</b>

Utilizando la fórmula referenciada en la nota a pie de página número 10 y los datos de apalancamiento financiero de Orange (153,97%) y de tipo impositivo efectivo de Orange (32,06%), se obtiene el valor de la beta de Orange: un 1,26. Los datos de apalancamiento y tipo impositivo se justifican en la siguiente sección.

Dicho lo anterior, la CMT valora la prima de riesgo de los fondos propios de Orange en un 6,87% y el coste de los fondos propios de Orange en un 12,95%, un valor prácticamente idéntico al del año pasado.

### Estructura financiera

Orange comunicó que el peso de la deuda financiera con coste sobre su valor de mercado es de 15,94% y el ratio de recursos propios sobre valor total de 84,06%.

<sup>5</sup> 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  $\beta_A$  es la beta apalancada,  $\beta_D^1$  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

Por tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto por Orange para el ejercicio 2008 es un 18,96%.

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 con criterios similares a los que utilizó la CMT para determinar el WACC del 2008.

La CMT estimó el valor del negocio móvil de Orange partiendo de los datos del multiplicador (Valor Empresa/EBITDA) de empresas comparables. Pero Orange argumenta que este método no valora adecuadamente su negocio. Según Orange, ese método provoca una infravaloración porque el ratio EBITDA/Ingresos para el año 2007 es considerablemente inferior en el negocio móvil de Orange **[CONFIDENCIAL]** frente a Vodafone **[CONFIDENCIAL]** o Movistar **[CONFIDENCIAL]**.

Alternativamente, Orange ha realizado una estimación del valor de su negocio móvil a partir un multiplicador sobre ingresos calculado como una media ponderada de empresas comparables. Para obtener el valor del ratio “valor de la empresa/ingresos”, Orange ha utilizado los valores de empresas recogidos en el informe *UBS European Telecoms Daily* de 17 de febrero de 2009 y en los ingresos conocidos de las empresas en 2008.

Los Servicios de la CMT entienden la singularidad de Orange en el ratio EBITDA/Ingresos con respecto a Vodafone y Movistar, pero no pueden aceptar el cálculo alternativo del valor del negocio propuesto por Orange, basado en multiplicadores de ingresos. Aun reconociendo que ese multiplicador es relevante para análisis bursátiles, la CMT considera que el ingreso de una empresa no siempre es un buen estimador del valor de la empresa y que en todo caso debería utilizarse a falta de otras alternativas más precisas.

Por tanto, esta Comisión ha realizado un cálculo en conformidad con los datos de la última compra de acciones de Orange, sucedida el 29 de abril de 2009. En esta transacción, France Telecom cerró la compra del 18,2% del capital de su filial española, Orange, en manos de accionistas minoritarios por 1.374 millones de euros, según comunicaron las respectivas compañías a la CNMV: Banco de Santander, Unicaja, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Credit Suisse y Deutsche Bank.

Se considera la transacción antes mencionada como una referencia válida del actual valor de mercado de la empresa por ser reciente, por representar una proporción significativa de la empresa (18,2%) y por involucrar a varios agentes en la operación. De esta transacción resulta una valoración de Orange en **[CONFIDENCIAL]** euros. Para estimar el valor de negocio móvil, se ajusta la valoración del grupo France Telecom España, S.A. por el peso **[CONFIDENCIAL]** de los activos del negocio móvil de Orange. Por tanto, el valor del negocio móvil de Orange resultante es **[CONFIDENCIAL]** euros. Esta Comisión propone usar este cálculo como valor de mercado del negocio móvil de Orange para el año 2009.

En segundo lugar, respecto a la valoración de la deuda del operador, el análisis de las cuentas anuales auditadas aportadas por Orange pone de manifiesto que el valor de



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

las partidas de acreedores con coste financiero es **[CONFIDENCIAL]**. En la siguiente tabla se muestran instrumentos financieros considerados en la deuda.

**[CONFIDENCIAL]**

### **FIN CONFIDENCIAL]**

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 39,37% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 60,63% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 153,97%.

### **Prima por riesgo de la deuda**

Orange propone una prima de riesgo de la deuda valorada en 1,30 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 2008 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).”*



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Por añadidura, la CMT ha contrastado el valor propuesto por Orange con las últimas emisiones de deudas de su cabecera de grupo. Según las últimas cuentas consolidadas del grupo francés France Télécom, S.A., este grupo emitió el 22 de mayo de 2008 deuda por valor nominal de 1.550 millones euros a una tasa de interés del 5,62%, lo que representa un diferencial de 127m pp, respecto el resultado de la subasta de obligaciones del Tesoro Francés realizada el 30 de abril de 2008, que está en línea con la propuesta de Orange.

Dicho lo anterior, la CMT admite el valor propuesto por Orange, por el que valora el coste de la deuda de Orange en un 5,59%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 4,29%, y de una prima por riesgo del 1,30%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2009 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de Orange para el ejercicio 2009 es un 3,91%.

### 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 32,06%. Este valor es el resultado de restar al tipo marginal del Impuesto de Sociedades 2009 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 cumple la Resolución AEM 2007/699<sup>6</sup> 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 la proporción entre los beneficios de las actividades ordinarias y el impuesto de sociedades del negocio móvil del operador para los ejercicios 2006, 2007 y 2008., como aproximación al tipo impositivo efectivo del operador en esos ejercicios.

**[CONFIDENCIAL**

]

---

<sup>6</sup> 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

De acuerdo con la metodología, se considera la media simple de los tres tipos impositivos efectivos correspondientes a los años 2006-2008 y resulta un tipo medio efectivo de un 32,06%.

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 7,47% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de Orange para el ejercicio 2008 en un 11,00%, presentando este último valor una disminución del 6,27% respecto el aprobado en la Resolución de 5 de junio de 2008, relativo al ejercicio comprendido entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2008.

### 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 2009, 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.

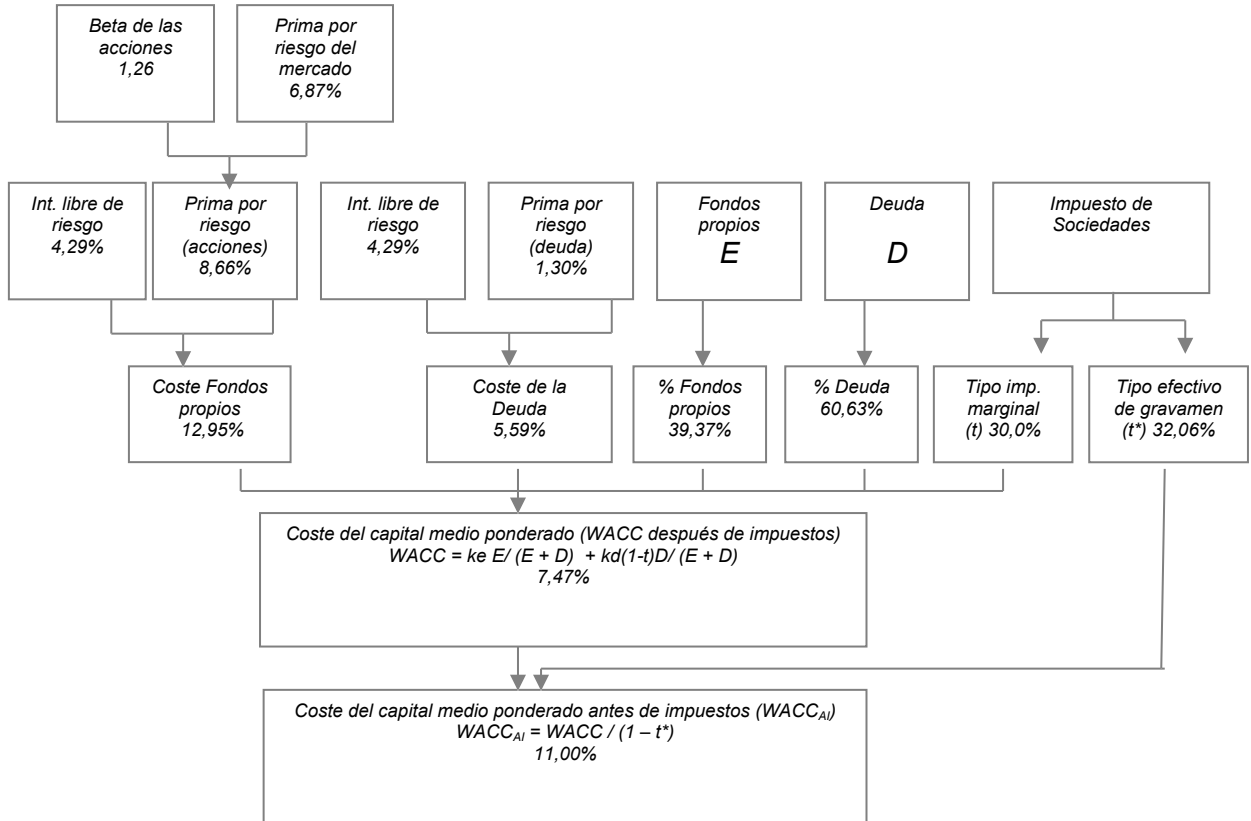
Tabla 7: Tasa de retorno propuesta por Orange y valoración de la CMT.

<b>PARAMETROS</b>	<b>Orange</b>	<b>CMT</b>
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,29%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,70%	6,87%
Beta de las acciones	0,74	1,26
Coste de los fondos propios	9,23%	12,95%
Prima por riesgo de la deuda	1,30%	1,30%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	5,59%	5,59%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,91%	3,91%
Ratio de fondos propios sobre valor total	84,06%	39,37%
Ratio de deuda sobre valor total	15,94%	60,63%
WACC después de impuestos	8,38%	7,47%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,06%	32,06%
WACC antes de impuestos	12,33%	11,00%

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 <sup>1</sup>	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>	2006 <sup>2</sup>	2007 <sup>3</sup>	2008 <sup>4</sup>	2009
WACC después de impuestos	9,31%	8,88%	8,30%	7,35%	7,33%	8,02%	7,47%
Tasa de retorno	14,42%	13,01%	12,77%	11,32%	11,06%	11,73%	11,00%

NOTAS: <sup>1</sup> Resolución de la Comisión de 20 de octubre de 2005.

<sup>2</sup> Resolución de la Comisión de 30 de noviembre de 2006.

<sup>3</sup> Resolución de la Comisión de 19 de julio de 2007.

<sup>4</sup> Resolución de la Comisión de 5 de junio de 2008.





## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

### RESUELVE

**Primero.-** Aprobar una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para France Telecom España, S.A., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2009, del 11,00%, conforme a la propuesta de la operadora, valorada y corregida según la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

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 presente documento está firmado electrónicamente por el Secretario, Ignacio Redondo Andreu, con el Visto Bueno del Presidente, Reinaldo Rodríguez Illera.**