



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 733

Febrero, 2008

## TELEFONICA: 1991-2007 CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# TELEFONICA: 1991-2007

## CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

Pablo Fernández<sup>1</sup>  
Vicente J. Bermejo<sup>2</sup>

### Resumen

El año 2007 fue un gran año para los accionistas de Telefónica: su rentabilidad fue del 41,7%, mientras que la del IBEX 35 fue del 10,7% (la rentabilidad del IBEX sin Telefónica habría sido sólo del 5%). Fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2007 y en el período 1991-2007.

Entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007, el aumento del valor para los accionistas de Telefónica fue de 97.695 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 57.218 millones de euros. La rentabilidad media anual en esos 16 años fue del 19,1%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,1%) y a la inflación media (3,4%).

Fue la empresa con mayor capitalización del IBEX 35 en 2007. Su capitalización osciló en estos 16 años entre el 11,2% y el 27,6% de la del IBEX 35; fue del 20,2% en 2007.

Entre las mayores empresas de telecomunicaciones, Telefónica fue la tercera más rentable en el período 2003-2007, la duodécima por capitalización bursátil en 1998 y la cuarta en 2007. También pasó de ser la decimocuarta empresa por capitalización del EuroStoxx 50 en 1998 a ser la segunda en 2008.

<sup>1</sup> Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

<sup>2</sup> Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** Telefónica, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas, rentabilidad ponderada para los accionistas.

## TELEFONICA: 1991-2007

### CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

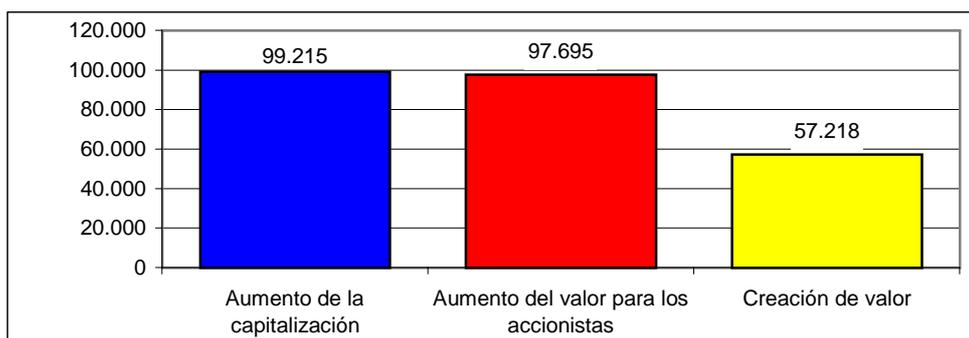
En este documento se cuantifica y analiza la rentabilidad y la creación de valor para los accionistas de Telefónica entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007.

El 31 de diciembre de 1991, Telefónica tenía en circulación 926,95 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 7,39 euros. El 31 de diciembre de 2007, Telefónica tenía en circulación 4.773,5 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 22,22 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> de Telefónica aumentó desde 6.852 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 106.067 millones en diciembre de 2006<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en ese período fue de 99.215 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007, el aumento de la capitalización de Telefónica fue de 99.215 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 97.695 millones, y la creación de valor para los accionistas fue de 57.218 millones (expresado en euros de 2007).

#### Figura 1

Telefónica. Diciembre de 1991-diciembre de 2007. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2007)

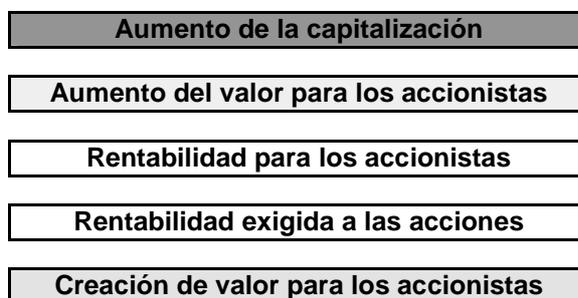


<sup>1</sup> Los datos proceden de la Sociedad de Bolsas. Véase [www.sbolsas.es](http://www.sbolsas.es).

<sup>2</sup> La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa.

<sup>3</sup> Diciembre de 2007: 4.773,5 millones de acciones x 22,22 euros/acción = 106.067 millones de euros. Telefónica realizó un *split* 3 x 1 en julio de 1999.

Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones. Es importante no confundir la creación de valor para los accionistas con ninguno de los conceptos mencionados. En este documento se explican todos ellos.



## 1. Aumento de la capitalización

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de Telefónica y el aumento de capitalización en cada año. La relación capitalización/valor contable tuvo su máximo en 2000 (5,59) y su mínimo en 1992 (0,75).

**Tabla 1**

Telefónica. Capitalización y aumento de capitalización en cada año (millones de euros)

(Millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Suma
Millones de acciones	927,0	927,0	927,0	939,5	939,5	939,5	939,5	1.045	3.263	4.341	4.672	4.861	4.956	4.956	4.921	4.921	4.773	
Precio / acción (€)	7,39	6,85	11,21	9,35	10,10	18,12	26,14	37,92	24,80	17,60	15,03	8,53	11,64	13,86	12,71	16,12	22,22	
Capitalización	6.852	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067	
Δ capitalización		-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	-6.141	16.781	26.738	<b>99.215</b>

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capitalización (VM)	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329
Valor contable (VC)	8.448	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.756	16.225	16.158	20.001
VM/VC	<b>0,75</b>	1,20	0,97	1,02	1,52	2,05	2,94	<b>5,59</b>	2,95	2,72	2,44	3,44	4,23	3,87	3,97

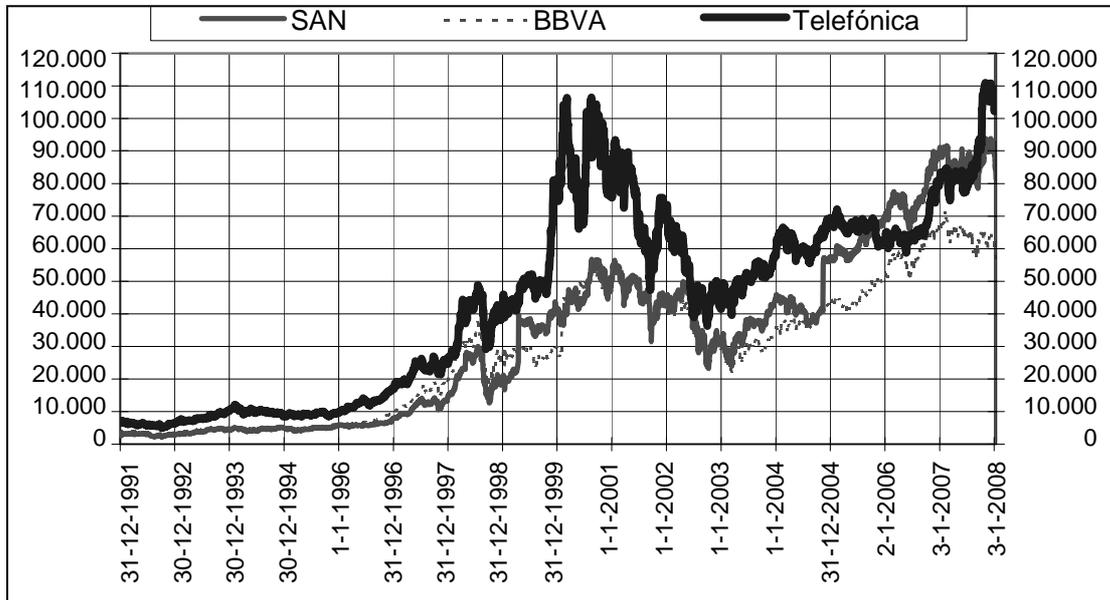
Es importante no confundir el *aumento de la capitalización de las acciones* con el *aumento del valor para los accionistas*, ya que son dos conceptos distintos, como se verá en el siguiente apartado.

La Tabla 2 muestra las ampliaciones y reducciones del número de acciones.

La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización de Telefónica, Santander y BBVA entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007.

**Figura 2**

Evolución de la capitalización de Telefónica, Santander y BBVA (millones de euros)



**Tabla 2**

Telefónica. Ampliaciones y reducciones de capital

Fecha	Nº acciones nuevas	Observaciones	Nº acciones después
May. 07	-147.633.912	Amortización acciones propias	<b>4.773.496.485</b>
May. 05	-34.760.964	Amortización acciones propias (Programa TIES)	<b>4.921.130.397</b>
May. 03	-101.140.640	Amortización acciones propias	<b>4.955.891.361</b>
Mar. 03	99.157.490	Ampliación liberada 1x50	5.057.032.001
En. 03	97.213.225	Ampliación liberada 1x50	4.957.874.511
Mar. 02	95.307.084	Ampliación liberada 1x50	<b>4.860.661.286</b>
En. 02	93.438.317	Ampliación liberada 1x50	4.765.354.202
Jun. 01	122.560.575	Ampliación para canje por acciones del grupo Motorola	<b>4.671.915.885</b>
Mar. 01	89.203.045	Ampliación liberada 1x50	4.549.355.310
Feb. 01	32.627.316	Ampliación programa TIES	4.460.152.265
En. 01	86.814.214	Ampliación liberada 1x50	4.427.524.949
Dic. 00	88.944.644	Ampliación para canje por acciones CEI Citicorp Holding	<b>4.340.710.735</b>
Ago. 00	35.143.032	Canje de convertibles	4.251.766.091
Ago. 00	213.409.097	Ampliación para canje por acciones Endemol	4.216.623.059
Jul. 00	80.954.801	Ampliación para canje por acciones Telefónica del Perú	4.003.213.962
Jul. 00	371.350.753	Ampliación para canje por acciones de Telesp	3.922.259.161
Jul. 00	90.517.917	Ampliación para canje por acciones de Telesudeste	3.550.908.408
Jul. 00	157.951.446	Ampliación para canje por acciones de Telefónica de Argentina	3.460.390.491
Jul. 00	3.695.120	Canje de convertibles	3.302.439.045
May. 00	14.477.109	Ampliación para canje por acciones de Telefónica de Vigil Corp. y AMBit	3.298.743.925
Mar. 00	21.439.915	Canje de convertibles	3.284.266.816
Nov. 99	63.976.998	Ampliación liberada 1x50	<b>3.262.826.901</b>
Nov. 99	1.002	Canje de convertibles	3.198.849.903
Jul. 99	<b>2.132.565.934</b>	<b>Split 3 x 1</b>	<b>3.198.848.901</b>
Abr. 99	20.907.509	Ampliación liberada 1x50	1.066.282.967
Dic. 98	20.497.558	Ampliación liberada 1x50	<b>1.045.375.458</b>
Jul. 98	642	Canje de convertibles	1.024.877.900
Ab. 98	85.406.438	Ampliación liberada 1x11	1.024.877.258
1993	12.511.669	Canje de convertibles	<b>939.470.820</b>
1992	1.074	Canje de convertibles	<b>926.959.151</b>
1990	1.994.626	Canje de convertibles	<b>926.958.077</b>
1989	3.722.758	Canje de convertibles	<b>924.963.451</b>
1988	90.504.980	Canje de convertibles	<b>921.240.693</b>
1987	7.150.235	Canje de convertibles	<b>830.735.713</b>
Oct. 86	22.546.488	Canje de convertibles	<b>823.585.478</b>
Ene. 86	80.103.899	Ampliación 1x9, 90%	801.038.990
1985	80.103.898	Ampliación 1x8, 80%	<b>720.935.091</b>
Oct. 84	64.083.120	Ampliación 1x9, 70%	640.831.193
Nov. 83	96.124.679	Ampliación 1x5, 70%	576.748.073
Dic. 81	53.402.599	Ampliación 1x8, 50%	480.623.394
Jul. 79	71.203.466	Ampliación 1x5, 60%	427.220.795
Jul. 78	39.557.481	Ampliación 1x8, 70%	356.017.329
Nov. 77	28.769.077	Ampliación 1x10, 70%	316.459.848

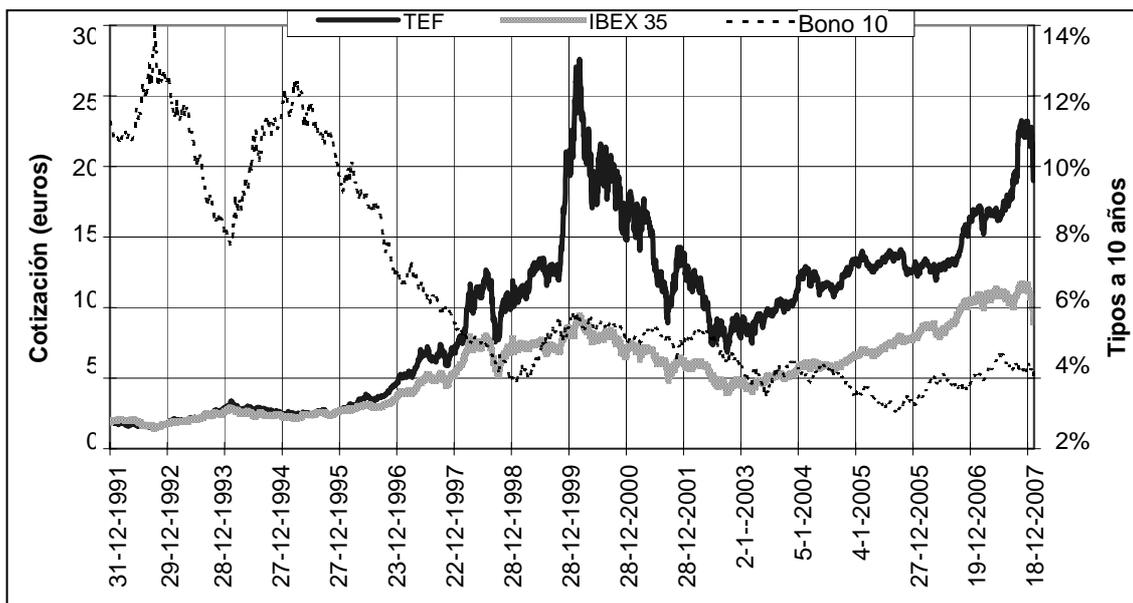
La Figura 3 presenta la evolución de la cotización de Telefónica (comparada con el IBEX 35 y con el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007.

La Figura 4 es idéntica a la Figura 3, pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Telefónica con la del IBEX 35 ajustado por dividendos.

### Figura 3

Evolución de la cotización de Telefónica, del IBEX 35\* y del tipo de interés a 10 años

La máxima cotización de Telefónica fue de 27,61 euros y se alcanzó el 6 de marzo de 2000



\* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que Telefónica.

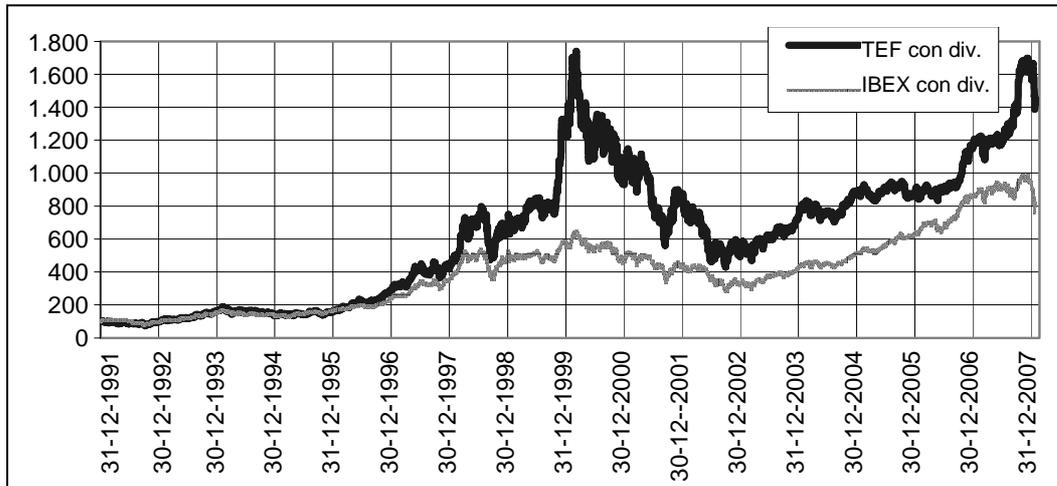
La cotización de Telefónica está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1999.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de Telefónica y del IBEX 35

31 de diciembre de 1991 = 100. Datos hasta 28 enero 2008



La cotización de Telefónica está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1999.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

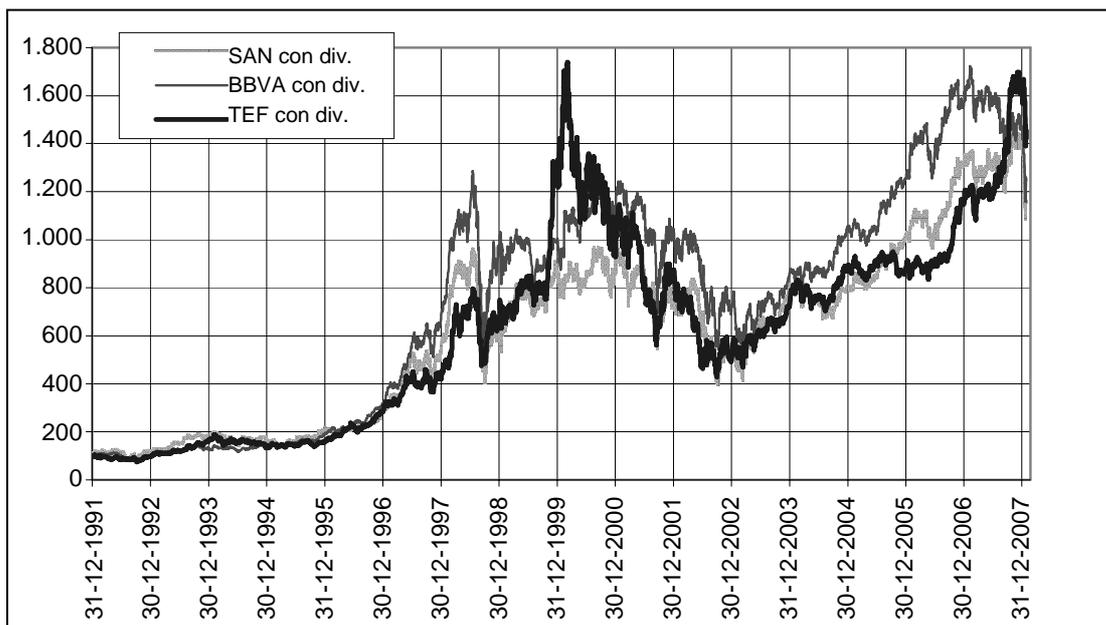
La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Telefónica con la de Santander y BBVA.

## Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de Telefónica, SAN y BBVA

31 de diciembre de 1991 = 100. Datos hasta 28 enero 2008.

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 2. Aumento del valor para los accionistas

Se denomina aumento del valor para los accionistas a la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían el año anterior.

Se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas, cuando:

- Los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero.
- Se produce una conversión de obligaciones convertibles.
- La empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas.

Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas<sup>4</sup>, cuando:

- La empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos, reducciones de nominal.
- La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

<p style="text-align: center;"><b>Aumento del valor para los accionistas =</b> Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año + Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...) - Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles</p>
--

La Tabla 3 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2007. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años, excepto en 1998 (año en el que Telefónica realizó una importante ampliación de capital<sup>5</sup>), en 2000 y 2001 (años en que Telefónica emitió muchas acciones para comprar acciones de otras empresas<sup>6</sup>). En 2003, Telefónica repartió dividendos (0,25 euros/acción) y 16,67 millones de acciones de Antena 3 a sus accionistas. Las acciones de Antena 3 se valoraron a 25,2 euros/acción. Por otro lado, Telefónica amortizó 101,14 millones de acciones en junio de 2003 y 34,8 millones en 2005. Telefónica repartió como dividendos 0,40 euros/acción en 2004, 0,50 euros/acción en 2005, 0,55 euros/acción en 2006 y 0,65 euros/acción en 2007. Realizó ampliaciones de capital 1 x 50 gratis en diciembre de 1998, abril

---

<sup>4</sup> Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.

<sup>5</sup> En 1998, Telefónica emitió 85,4 millones de acciones en una ampliación de capital 1 x 11 a 30 euros/acción.

<sup>6</sup> En el año 2000, Telefónica emitió 1.017,6 millones de acciones para comprar acciones de otras empresas, principalmente Endemol, Telefónica del Perú, Telefónica Argentina, CEI Citicorp, Telesudeste Celular y Telecomunicações de São Paulo (las dos últimas en Brasil). También emitió 60,3 millones de acciones como consecuencia de la conversión de convertibles. En febrero de 2001 emitió 32,6 millones de acciones para vender a los empleados no directivos dentro del plan de opciones sobre acciones denominado programa TIES, y en junio de 2001 emitió 122,56 millones de acciones para comprar varias sociedades mexicanas de móviles al grupo Motorola.

de 1999, noviembre de 1999, marzo de 2001, enero de 2002, marzo de 2002, enero y marzo de 2003. En 2005 distribuyó a sus accionistas acciones de la autocartera<sup>7</sup> en la proporción 1 x 25.

### Tabla 3

Telefónica. Aumento de la capitalización y aumento del valor para los accionistas en cada año (millones de euros)

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Suma
Aumento de la capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	-6.141	16.781	26.738	99.215
+ Dividendos	329	340	350	373	429	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	14.294
+ Otros pagos a accionistas												420					420
+ Recompra de acciones												1.100		2.744		3.204	7.048
- Desembolsos de los accionistas							-2.567		-17.910	-2.332							-22.809
- Convertibles de los accionistas			-95						-1.061								-1.156
Ajustes temporales y otros	1	10	-164	-81	41	-76	119	79	-1	23	-6	325	259	146	7	1	683
Aumento de valor para los accionistas	-171	4.389	-1.519	997	8.008	7.964	13.264	41.352	-23.494	-8.486	-28.763	19.309	13.095	-790	19.495	33.046	97.694

Pero el *aumento del valor* para los accionistas no es la *creación de valor* para ellos. Para que se produzca creación de valor en un período es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

## 3. Rentabilidad para los accionistas (simple y ponderada)

La *rentabilidad para los accionistas* es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido entre la capitalización al inicio del año.

$$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \frac{\text{Aumento del valor para los accionistas}}{\text{Capitalización}}$$

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Telefónica del año 1998 fue del 54%: el aumento del valor para los accionistas del año 1998 (13.264 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 1997 (24.562 millones de euros). La rentabilidad media fue del 19,1% (media geométrica de las rentabilidades de los 16 años).

<sup>7</sup> El 30 de marzo de 2006, la autocartera fue de 239,58 millones de acciones, y el 31 de diciembre de 2006, de 75,63 millones. Movimiento de la autocartera:

Telefónica. Autocartera (millones)	2004			2005		
	Acciones	Euros	Euros/acción	Acciones	Euros	Euros/acción
Autocartera a principio de año	40.532	421,13	10,39	207,2	2.452,3	11,83
Compra de acciones	166,71	2.031,05	12,18	230,0	2.744,0	11,93
Venta de acciones				48,5	647,5	13,35
Reducción de capital				34,8	157,4	4,53
Entrega a accionistas 1 x 25 gratis				188,1	2.186,6	11,62
Canje por acciones Terra				29,3	428,8	14,65
Autocartera a final de año	207,2	2.452,3	11,83	136,7	1.776,0	13,00

**Tabla 4**

Rentabilidad para los accionistas de Telefónica

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
Capitalización	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067	
Δ capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	-6.141	16.781	26.738	
Aumento valor accionistas	-171	4.389	-1.519	997	8.008	7.964	13.264	41.352	-23.494	-8.486	-28.763	19.309	13.095	-790	19.495	33.046	
Rentabilidad accionistas	-2,5%	69,1%	-14,6%	11,4%	84,4%	46,8%	54,0%	104,3%	-29,0%	-11,1%	-41,0%	46,6%	22,7%	-1,2%	31,2%	41,7%	19,1%

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (reducciones de nominal, pagos especiales...) dividido entre la cotización de la acción al inicio del año.

La rentabilidad de la Tabla 4 es la que proporcionan las bases de datos y la que se utiliza habitualmente, pero no es una buena medida de la rentabilidad para el conjunto de los accionistas a lo largo de un período cuando la empresa realiza ampliaciones de capital o emisiones de acciones para comprar activos o empresas. La denominamos *rentabilidad simple* y no es una buena medida, porque sólo es relevante para las acciones iniciales, pero no para las que se emitieron posteriormente.

La *rentabilidad ponderada para los accionistas (o TIR de los accionistas)* sí tiene en cuenta a todos los accionistas de la empresa: los iniciales y los que acudieron a las ampliaciones sucesivas. La rentabilidad ponderada para los accionistas de una empresa en un período es la tasa interna de rentabilidad de la capitalización al inicio del período, los flujos netos recibidos o aportados por los accionistas en cada período intermedio y la capitalización al final del período. Es también la *TIR de un accionista que mantiene en todo momento la misma proporción del capital de la empresa*.

La Tabla 5 presenta el cálculo de la rentabilidad ponderada (o TIR) de los accionistas de las eléctricas en el período de 16 años que abarca desde diciembre de 1991 a diciembre de 2007.

**Tabla 5**

Rentabilidad ponderada y rentabilidad simple para los accionistas de Telefónica

**Rentabilidades simples anualizadas**

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	1991	-2,5%	28,4%	12,1%	11,9%	23,7%	27,2%	30,8%	38,3%	28,4%	23,7%	15,7%	18,0%	18,4%	16,8%	17,7%	19,1%
	1992		69,1%	20,2%	17,1%	31,2%	34,2%	37,3%	45,3%	32,9%	27,1%	17,7%	20,1%	20,3%	18,5%	19,3%	20,7%
	1993			-14,6%	-2,5%	20,6%	26,7%	31,7%	41,7%	28,4%	22,6%	13,0%	16,0%	16,6%	15,0%	16,2%	17,8%
	1994				11,4%	43,3%	44,5%	46,8%	56,8%	37,4%	29,1%	17,1%	20,0%	20,3%	18,2%	19,2%	20,8%
	1995					84,4%	64,5%	60,9%	70,8%	43,3%	32,3%	17,9%	21,2%	21,3%	18,9%	20,0%	21,6%
	1996						46,8%	50,3%	66,5%	34,6%	23,8%	9,5%	14,1%	15,2%	13,2%	14,9%	17,1%
	1997							54,0%	77,4%	30,7%	18,7%	3,2%	9,4%	11,2%	9,6%	11,8%	14,5%
	1998								104,3%	20,4%	8,8%	-6,6%	2,2%	5,4%	4,4%	7,4%	10,8%
	1999									-29,0%	-20,6%	-28,1%	-14,0%	-7,7%	-6,6%	-2,0%	2,6%
	2000										-11,1%	-27,6%	-8,4%	-1,4%	-1,4%	3,4%	8,2%
	2001											-41,0%	-7,0%	2,0%	1,2%	6,6%	11,8%
	2002												46,6%	34,1%	21,1%	23,6%	27,0%
	2003													22,7%	10,1%	16,7%	22,5%
	2004														-1,2%	13,9%	22,5%
	2005															31,2%	36,3%
	2006																41,7%

**Rentabilidades ponderadas anualizadas**

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	1991	-2,5%	27,6%	12,8%	12,7%	23,5%	27,0%	30,2%	37,6%	28,0%	21,8%	9,1%	13,8%	14,8%	13,0%	14,5%	16,3%
	1992		68,9%	22,0%	18,8%	31,8%	34,6%	37,4%	45,3%	32,9%	25,1%	10,2%	15,2%	16,1%	14,0%	15,5%	17,5%
	1993			-13,0%	-1,4%	20,7%	26,6%	31,4%	41,5%	28,1%	20,4%	6,0%	11,6%	13,0%	11,3%	13,0%	15,1%
	1994				12,3%	43,1%	44,4%	46,6%	56,7%	37,1%	26,0%	8,0%	14,1%	15,2%	13,0%	14,8%	17,0%
	1995					84,0%	64,8%	61,1%	71,1%	43,0%	28,3%	7,6%	14,3%	15,4%	13,1%	14,9%	17,2%
	1996						47,2%	50,3%	66,9%	34,2%	20,2%	1,1%	8,9%	10,9%	9,2%	11,4%	14,1%
	1997							53,5%	77,6%	30,1%	15,1%	-4,0%	5,2%	7,9%	6,5%	9,1%	12,1%
	1998								104,1%	20,4%	6,4%	-11,3%	-0,2%	3,6%	2,8%	5,9%	9,3%
	1999									-29,0%	-19,4%	-28,2%	-13,1%	-6,8%	-5,9%	-1,6%	2,7%
	2000										-11,1%	-27,8%	-8,5%	-1,8%	-1,7%	2,7%	7,1%
	2001											-41,0%	-7,2%	1,5%	0,8%	5,7%	10,6%
	2002												45,8%	33,8%	21,3%	23,5%	26,6%
	2003													22,3%	10,0%	16,2%	21,7%
	2004														-1,4%	13,1%	21,6%
	2005															31,2%	36,2%
	2006																41,7%

**Diferencia: simple - ponderada**

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	1991	0,0%	0,8%	-0,7%	-0,8%	0,1%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	1,9%	6,6%	4,2%	3,6%	3,8%	3,3%	2,8%
	1992		0,2%	-1,8%	-1,6%	-0,6%	-0,4%	-0,1%	0,0%	-0,1%	2,0%	7,5%	4,8%	4,2%	4,5%	3,8%	3,3%
	1993			-1,6%	-1,1%	-0,1%	0,0%	0,3%	0,2%	0,3%	2,2%	7,1%	4,4%	3,7%	3,8%	3,2%	2,7%
	1994				-0,9%	0,2%	0,0%	0,2%	0,1%	0,3%	3,1%	9,1%	6,0%	5,1%	5,1%	4,4%	3,8%
	1995					0,4%	-0,3%	-0,1%	-0,2%	0,3%	4,0%	10,4%	6,9%	5,9%	5,8%	5,0%	4,4%
	1996						-0,4%	0,0%	-0,3%	0,4%	3,6%	8,3%	5,2%	4,2%	4,0%	3,5%	3,0%
	1997							0,5%	-0,2%	0,6%	3,6%	7,2%	4,2%	3,3%	3,1%	2,7%	2,4%
	1998								0,2%	0,1%	2,5%	4,7%	2,4%	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%
	1999									0,0%	-1,2%	0,1%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,4%	-0,1%
	2000										0,0%	0,3%	0,1%	0,4%	0,3%	0,7%	1,1%
	2001											0,0%	0,2%	0,6%	0,4%	0,9%	1,2%
	2002												0,8%	0,3%	-0,2%	0,1%	0,4%
	2003													0,4%	0,2%	0,5%	0,8%
	2004														0,2%	0,7%	0,9%
	2005															0,0%	0,1%
	2006																0,0%

## 4. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo: en diciembre de 2002, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 4,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 4,3% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

La rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ) es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad, que se suele denominar *prima de riesgo* de la empresa<sup>8</sup>, y que depende del riesgo de la misma.

$$\boxed{\text{Rentabilidad exigida (Ke)}} = \boxed{\text{Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo}} + \boxed{\text{Prima de riesgo}}$$

$K_e$  es la rentabilidad exigida por los accionistas (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios).

$$\boxed{K_e \text{ (coste de las acciones)} = \text{rentabilidad exigida a las acciones}}$$

La Tabla 6 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de Telefónica.

**Tabla 6**

Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ) de Telefónica (datos de diciembre)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
Tipos de interés 10 años*	11,3%	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	6,5%
<b>Rentabilidad exigida (<math>K_e</math>)</b>	<b>15,5%</b>	<b>16,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,2%</b>	<b>11,7%</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>10,9%</b>
Prima de riesgo	4,3%	4,4%	3,4%	4,2%	4,5%	4,8%	4,9%	4,2%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%	4,2%	3,8%	4,2%	3,9%	4,4%

\* Tipos de interés al final del año anterior.

<sup>8</sup> Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

$K_e$  = rentabilidad de los bonos del Estado + prima de riesgo del mercado

Como referencia, en los años 2004-2008, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3,5% y 4,5%.

## 5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas. La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - K_e)$$

Como la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido entre la capitalización, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se reflejan en la rentabilidad exigida por los accionistas.

La tabla 7 muestra la creación de valor para los accionistas de Telefónica. Telefónica ha creado valor para sus accionistas todos los años, excepto 1992, 1994, 1995, 2000-2002 y 2005.

**Tabla 7**

Telefónica. Evolución del aumento de la capitalización, del aumento del valor para los accionistas y de la creación de valor para los accionistas (millones de euros)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Suma
<b>Capitalización</b>	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067	
$\Delta$ capitalización	-501	4.039	-1.610	706	7.538	7.538	15.083	41.273	-4.522	-6.178	-28.758	16.225	11.002	-6.141	16.781	26.738	<b>99.215</b>
Aumento valor accionistas	-171	4.389	-1.519	997	8.008	7.964	13.264	41.352	-23.494	-8.486	-28.763	19.309	13.095	-790	19.495	33.046	<b>97.695</b>
<b>Rentabilidad accionistas</b>	-2,5%	69,1%	-14,6%	11,4%	84,4%	46,8%	54,0%	<b>104,3%</b>	-29,0%	-11,1%	-41,0%	46,6%	22,7%	-1,2%	31,2%	41,7%	<b>1542%</b>
Rentabilidad exigida acciones	15,5%	16,9%	11,5%	16,0%	14,2%	11,7%	10,5%	8,2%	11,2%	10,4%	9,9%	8,7%	8,5%	7,4%	7,5%	7,8%	<b>427%</b>
Creación de valor	-1.234	3.317	-2.717	-409	6.661	5.980	10.677	38.103	-32.517	-16.417	-35.739	15.707	8.203	-5.842	14.806	26.829	<b>35.410</b>
<b>Creación valor (euros de 2007)</b>	-5.632	12.952	-9.511	-1.235	17.602	14.153	22.862	75.408	-57.896	-26.481	-52.439	21.204	10.209	-6.772	15.967	26.829	<b>57.218</b>

Como puede comprobarse en Fernández (2008a y 2008b), la creación de valor de Telefónica en este período supuso el 25,8% de la creación de valor de todas las empresas del IBEX 35.

La Tabla 8 muestra la creación de valor de Telefónica en todos los períodos entre 1991 y 2007. Hubo creación de valor en la mayoría de los períodos, pero hubo destrucción de valor en todos los períodos hasta 2002, y en todos los períodos que comienzan en 1999 y 2000.

**Tabla 8**

Creación de valor para los accionistas de Telefónica en distintos períodos (millardos de euros de 2007)

		A																
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Desde	1991	-5,6	7,3	-2,2	-3,4	14,2	28,3	51,2	126,6	68,7	42,2	-10,2	11,0	21,2	14,4	30,4	57,2	
	1992		13,0	3,4	2,2	19,8	34,0	56,8	132,2	74,3	47,9	-4,6	16,6	26,8	20,1	36,0	62,9	
	1993			-9,5	-10,7	6,9	21,0	43,9	119,3	61,4	34,9	-17,5	3,7	13,9	7,1	23,1	49,9	
	1994				-1,2	16,4	30,5	53,4	128,8	70,9	44,4	-8,0	13,2	23,4	16,6	32,6	59,4	
	1995					17,6	31,8	54,6	130,0	72,1	45,6	-6,8	14,4	24,6	17,8	33,8	60,6	
	1996						14,2	37,0	112,4	54,5	28,0	-24,4	-3,2	7,0	0,2	16,2	43,0	
	1997							22,9	98,3	40,4	13,9	-38,5	-17,3	-7,1	-13,9	2,1	28,9	
	1998								75,4	17,5	-9,0	-61,4	-40,2	-30,0	-36,8	-20,8	6,0	
	1999									-57,9	-84,4	-136,8	-115,6	-105,4	-112,2	-96,2	-69,4	
	2000										-26,5	-78,9	-57,7	-47,5	-54,3	-38,3	-11,5	
	2001											-52,4	-31,2	-21,0	-27,8	-11,8	15,0	
	2002													21,2	31,4	24,6	40,6	67,4
	2003														10,2	3,4	19,4	46,2
	2004															-6,8	9,2	36,0
	2005																16,0	42,8
	2006																	26,8

La Tabla 9 muestra de forma simplificada la relación entre tres variables que a veces se confunden: aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas.

**Tabla 9**

Aumento de la capitalización, del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas

<i>Aumento de la capitalización</i>	$Capitalización_t - Capitalización_{t-1}$
	↓
<i>Aumento del valor para los accionistas</i>	<i>Aumento de la capitalización - pagos de los accionistas + dividendos + reducciones - conversiones</i>
	↓
<i>Creación de valor para los accionistas</i>	<i>Aumento valor accionistas - (Capitalización x Ke)</i>

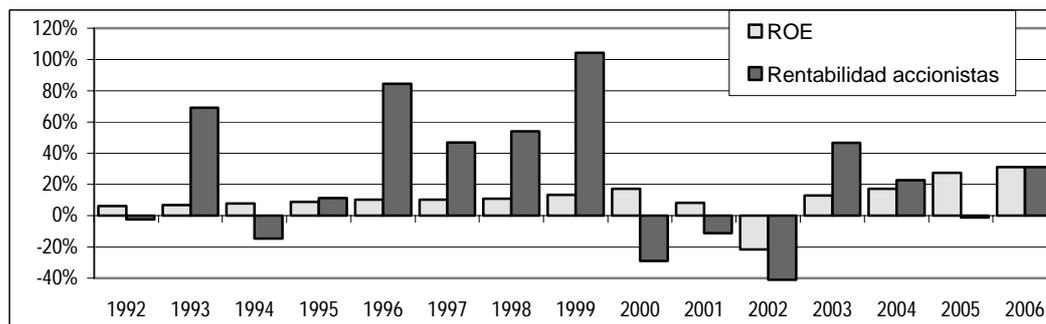
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de las acciones. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el Apartado 3 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido entre la capitalización, y eso no es el ROE.

Una prueba de ello es la Figura 6, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de Telefónica en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas.

### Figura 6

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Telefónica



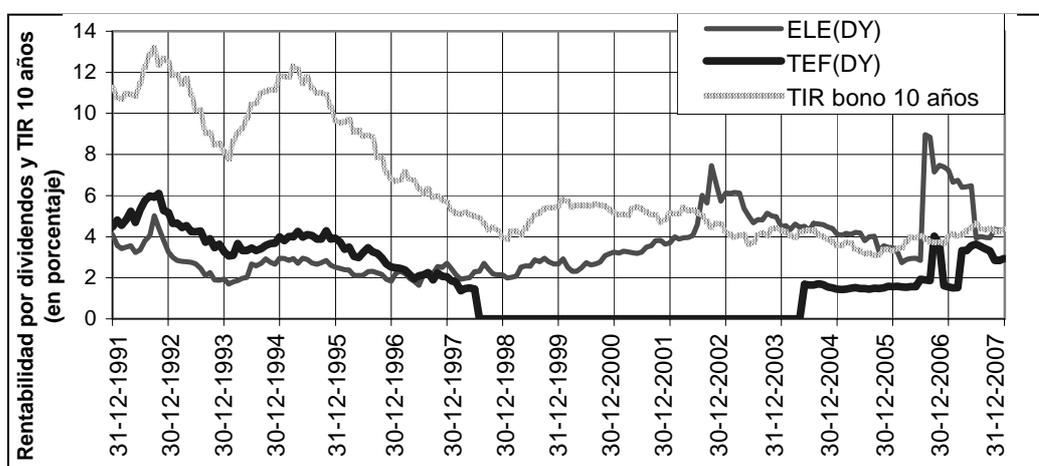
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	NIC	
Fondos propios	8.448	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.756	16.225	16.158	20.001
Beneficio neto	485	579	677	801	963	1.142	1.308	1.805	2.505	2.107	-5.577	2.203	2.877	4.446	6.233
Ventas		7.798	9.489	10.461	12.057	16.523	17.466	22.957	28.485	31.053	28.411	28.339	30.322	37.882	52.901
ROE	6%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	13%	17%	8%	-22%	13%	17%	36%	31%
Rentabilidad accionistas	-3%	69%	-15%	11%	84%	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	31%

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 12.342, el beneficio neto, 3.176; el beneficio ordinario, 4.866, y las ventas, 30.281.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Endesa comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años. Puede comprobarse que la rentabilidad por dividendos de Endesa fue superior a la TIR de los bonos del Estado a 10 años desde mediados de 2002 hasta final de 2005. El que la rentabilidad por dividendos sea superior a la rentabilidad de los bonos del Estado es, en empresas con perspectivas de dividendos estables, síntoma habitual de infravaloración. Esta infravaloración propició la OPA de Gas Natural del 5 de septiembre de 2005 (7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa, aproximadamente 21 euros/acción) y las posteriores de E.ON del 21 de febrero de 2006 a 27,5 euros/acción.

### Figura 7

Rentabilidad por dividendos de Telefónica y Endesa, y TIR del bono del Estado a 10 años



Fuente: Datastream.

## 7. Comparación de Telefónica con otras empresas de telecomunicaciones

La Tabla 10 muestra la rentabilidad de las mayores empresas de telecomunicaciones cotizadas en bolsa. Puede observarse que Telefónica fue la tercera empresa más rentable en el período 2003-2007.

También se puede observar que la rentabilidad para los accionistas en el período 2000-2002 fue negativa en todas las empresas. El año 2005 también fue un mal año para las empresas de telecomunicación europeas, norteamericanas y japonesas.

**Tabla 10**

Rentabilidad para los accionistas de empresas de telecomunicaciones (rentabilidad calculada en dólares)

	Rentabilidad para el accionista										Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998-2007	2003-2007
América Móvil SA de CV					-26%	91%	92%	72%	52%	41%		68%
China Mobile Limited	1%	261%	-13%	-36%	-32%	33%	12%	44%	87%	109%	28%	53%
<b>Telefónica SA</b>	<b>66%</b>	<b>74%</b>	<b>-34%</b>	<b>-16%</b>	<b>-30%</b>	<b>76%</b>	<b>32%</b>	<b>-14%</b>	<b>47%</b>	<b>57%</b>	<b>18%</b>	<b>36%</b>
France Telecom	124%	69%	-34%	-52%	-53%	89%	18%	-23%	18%	37%	5%	22%
Vodafone Group PLC	127%	53%	-25%	-28%	-29%	38%	12%	-18%	35%	41%	12%	19%
Telstra Corp.	124%	18%	-32%	-19%	-7%	54%	12%	-21%	22%	34%	12%	17%
Deutsche Telekom AG	79%	119%	-57%	-41%	-23%	43%	23%	-24%	16%	26%	4%	15%
AT & T Inc	50%	-7%	0%	-16%	-28%	2%	4%	0%	53%	21%	5%	14%
Telecom Italia	558%	-9%	-16%	-39%	-20%	37%	44%	-26%	11%	9%	16%	12%
Verizon Communications Inc	23%	17%	-16%	-3%	-15%	-6%	20%	-22%	35%	22%	4%	8%
NTT (XSQ)	-10%	125%	-59%	-54%	13%	33%	-7%	5%	-3%	1%	-6%	5%
Sprint Nextel Corp.	64%	62%	-69%	1%	-25%	18%	55%	-5%	-10%	-30%	-4%	2%
NTT Docomo Inc		364%	-55%	-32%	-22%	24%	-18%	-16%	6%	6%		-1%
Worldcom	137%	11%	-73%	4%	<b>-99%</b>	<b>-90%</b>	<b>-100%</b>					
Telefónica Móviles				-30%	-10%	65%	23%	-15%	34%			
Bellsouth	81%	-5%	-11%	-5%	-30%	13%	2%	2%	73%			
Telecom Italia Mobile	62%	52%	-27%	-28%	-7%	20%	45%	-27%				

Fuente: Datastream.

La Tabla 11 muestra la capitalización de las empresas. Telefónica fue la duodécima empresa por capitalización bursátil en 1998 y la cuarta en 2007. También se aprecia que en 2001 y 2002, la capitalización de las empresas descendió como consecuencia de la crisis de las empresas tecnológicas, de media y de telecomunicaciones. La Tabla 11 también permite apreciar la evolución de la desaparecida WorldCom, que fue la empresa con mayor capitalización en 1998. Telefónica pasó de ser la decimocuarta empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1998 a ser la segunda en 2008.

**Tabla 11**

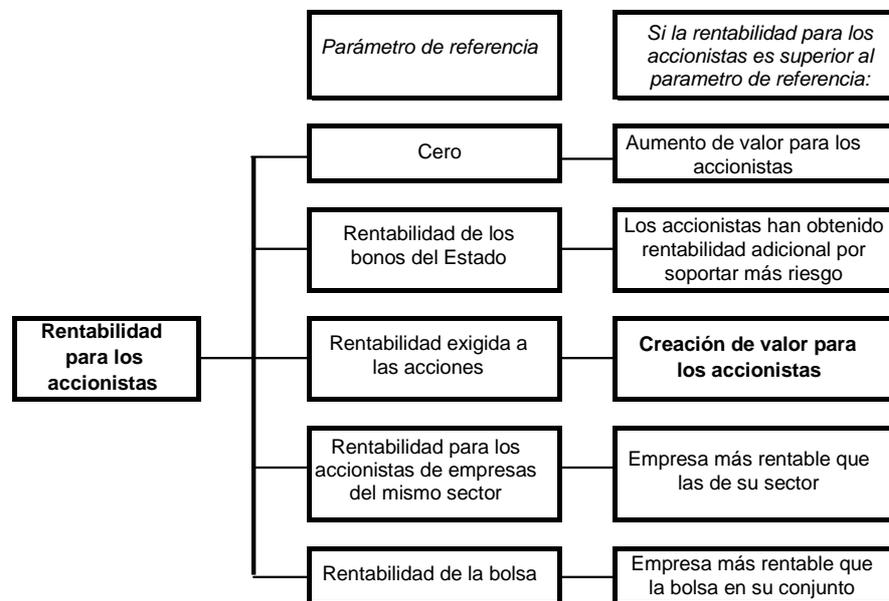
Capitalización en diciembre de 1998-2007 de empresas de telecomunicaciones (millones de dólares)

	Capitalización									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
China Mobile Limited	20.377	85.691	101.615	65.495	46.793	60.432	66.786	93.802	172.303	354.154
AT & T Inc	104.891	166.305	161.632	131.672	90.011	86.309	85.438	96.601	223.035	252.051
Vodafone Group PLC	50.238	153.784	236.831	178.181	124.283	168.737	177.746	132.757	146.132	198.564
<b>Telefónica SA</b>	<b>46.555</b>	<b>81.118</b>	<b>71.725</b>	<b>62.524</b>	<b>43.507</b>	<b>72.762</b>	<b>93.361</b>	<b>73.780</b>	<b>104.605</b>	<b>154.730</b>
Verizon Communications Inc	83.823	95.593	<b>135.292</b>	129.839	106.011	96.875	112.170	83.281	108.723	126.278
Deutsche Telekom AG	90.275	<b>214.371</b>	<b>91.304</b>	72.512	53.827	76.986	94.940	70.661	81.026	95.622
France Telecom	81.442	<b>134.865</b>	<b>99.606</b>	<b>46.130</b>	<b>20.867</b>	<b>68.663</b>	<b>81.686</b>	<b>64.397</b>	<b>71.910</b>	<b>93.698</b>
NTT (XSQ)	119.839	<b>267.099</b>	<b>112.315</b>	<b>51.591</b>	<b>57.912</b>	77.301	74.278	80.112	77.616	77.016
NTT Docomo Inc	78.945	<b>367.677</b>	165.190	117.926	92.605	113.779	92.554	74.269	73.856	74.758
América Móvil SA de CV				9.525	6.349	11.994	22.204	35.828	54.667	69.476
Telecom Italia	9.837	13.608	11.740	9.344	9.022	30.537	42.202	38.798	40.405	41.480
Telstra Corp.	60.215	<b>69.710</b>	<b>45.920</b>	<b>35.829</b>	<b>31.951</b>	46.640	49.431	37.023	33.431	42.666
Sprint Nextel Corp.	28.981	<b>52.854</b>	<b>16.211</b>	<b>17.839</b>	<b>12.928</b>	<b>14.843</b>	<b>34.423</b>	<b>66.179</b>	<b>54.214</b>	<b>36.361</b>
Worldcom	131.548	<b>150.609</b>	<b>40.487</b>	<b>41.668</b>	<b>409</b>	<b>39</b>	-	-	-	-
Bellsouth	97.535	<b>88.116</b>	<b>76.408</b>	<b>71.606</b>	<b>48.081</b>	<b>52.302</b>	<b>50.905</b>	<b>49.556</b>	<b>85.932</b>	-
Telefónica Móviles			<b>39.488</b>	<b>31.008</b>	<b>28.174</b>	<b>45.228</b>	<b>54.505</b>	<b>45.310</b>	<b>60.873</b>	-
Telecom Italia Mobile	49.123	<b>73.810</b>	<b>67.303</b>	<b>47.084</b>	<b>38.496</b>	<b>45.848</b>	<b>63.070</b>	<b>43.871</b>	-	-

BellSouth es parte de ATT desde 2006. Telefónica Móviles dejó de cotizar el 31 de julio de 2006. Worldcom dejó de cotizar el 21 de abril de 2004. Telecom Italia Mobile dejó de cotizar en junio de 2005.

Fuente: Datastream.

En el Apartado 5 se afirma que la empresa crea valor si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario). Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia<sup>9</sup>. El siguiente Cuadro muestra los más frecuentes.



<sup>9</sup> Estos parámetros de referencia se denominan en inglés *benchmark*. La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.

## 8. Telefónica y el IBEX 35

La Tabla 12 compara la rentabilidad de Telefónica para sus accionistas con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Telefónica fue del 19,1%, superior a la del IBEX 35 (15,1%). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Telefónica, fue del 14,2%<sup>10</sup>. La rentabilidad de Telefónica fue durante nueve años superior a la del IBEX 35, y siete años (1994-1995, 2000-2002, y 2005-2006) inferior.

**Tabla 12**

Comparación de la rentabilidad para los accionistas de Telefónica con la del IBEX 35

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
<b>Telefónica</b>	<b>-3%</b>	<b>69%</b>	<b>-15%</b>	<b>11%</b>	<b>84%</b>	<b>47%</b>	<b>54%</b>	<b>104%</b>	<b>-29%</b>	<b>-11%</b>	<b>-41%</b>	<b>47%</b>	<b>23%</b>	<b>-1%</b>	<b>31%</b>	<b>41,7%</b>	<b>19,1%</b>
Indice IBEX 35	2.345	3.615	3.088	3.631	5.145	7.255	9.837	11.641	9.110	8.398	6.037	7.737	9.081	10.734	14.147	15.182	
Rentabilidad IBEX 35 (sin div.)	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7,3%	11,7%
<b>Rentabilidad IBEX 35 (con div.)</b>	<b>-5%</b>	<b>61%</b>	<b>-12%</b>	<b>22%</b>	<b>47%</b>	<b>44%</b>	<b>39%</b>	<b>20%</b>	<b>-21%</b>	<b>-6%</b>	<b>-27%</b>	<b>32%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>36%</b>	<b>10,7%</b>	<b>15,1%</b>
IGBM	214	323	285	320	445	633	868	1.009	881	824	634	808	959	1.156	1.555	1.642	
Rentabilidad IGBM (sin div.)	-13%	51%	-12%	12%	39%	42%	37%	16%	-13%	-6%	-23%	27%	19%	21%	34%	5,6%	12,6%
Rentabilidad ITBM (con div.)	-8%	56%	-9%	16%	43%	45%	39%	17%	-11%	-5%	-17%	30%	21%	23%	41%	9,2%	16,0%
Inflación	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	3,2%	2,0%	1,4%	2,9%	4,0%	2,7%	3,9%	2,8%	3,0%	3,4%	2,7%	4,2%	3,4%
<b>IBEX 35 sin Telefónica</b>	<b>-5%</b>	<b>60%</b>	<b>-11%</b>	<b>24%</b>	<b>42%</b>	<b>44%</b>	<b>36%</b>	<b>2%</b>	<b>-17%</b>	<b>-4%</b>	<b>-22%</b>	<b>29%</b>	<b>21%</b>	<b>28%</b>	<b>37%</b>	<b>5,0%</b>	<b>14,2%</b>
Telefónica - IBEX	2,5%	8,1%	-3,0%	-11,0%	37,4%	2,3%	15,4%	84,2%	-8,5%	-5,1%	-14%	14,4%	1,6%	-23,1%	-4,9%	30,9%	4,1%
(1+Tel)/(1+IBEX) - 1	2,7%	5,0%	-3,4%	-9,0%	25,4%	1,6%	11,1%	70,1%	-11%	-5,4%	-20%	10,9%	1,3%	-19,0%	-3,6%	28,0%	3,5%

Un euro invertido en acciones de Telefónica en diciembre de 1991 se convirtió en 16,4 euros en diciembre de 2007, mientras que un euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 9,5 euros<sup>11</sup>. La inflación acumulada fue del 70,7%.

La Tabla 13 muestra que la capitalización de Telefónica durante estos años osciló entre el 11,2% y el 27,6% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

La Tabla 14 muestra que Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX en estos años, exceptuando 1993, 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005-2006 (la mayor empresa fue SAN).

**Tabla 13**

Comparación de la capitalización de Telefónica con la del IBEX 35

Capitalización	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501	168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.997	401.838	512.828	524.651
Telefónica	6.852	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067
Porcentaje	13,4%	13,8%	13,2%	12,3%	<b>11,2%</b>	14,2%	14,6%	17,3%	<b>27,6%</b>	24,9%	24,1%	19,2%	20,9%	19,9%	15,6%	15,5%	20,2%

<sup>10</sup> Esta rentabilidad se calcula:  $R_{IBEXnoTEL} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{TEL} \times R_{TEL}) / CAP_{IBEXnoTEL}$

Siendo  $R_{IBEX}$  y  $CAP_{IBEX}$  la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año;  $R_{TEL}$  y  $CAP_{TEL}$  la rentabilidad de Telefónica y su capitalización a principio del año; y  $CAP_{IBEXnoTEL}$  la capitalización del IBEX sin Telefónica principio del año.

<sup>11</sup>  $16,4 = 1,191^{16}$ .  $9,5 = 1,151^{16}$ .

**Tabla 14**

Comparación de la capitalización y rentabilidad de Telefónica con la de las mayores empresas españolas

Capitalización	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Telefónica</b>	<b>6.351</b>	<b>10.390</b>	<b>8.780</b>	9.486	<b>17.024</b>	<b>24.562</b>	<b>39.645</b>	<b>80.918</b>	<b>76.396</b>	<b>70.219</b>	<b>41.461</b>	<b>57.687</b>	<b>68.689</b>	62.548	79.329	<b>106.067</b>
Santander	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	<b>69.735</b>	<b>88.436</b>	92.501
BBV / BBVA	3.249	4.394	4.533	5.902	9.468	20.040	27.316	29.878	50.654	44.422	29.146	34.995	44.251	51.134	64.788	62.816
Iberdrola	3.368	5.391	4.514	6.191	10.168	10.864	14.386	12.405	12.036	13.181	12.036	14.127	16.859	20.817	29.859	51.935
Endesa	5.790	<b>10.626</b>	8.376	<b>10.735</b>	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	37.935	38.486
Repsol YPF	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	26.243	20.779	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	31.987	29.765
Popular	1.872	2.781	2.718	3.886	4.429	7.090	7.124	7.030	8.056	8.009	8.462	10.755	11.028	12.519	16.688	14.221
Unión Fenosa	725	1.041	949	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576	11.425	14.073

Rentabilidad simple																	Media	
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Geom.	Aritm.
Telefónica	-3%	69%	-15%	11%	84%	47%	54%	<b>104%</b>	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	31%	<b>42%</b>	19,1%	25,8%
Santander	12%	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	<b>49%</b>	0%	26%	31%	8%	18,0%	21,4%
BBVA	-9%	<b>41%</b>	<b>7%</b>	39%	65%	<b>115%</b>	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	24%	-5%	18,3%	22,4%
Iberdrola	2%	61%	-17%	44%	73%	12%	36%	-12%	0%	<b>13%</b>	-6%	<b>22%</b>	24%	28%	48%	29%	19,7%	22,2%
Endesa	<b>31%</b>	<b>87%</b>	-20%	31%	37%	19%	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	<b>75%</b>	5%	17,6%	21,8%
Repsol YPF	14%	65%	-18%	15%	29%	34%	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	<b>8%</b>	-5%	<b>12,8%</b>	<b>15,6%</b>
Banco Popular	9%	55%	2%	<b>48%</b>	<b>18%</b>	72%	3%	3%	<b>17%</b>	2%	<b>9%</b>	25%	6%	9%	37%	-13%	17,0%	18,9%
Unión Fenosa	-22%	55%	-4%	42%	<b>101%</b>	<b>8%</b>	<b>72%</b>	20%	15%	-5%	-29%	23%	<b>34%</b>	<b>66%</b>	22%	26%	<b>21,8%</b>	<b>26,4%</b>

## 9. Riesgo para el accionista de Telefónica

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de Telefónica respecto a su máximo histórico. La máxima caída de Telefónica se produjo en 2002. Los bancos también tuvieron una gran caída en 1998: el 21 de septiembre, el precio de la acción de SAN fue un 43% de lo que había sido el 17 de julio. La evolución del BBVA ha sido muy similar a la de SAN. En 2006, las acciones de SAN y BBVA recuperaron su máximo histórico.

La Figura 9 muestra la volatilidad de Telefónica y de las principales acciones españolas. Puede observarse que SAN y BBVA tuvieron dos puntas de volatilidad elevada en 1998 y 2002. También Telefónica, pero menos pronunciadas. En 2004 y 2005, la volatilidad ha descendido notablemente para el IBEX y para todos los valores, excepto Endesa y Repsol.

La Figura 10 muestra la rentabilidad diferencial del último año de Telefónica respecto al IBEX, al BBVA y al SAN.

La Figura 11 muestra la correlación (calculada con datos diarios del último año) entre la rentabilidad de Telefónica y la del IBEX y de las principales acciones españolas. Puede apreciarse la escasa correlación de Telefónica con casi todos los valores a lo largo de 2000.

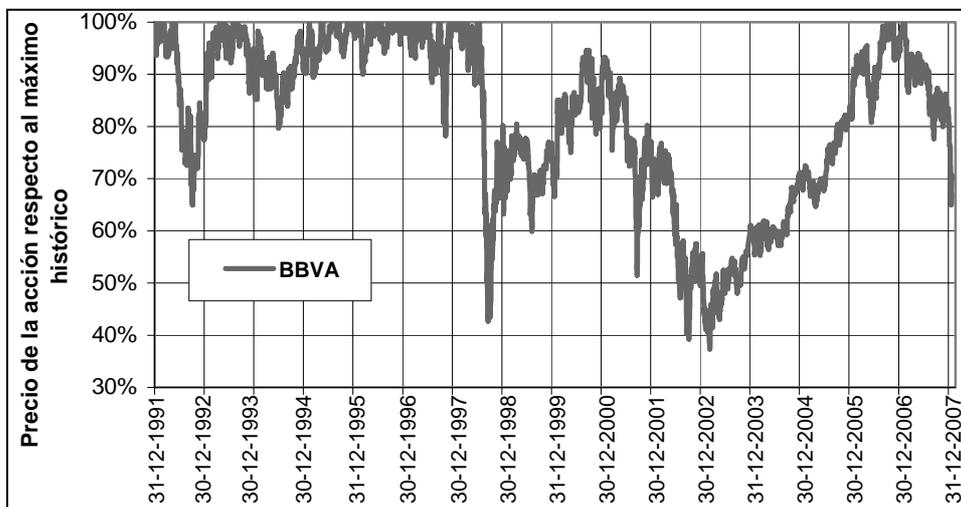
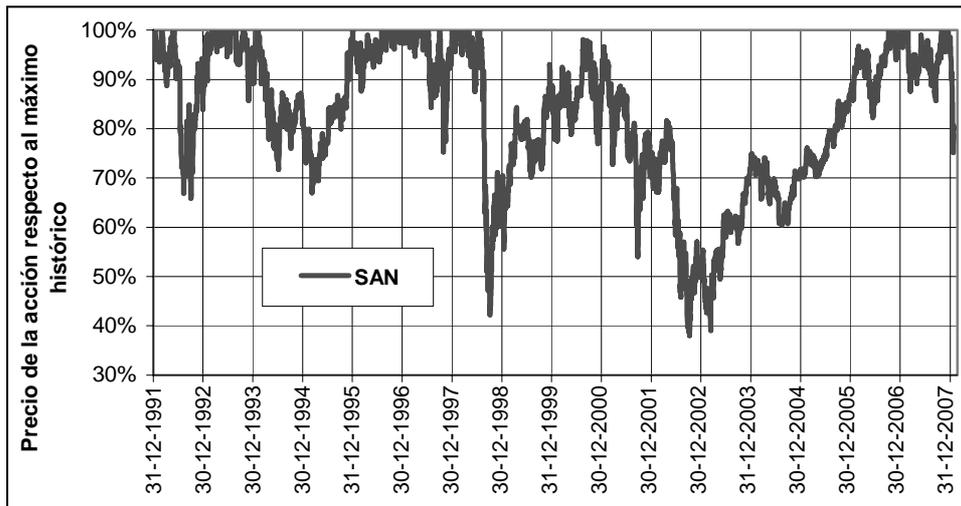
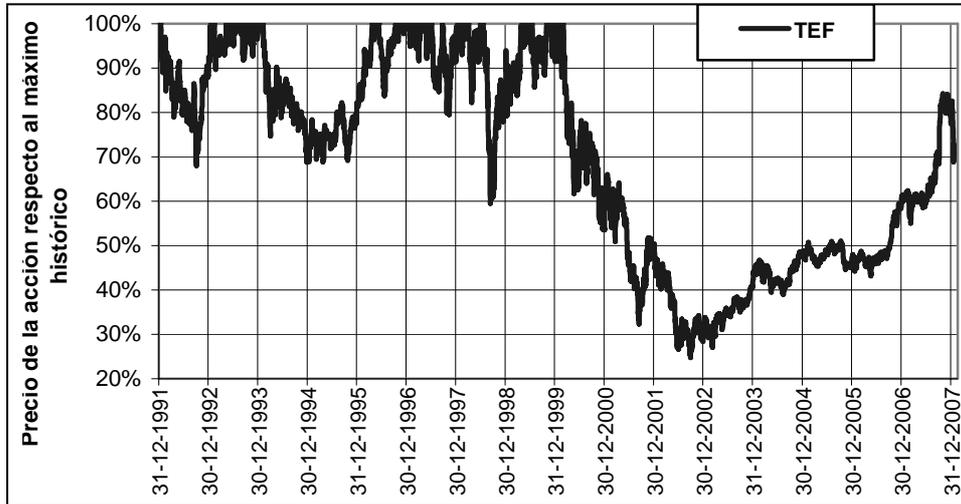
La Figura 12 muestra las betas (calculadas con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de Telefónica respecto al IBEX y al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas sirven de poco, como ya se afirmaba en Fernández (2004a y 2004b). En este trabajo se ha utilizado una beta de Telefónica en 2007 de 0,9 que, por supuesto, no se basa en ninguna de las betas calculadas.

La Figura 13 muestra el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima del último año y de los dos últimos años. Es otra medida de la variabilidad de los precios. El promedio máx./mín. de Telefónica fue 1,64 en un año y 2,25 en dos años. Los promedios de las demás empresas fueron: IBEX 35, 1,41; BBVA, 1,6; Santander, 1,6; Iberdrola, 1,43, y Endesa, 1,5.

**Figura 8**

Evolución de la cotización como porcentaje del máximo histórico de Telefónica, SAN y BBVA

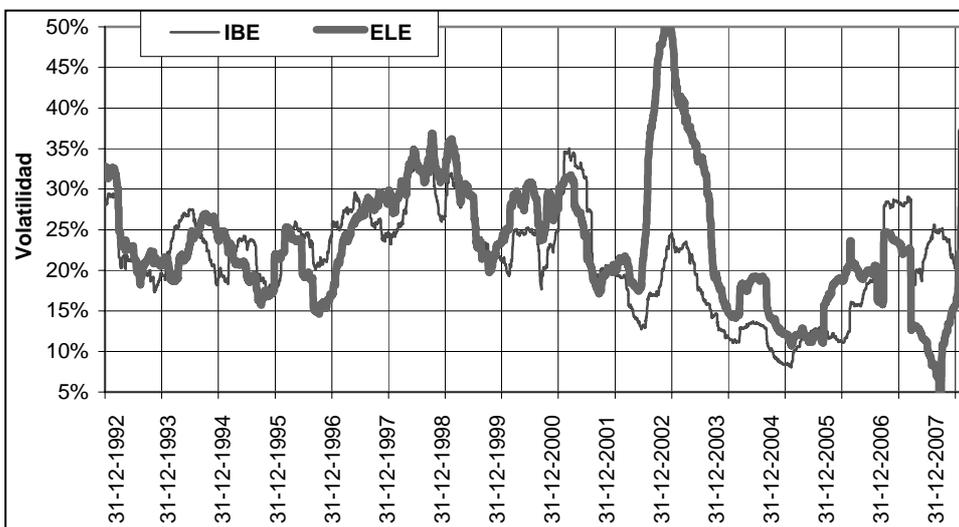
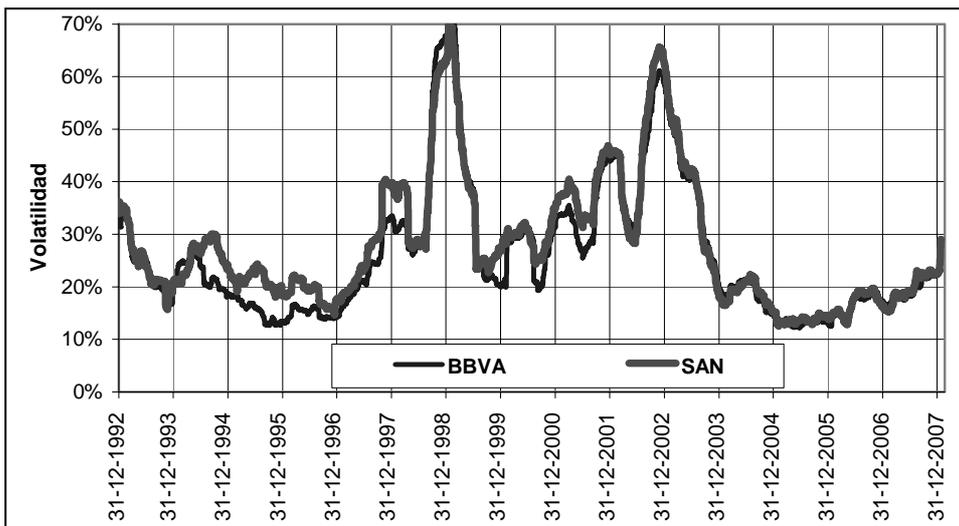
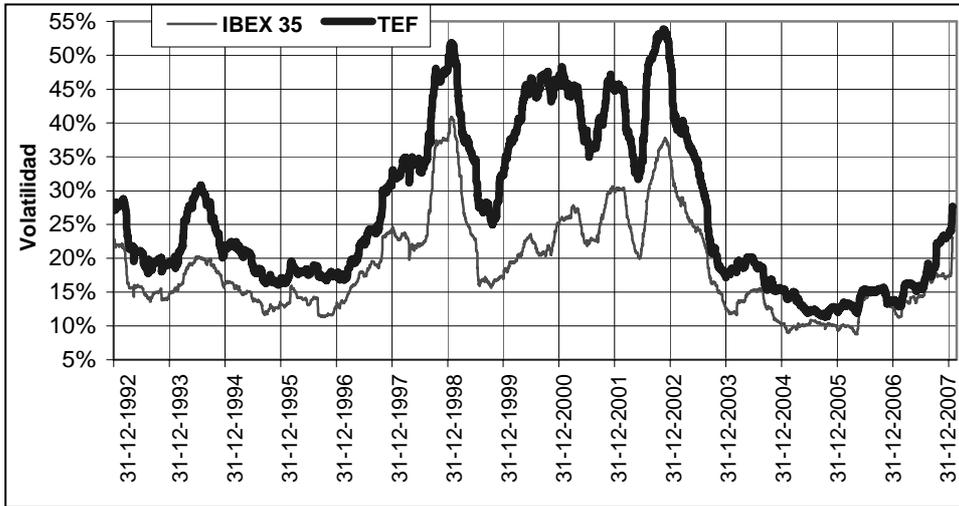
Datos hasta 28 de enero de 2008



## Figura 9

Evolución de la volatilidad de Telefónica, IbeX, SAN, BBVA, Iberdrola y Endesa

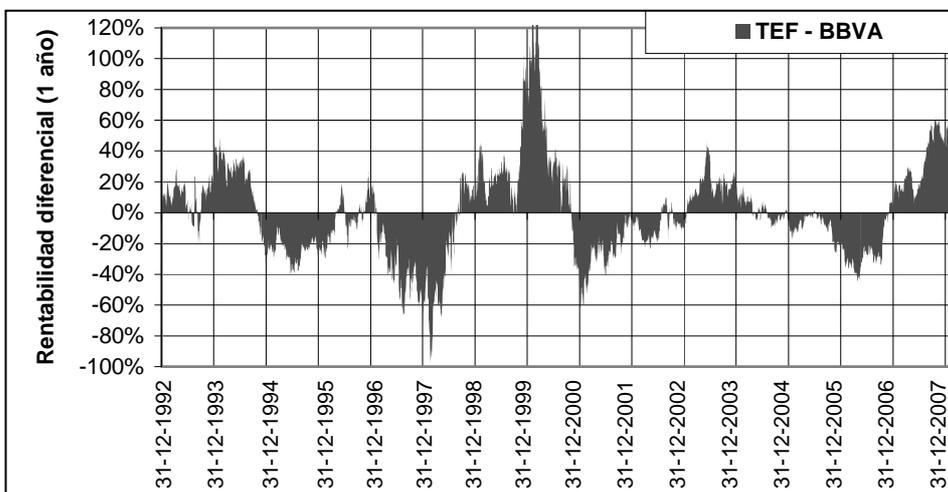
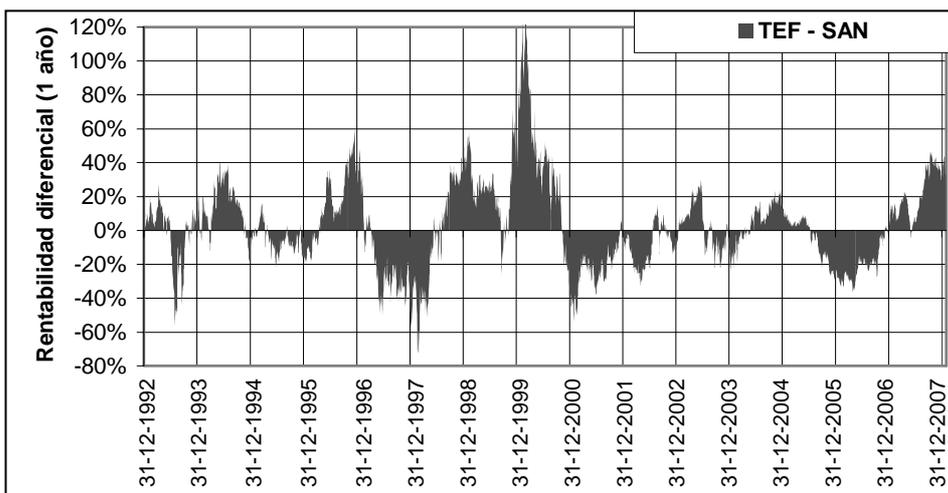
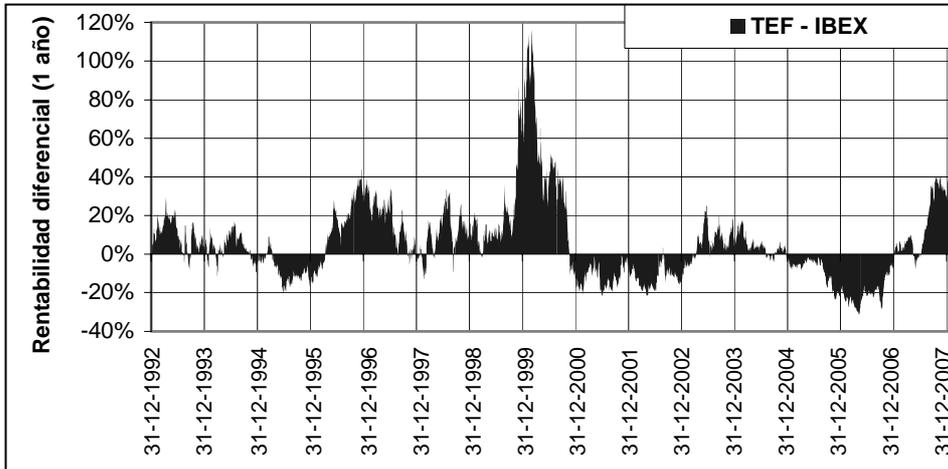
(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de seis meses)



## Figura 10

Rentabilidad diferencial del último año de Telefónica respecto al IBEX, al BBVA y al SAN

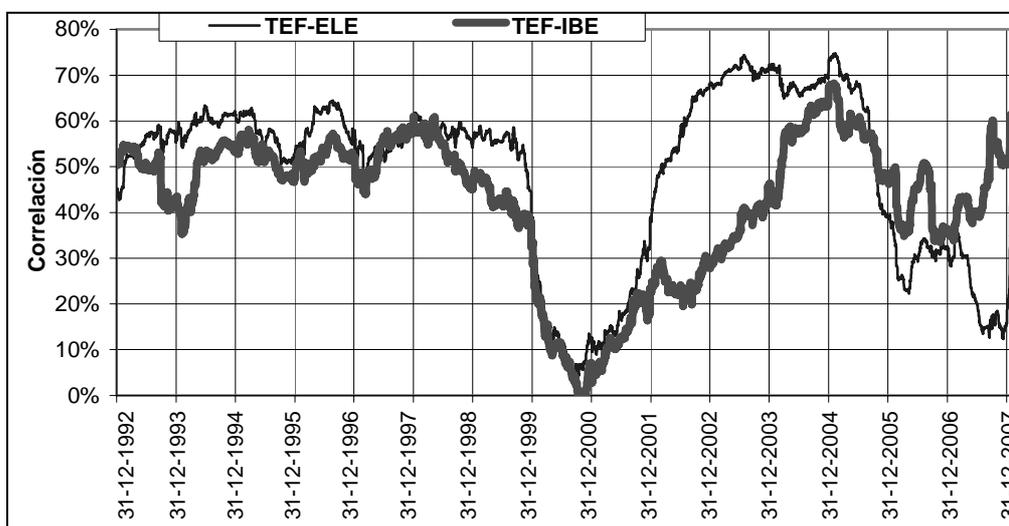
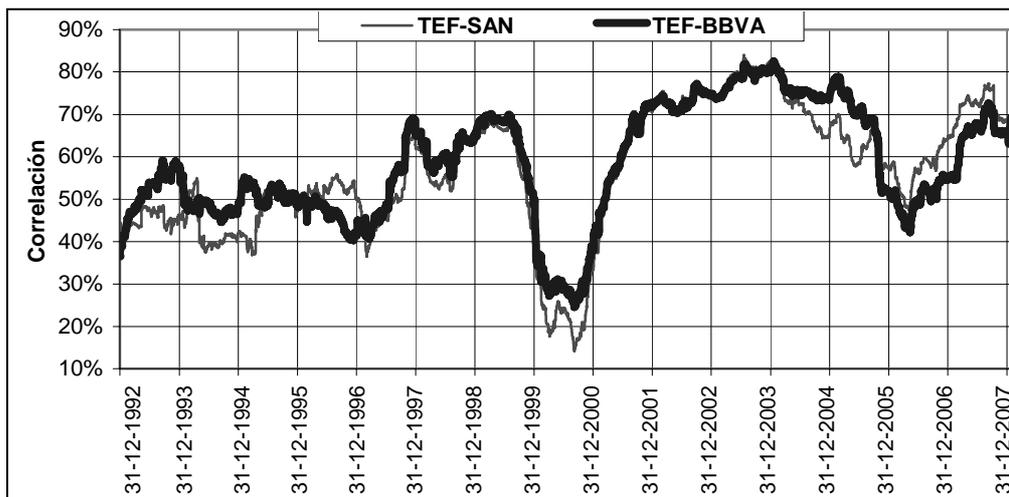
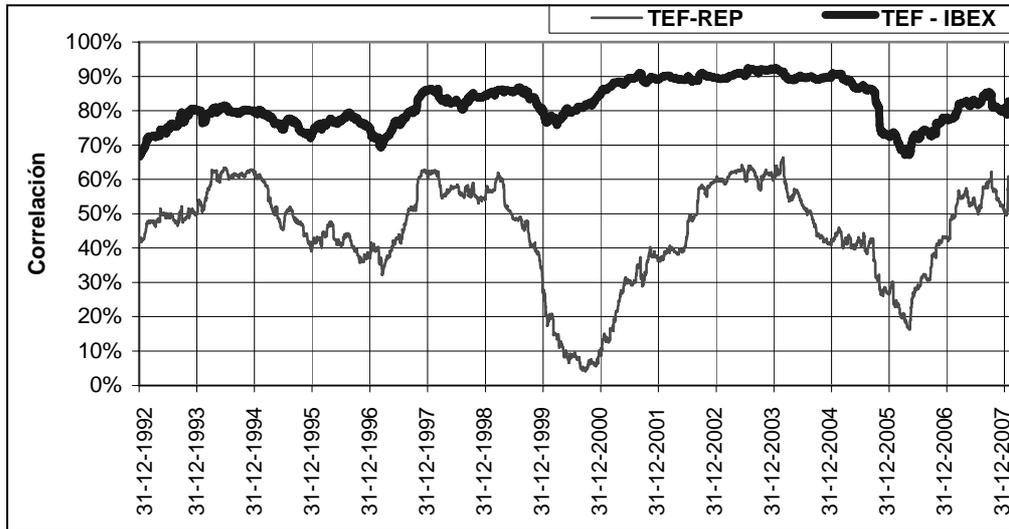
Datos hasta 28 de enero de 2008



**Figura 11**

Evolución de la correlación de Telefónica respecto al Ibex, Repsol, BBVA, SAN, Endesa e Iberdrola.

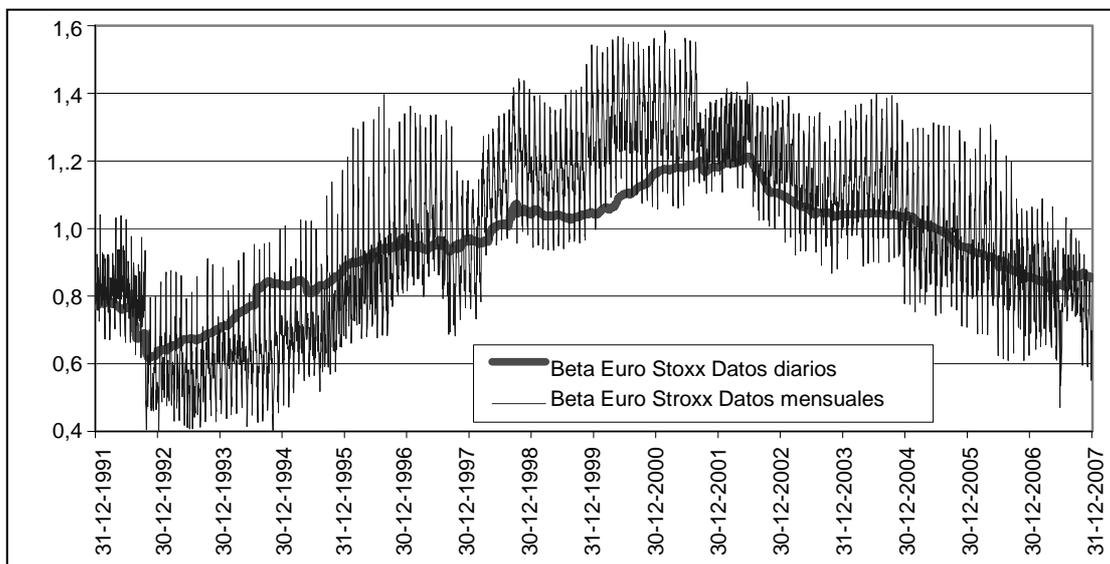
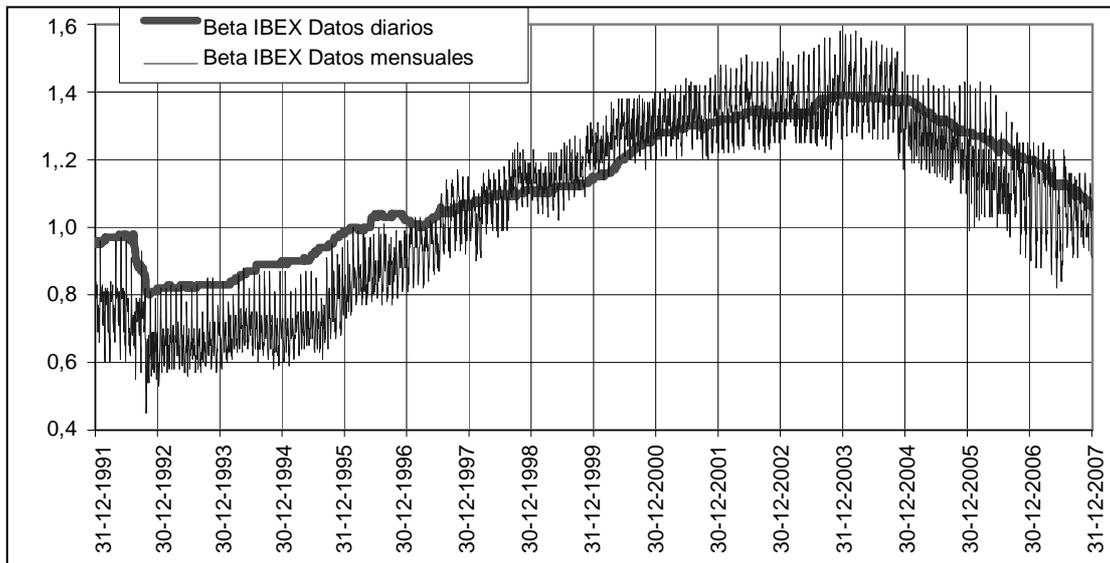
(Correlación calculada con datos diarios de un año)



## Figura 12

Evolución de las betas de Telefónica.

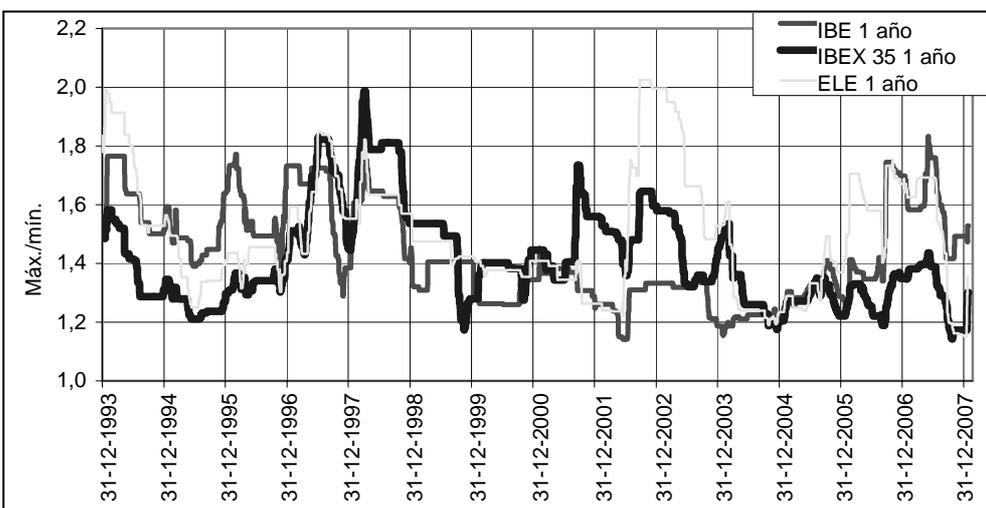
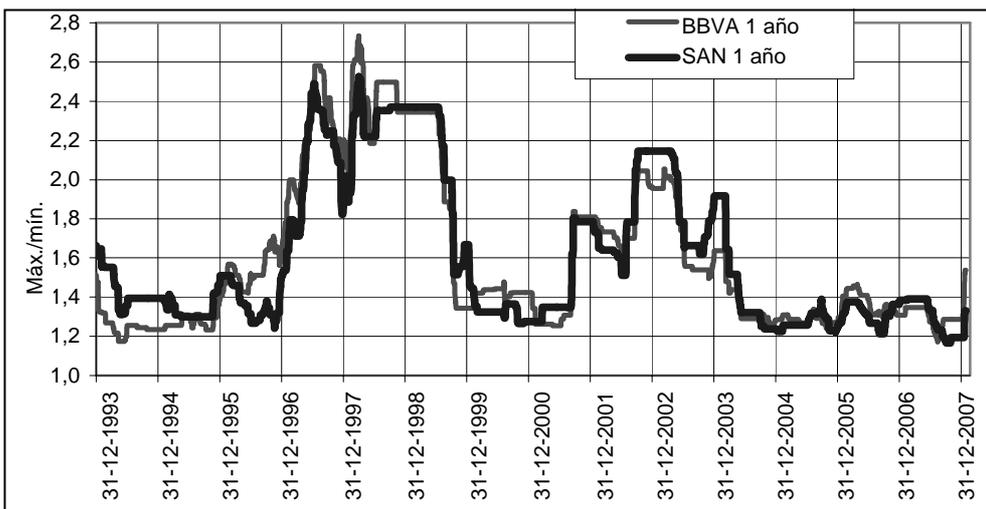
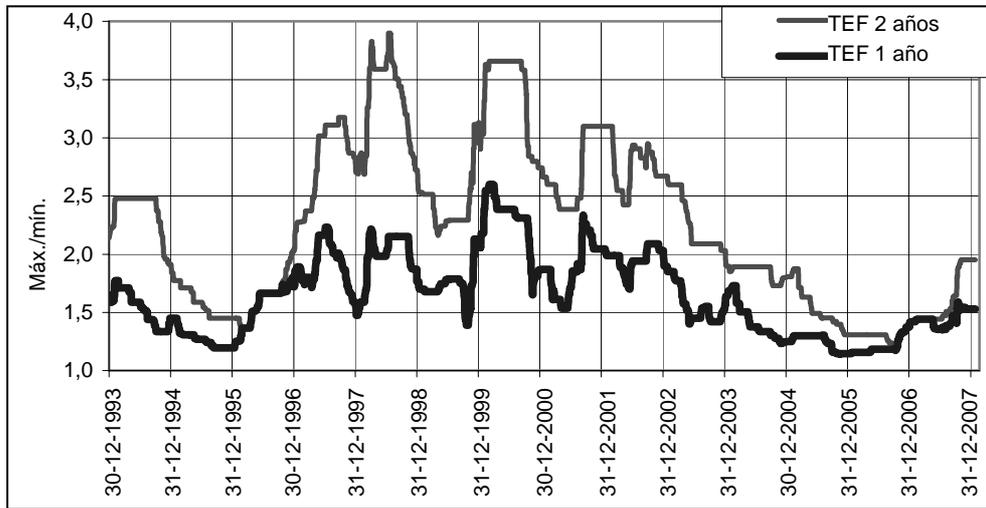
Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores



**Figura 13**

Cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima del último año y de los dos últimos años.

Datos hasta 28 de enero de 2008



Fuente: Datastream y elaboración propia.

# Anexo 1

## Contabilidad de Telefónica. Partidas principales (millones de euros)

### Balances y cuentas de resultados condensados

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004	2005	2006	Volat.
Tesorería y equivalentes	119	547	482	291	1.130	535	1.646	6.925	3.189	3.910	3.670	3.834	3.471	3.731	5.472	154%
NOF	-1.991	-1.813	-1.936	-1.992	-2.068	-688	26.090	35.175	34.808	-2.762	-2.238	-2.990	-4.713	-5.618	-10.592	1080%
Inmovilizado material	19.446	23.200	23.532	25.917	31.354	34.532	42.931	58.911	54.296	35.226	32.533	32.187	24.873	29.692	34.847	20%
Inmovilizado financiero	1.295	983	1.198	2.061	2.658	5.462	6.590	7.897	9.680	14.783	12.471	11.795	12.457	13.066	13.925	36%
Fondo de comercio e inmaterial	290	323	287	299	1.709	2.402	4.207	7.715	9.129	6.364	6.054	7.409	11.624	16.787	42.496	128%
<b>Total activo</b>	<b>19.158</b>	<b>23.240</b>	<b>23.562</b>	<b>26.577</b>	<b>34.782</b>	<b>42.243</b>	<b>81.465</b>	<b>116.622</b>	<b>111.101</b>	<b>57.521</b>	<b>52.489</b>	<b>52.235</b>	<b>47.712</b>	<b>57.658</b>	<b>86.148</b>	<b>33%</b>

Deuda financiera	9.889	11.405	10.952	11.358	16.072	19.335	35.980	49.688	53.090	26.701	23.305	24.554	27.703	34.403	58.700	32%
Provisiones e ingr. varios ejerc. netos	381	991	1.430	1.766	2.351	5.862	20.385	31.674	24.716	8.211	8.002	7.680	7.667	7.096	7.447	88%
Socios externos (SE)	251	1.757	1.886	2.252	4.391	3.546	10.614	9.330	7.434	5.613	4.426	3.776	1.903	3.425	2.823	174%
Fondos propios	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.757	16.225	10.440	12.733	17.178	28%
<b>Total pasivo</b>	<b>19.158</b>	<b>23.240</b>	<b>23.562</b>	<b>26.577</b>	<b>34.782</b>	<b>42.243</b>	<b>81.465</b>	<b>116.622</b>	<b>111.101</b>	<b>57.521</b>	<b>52.489</b>	<b>52.235</b>	<b>47.712</b>	<b>57.658</b>	<b>86.148</b>	<b>33%</b>

D / pasivo	52%	49%	46%	43%	46%	46%	44%	43%	48%	46%	44%	47%	58%	60%	68%
S.E. / (S.E. + F.P.)	3%	16%	17%	17%	27%	21%	42%	26%	22%	25%	21%	19%	15%	21%	14%

<b>Ventas</b>	<b>8.656</b>	<b>10.396</b>	<b>11.386</b>	<b>13.046</b>	<b>17.276</b>	<b>18.243</b>	<b>23.829</b>	<b>29.437</b>	<b>31.789</b>	<b>28.939</b>	<b>28.931</b>	<b>30.796</b>	<b>31.476</b>	<b>39.346</b>	<b>54.388</b>	<b>13%</b>
Compras y otros gastos	-1.335	-1.771	-1.916	-2.949	-4.306	-4.575	-8.203	-11.972	-12.715	-12.024	-11.420	-13.248	-14.159	-18.413	-27.640	26%
Personal	-2.695	-3.131	-3.267	-3.334	-3.850	-3.908	-4.411	-5.112	-5.390	-4.794	-4.641	-4.412	-5.095	-5.656	-7.622	9%
Amortización inmovilizado	-2.435	-2.915	-3.077	-3.247	-4.325	-4.436	-6.058	-7.886	-7.451	-6.835	-6.268	-6.020	-5.666	-6.718	-9.704	16%
Gastos financieros netos	-1.393	-1.286	-1.155	-1.061	-1.263	-1.380	-1.056	-1.860	-2.391	-2.222	-1.061	-1.184	-1.703	-1.629	-2.745	32%
Extraordinarios	-159	-355	-576	-688	-803	-1.050	-885	432	213	-16.218	-1.250	-1.166	-50	-128	77	2143%
Otros	123	94	-51	-108	-240	-478	-579	-172	-2.020	-1.448	-929	-370	196	-5	1.607	319%
BAT	762	1.032	1.345	1.658	2.489	2.416	2.637	2.868	2.034	-14.601	3.363	4.397	4.998	6.796	8.360	233%
Impuestos	-149	-184	-237	-342	-629	-552	-176	-242	-198	3.229	-913	-1.139	-1.513	-1.969	-1.781	485%
<b>BDT</b>	<b>613</b>	<b>848</b>	<b>1.108</b>	<b>1.316</b>	<b>1.860</b>	<b>1.864</b>	<b>2.461</b>	<b>2.625</b>	<b>1.836</b>	<b>-11.372</b>	<b>2.449</b>	<b>3.258</b>	<b>3.486</b>	<b>4.827</b>	<b>6.579</b>	<b>206%</b>
Resultado A. a socios externos	-34	-171	-307	-353	-718	-556	-656	-121	271	5.796	-245	-381	-310	-381	-346	584%
<b>Resultado sociedad dominante</b>	<b>579</b>	<b>677</b>	<b>801</b>	<b>963</b>	<b>1.142</b>	<b>1.308</b>	<b>1.805</b>	<b>2.505</b>	<b>2.107</b>	<b>-5.577</b>	<b>2.204</b>	<b>2.877</b>	<b>3.176</b>	<b>4.446</b>	<b>6.233</b>	<b>113%</b>

Imp. /BAT	20%	18%	18%	21%	25%	23%	7%	8%	10%	22%	27%	26%	30%	29%	21%
<b>BDT/Ventas</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>-39%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>1%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
Gastos financieros / Dmedia	14%	12%	10%	10%	9%	8%	4%	4%	5%	6%	4%	5%	7%	6%	6%
Personal / BDT	440%	369%	295%	253%	207%	210%	179%	195%	294%	-42%	190%	135%	146%	117%	116%
<b>BDT/(FP+externos)</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>-50%</b>	<b>12%</b>	<b>16%</b>	<b>28%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>
RSE /SE	13%	10%	16%	16%	16%	16%	6%	1%	-4%	-103%	6%	10%	16%	11%	12%
RSD /FP	7%	7%	9%	9%	10%	10%	12%	10%	8%	-33%	13%	18%	30%	35%	36%
<b>Δ Caja - Δ D</b>	<b>-1.088</b>	<b>388</b>	<b>-596</b>	<b>-3.876</b>	<b>-3.858</b>	<b>-8.429</b>	<b>-15.534</b>	<b>-7.138</b>	<b>27.110</b>	<b>3.156</b>	<b>-1.085</b>	<b>-4.596</b>	<b>-6.441</b>	<b>-22.555</b>	

Fuente: Memoria anual de la empresa.



## Anexo 2 (continuación)

d) El plan de opciones sobre acciones de Terra Networks resultante de un plan de opciones sobre acciones de Lycos se transformó en un plan de opciones sobre acciones de Telefónica S.A. y tuvo el siguiente movimiento:

Opciones vivas:	Número de opciones	Precio medio de ejercicio (en dólares)	Número de opciones ejercidas	Precio medio de ejercicio (en dólares)
31 de diciembre de 2004	2.414.053	91,76		
31 de diciembre de 2005	527.425	59,57	161.982	17,48
31 de diciembre de 2006	115.427	67,26	124.974	14,37

e) Programa EN-SOP (destinado a empleados de Endemol). Son opciones sobre acciones de Telefónica S.A.

Opciones vivas:	Número de opciones	Precio medio de ejercicio (en euros)	Número de opciones ejercidas	Precio medio de ejercicio (en euros)
31 de diciembre de 2003	5.679.562	11,81		
31 de diciembre de 2004	6.682.799	11,54		
31 de diciembre de 2005	4.909.834	10,78	492.277	11,88
31 de diciembre de 2006	2.748.754	11,07	1.824.754	10,34

f) Programa de incentivos a largo plazo de Endemol. El 31 de diciembre de 2005: 2.346.383 opciones sobre acciones de Telefónica con precio de ejercicio medio de 9 euros/acción, y en 839.067 derechos sobre acciones con un valor estimado de 4,5 euros/derecho. El 31 de diciembre de 2006: 3.040.933 opciones sobre acciones de Telefónica con precio de ejercicio medio de 10,52 euros/acción, y 1.050.002 derechos sobre acciones con un valor estimado de 5,05 euros/derecho.

## Retribuciones del consejo

El importe total de la retribución percibida por los consejeros de Telefónica, en su condición de tales, durante 2006, fue de 4,27 millones de euros (4,58 millones en 2005) por asignación fija y 0,21 millones (0,23 millones en 2005) por dietas de asistencia. Asimismo, los seis consejeros ejecutivos recibieron en 2006 10,64 millones de euros (7,42 millones en 2005) por sueldos y remuneración variable, 0,43 millones (0,17 millones en 2005) por retribuciones en especie, y 50.000 euros (47.000 en 2005) en aportaciones a planes de pensiones.

Accesos (miles)	2006	2005	2004
Accesos de telefonía fija	42.300	40.859	37.769
Accesos de datos e internet	12.150	12.860	10.872
Banda estrecha		5.167	5.673
Banda ancha	7.900	6.903	4.737
ADSL		5.880	3.916
Minorista		5.023	3.226
Otros accesos		790	463
Bucles alquilados		435	116
Televisión de pago	1.064	683	408
Accesos celulares	145.000	99.124	74.441
Total accesos	203.000	153.526	123.490

## Anexo 2 (continuación)

### Desglose de datos financieros del grupo (millones de euros)

	Ventas		Resultado operativo			
	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Grupo Telefónica de España	11.740	11.202	2.628	2.192	22%	20%
Grupo Telefónica Latinoamérica	8.266	6.748	1.966	1.716	24%	25%
Negocio de telefonía móvil	16.514	11.961	3.443	3.058	21%	26%
Cesky Telecom	1.035	-	165	-		
Negocio de directorios	661	616	196	181	30%	29%
Grupo Atento	857	607	89	51	10%	8%
Negocio de contenidos y media	1.269	1.219	240	156	19%	13%
Otras sociedades	868	1.265	-259	-410	-30%	-32%
Eliminaciones	-3.326	-3.338	91	-388		
<b>Total Grupo</b>	<b>37.882</b>	<b>30.281</b>	<b>8.559</b>	<b>6.556</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>

	2006	2006	
	Res. oper.	Ventas	
Telefónica España	6.114	19.565	31%
Telefónica Latinoamérica	2.900	17.932	16%
Telefónica Europa	309	13.124	2%
Eliminaciones y otros	99	2.280	4%
<b>Total Grupo</b>	<b>9.422</b>	<b>52.901</b>	<b>18%</b>

### Negocio de telefonía móvil en 2005 (miles de clientes)

Distribución clientes telefonía móvil en 2005	Contrato		Prepago		«Fixed Wireless»		Total	
	2005	2005/2004	2005	2005/2004	2005	2005/2004	2005	2005/2004
	Empresa							
Marruecos	4,3%							
Cono Sur	18,1%							
Región Andina	15,2%							
Región Norte	9,7%							
Brasil	31,6%							
España	21,1%							
Total	100,0%							
Región Norte: El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua y Panamá								
Región Andina: Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela								
Cono Sur: Argentina, Chile y Uruguay								
Telefónica Móviles España	10.704	15,6%	9.186	-5,5%			19.890	4,8%
Medi Telecom	150	36,4%	3.873	47,8%			4.023	47,4%
Brasilel	5.744	10,8%	24.061	12,7%			29.805	12,3%
TEM Argentina	3.119	151,5%	5.036	136,4%	180		8.335	147,3%
TEM Perú	580	16,5%	2.804	21,5%	71	10,2%	3.455	20,4%
TEM El Salvador	79	1,5%	435	48,0%	24	88,6%	538	39,9%
TEM Chile	892	84,3%	4.384	54,7%			5.276	59,0%
TEM Colombia	1.375	44,2%	4.658	98,8%			6.033	83,0%
TEM Guatemala	70	-12,6%	864	53,8%	106	-2,0%	1.041	38,7%
TEM México	320	6,1%	6.048	13,3%	1		6.368	12,9%
TEM Venezuela	348	20,6%	5.204	47,1%	609	21,9%	6.160	42,4%
TEM Ecuador	365	59,2%	1.518	70,4%	2	-12,6%	1.885	67,9%
TEM Panamá	68	19,1%	782	37,5%			849	35,8%
TEM Nicaragua	45	15,4%	310	33,9%	16	4,8%	372	29,8%
TEM Uruguay	62	16,8%	357	138,3%			419	106,3%
<b>Total</b>	<b>23.920</b>		<b>69.520</b>		<b>1.009</b>		<b>94.448</b>	

Fuente: Memorias anuales de la empresa.

## Anexo 3

Diferencias en el patrimonio neto y en el beneficio de Telefónica de 2004 al aplicar el plan general y las NIC (NIIF)

Millones de euros	Patrimonio neto consolidado 1-1-2004	Patrimonio neto consolidado 31-12-2004
<b>Patrimonio neto según PCGA en España</b>	<b>16.757</b>	<b>16.225</b>
Fondos de comercio y ajustes valor razonable en combinaciones de negocios	-3.610	-3.342
Acciones propias e instrumentos de patrimonio	-368	-847
Reconocimiento de ingresos	-393	-341
Impuesto sobre beneficios	-417	-403
Costes capitalizados (gastos de establecimiento y de emisión de capital)	-266	-208
Prestaciones post-empleo y por terminación laboral	-168	-316
Ajuste por inflación (economías hiperinflacionarias)	-68	-163
Instrumentos financieros y diferencias de cambio	66	-123
Asociadas (influencia significativa)	19	-17
Otros ajustes	52	-25
<b>Total ajustes</b>	<b>-5.153</b>	<b>-5.785</b>
<b>Patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante</b>	<b>11.604</b>	<b>10.440</b>
<b>Socios externos</b>	<b>2.446</b>	<b>1.903</b>
<b>Patrimonio neto consolidado según NIIF</b>	<b>14.050</b>	<b>12.342</b>

Millones de euros	Resultado neto consolidado 31-12-2004
<b>Resultado consolidado según PCGA en España</b>	<b>2.877</b>
Fondos de comercio y ajustes valor razonable en combinaciones de negocios	455
Reconocimiento de ingresos	61
Impuesto sobre beneficios	-134
Costes capitalizados (gastos de establecimiento y de emisión de capital)	68
Prestaciones post-empleo y por terminación laboral	-89
Ajuste por inflación (economías hiperinflacionarias)	-76
Instrumentos financieros y diferencias de cambio	-50
Otros ajustes	63
<b>Total ajustes</b>	<b>298</b>
<b>Resultado consolidado según NIIF</b>	<b>3.176</b>

## Anexo 4

### Detalles del balance

Intangibles (millones de euros)	Bruto	Am. Ac.	Provisiones	Neto
<b>Diciembre de 2004</b>	<b>10.824</b>	<b>-5.142</b>	<b>-8</b>	<b>5.674</b>
Altas	1.077	-1.494	-1	-418
Bajas	-114	94		-20
Trasposos	-107	48	5	-54
Diferencias de conversión	1.488	-541	-1	946
Altas de sociedades	1.749			1.749
<b>Diciembre de 2005</b>	<b>14.917</b>	<b>-7.035</b>	<b>-5</b>	<b>7.877</b>
Altas	1.232	-3.078		-1.846
Bajas	-289	276	2	-11
Trasposos	177	5		182
Diferencias de conversión	-172	86		-86
Altas de sociedades	14.678			14.678
Bajas de sociedades	-118	82		-36
<b>Diciembre de 2006</b>	<b>30.425</b>	<b>-9.664</b>	<b>-3</b>	<b>20.758</b>

2006. Inclusión del grupo O2 y de Colombia de Telecom.: Δ del coste de los activos de 14.463 y 160 millones de euros, respectivamente. Bajas, TPI: intangibles (118) y am. ac. (82). Altas de 2006 y 2005, principalmente aplicaciones informáticas.

2005. Altas de sociedades, Telefónica O2 Czech Republic (antes Cesky Telecom) (Δ del coste de 1.533 millones de euros). Telefónica Móviles Chile y Radiocomunicaciones Móviles (Δ del coste de 212 millones de euros).

En 2006 desarrolló 194 millones de euros de intangibles (136 millones en 2005), principalmente desarrollos de aplicaciones informáticas.

2006: activos intangibles de vida útil indefinida por importes de 125 millones de euros (145 millones de euros en 2005), fundamentalmente licencias para explotar los servicios de comunicaciones móviles en Argentina, cuyo período de duración es perpetuo. Estos activos son sometidos a pruebas de deterioro cada vez que hay indicios de una potencial pérdida de valor y en el cierre de cada ejercicio.

Los estados financieros de 2006 y 2005 no recogen ningún impacto como resultado de las pruebas de deterioro efectuadas sobre estos activos. Los activos intangibles de vida útil definida se amortizan de forma lineal a lo largo de sus vidas útiles estimadas. El importe amortizado en los ejercicios 2006 y 2005 asciende a 3.078 y 1.494 millones de euros, respectivamente, siendo activos asociados con operaciones discontinuadas un total de 10 y 18 millones de euros.

Fondo de comercio	Millones de euros
<b>Saldo al 31-12-2003</b>	<b>3.982</b>
Adiciones	2.289
Bajas	-56
Pérdidas por deterioro	-121
Trasposos	-14
Diferencias de conversión	-131
<b>Saldo al 31-12-2004</b>	<b>5.949</b>
Adiciones	2.453
Bajas	-179
Trasposos	-140
Diferencias de conversión	827
<b>Saldo al 31-12-2005</b>	<b>8.910</b>

	Millones de euros
<b>Saldo al 31-12-05</b>	<b>8.910</b>
Adiciones	13.371
Bajas	-69
Diferencias de conversión	-473
<b>Saldo al 31-12-06</b>	<b>21.739</b>

**2006. Adiciones:** Grupo O2 9.316; Grupo Telefónica Móviles 2.998; Colombia de Telecomunicaciones 760; Otros, 297.

**2005. Adiciones:** Radiocomunicaciones Móviles, S.A. 547; Telefónica Móviles Chile Inversiones, S.A. 219; Cesky Telecom 1.357; Grupo Telefónica Móviles México 91; Otros, 239. **Bajas:** principalmente, la enajenación del 25% del capital social de Endemol N.V.

**2004. Adiciones:** Olympic, Ltda. 536; Otecel, S.A. 451; Telcel, C.A. 491; Telefónica Móviles Panamá 305; Telefonía Celular de Nicaragua 77; Otras sociedades, 428. **Bajas:** desinversión en el grupo Lycos, Inc. por 55,79 millones

Participaciones en empresas asociadas (millones euros) SOCIEDAD	2006		
	Porcentaje participación	Valor en libros	Valor razonable
Sogecable, S.A. (España)			
Portugal Telecom, S.G.P.S., S.A.	9,84	761	1.106
Lycos Europe, N.V. (Holanda)	32,10	42	91
Médi Telecom, S.A. (Marruecos)	32,18	59	n.d.
Sistemas Técnicos Loterías Estado (España)	31,75	24	n.d.
Telefónica Factoring (España)	50,00	5	n.d.
Mobipay España, S.A. (España)	13,36	1	n.d.
Ipse 2000, S.p.A. (Italia)	49,67	-	n.d.
Resto	n.d.	25	n.d.
<b>TOTAL</b>		<b>959</b>	<b>1.197</b>

2005		
Porcentaje participación	Valor en libros	Valor razonable
23,83	676	1.078
9,84	796	962
32,10	41	355
29,9	53	53
31,75	23	23
50,00	5	5
12,41	0	0
46,44	-	-
n.d.	71	71
	<b>1.664</b>	<b>2.546</b>

2004		
Porcentaje participación	Valor en libros	Valor razonable
23,83	665	972
9,58	767	1.029
32,10	47	206
29,75	43	43
31,75	23	23
50,00	5	5
12,35	1	1
46,23	33	33
n.d.	70	70
	<b>1.652</b>	<b>2.380</b>

## Anexo 4 (continuación)

Patrimonio neto (millones de euros)	Atribuibles a la sociedad dominante						Socios externos	Total patrimonio neto
	Capital social	Prima de emisión	Instrumentos de patrimonio propios	Otras reservas	Diferencias de conversión	Total		
<b>Saldo al 1 de enero de 2004</b>	<b>4.956</b>	<b>7.987</b>	<b>-133</b>	<b>-1.206</b>	<b>-</b>	<b>11.604</b>	<b>2.446</b>	<b>14.050</b>
Distribución de dividendos	-	-952	-	-973	8	-1.917	-949	-2.866
Variación neta de instrumentos de patrimonio propios	-	-1.748	-557	273	-	-2.031	-	-2.031
Variación y ventas de participaciones minoritarias	-	-	-	-	-	-	80	80
Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	-	-	-	3.008	-308	2.692	302	3.001
Otros movimientos	-	-	-	92	-8	92	24	108
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2004</b>	<b>4.956</b>	<b>5.288</b>	<b>-690</b>	<b>1.195</b>	<b>-308</b>	<b>10.440</b>	<b>1.903</b>	<b>12.342</b>
Distribución de dividendos	-	-1.296	-	-1.083	7	-2.372	-396	-2.769
Reducción de capital	-35	-123	157	-	-	-	-	-
Variación neta de instrumentos de patrimonio propios	-	-1.769	160	74	-	-1.683	-	-1.683
Variación y ventas de participaciones minoritarias	-	-	-	-23	-	-23	1.042	1.020
Traspasos	-	-429	-	429	-	-	-	-
Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	-	-	-	4.263	2.135	6.390	824	7.221
Otros movimientos	-	-	-	-18	-7	-18	53	27
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2005</b>	<b>4.921</b>	<b>1.671</b>	<b>-373</b>	<b>4.836</b>	<b>1.826</b>	<b>12.733</b>	<b>3.425</b>	<b>16.158</b>
Distribución de dividendos	-	-	-	-2.627	-	-2.627	-569	-3.196
Variación neta de instrumentos de patrimonio propios	-	1.198	44	-537	-	705	-	705
Variación y ventas de participaciones minoritarias	-	-	-	-	-	-	-283	-283
Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	-	-	-	6.648	-302	6.346	241	6.587
Otros movimientos	-	-	-	21	-	21	9	30
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2006</b>	<b>4.921</b>	<b>2.869</b>	<b>-329</b>	<b>8.341</b>	<b>1.524</b>	<b>17.178</b>	<b>2.823</b>	<b>20.001</b>

## Anexo 5

### Participaciones significativas de Telefónica, diciembre de 2005

#### GRUPO TELEFÓNICA

Telefónica de España	100,00%
Telefónica Móviles	92,46%
Telefónica Latinoamérica	100,00%
Grupo TPI	59,90%
Telefónica de Contenidos	100,00%
Grupo Atento	91,35%
Cesky Telecom	69,41%

#### GRUPO TELEFÓNICA DE ESPAÑA

Telco	100,00%
Telefónica Telecomunic. Públicas	100,00%
Telefónica Soluciones Sectoriales	100,00%
Telefónica Empresas España	100,00%
Terra Networks España	100,00%
T. Soluciones de Informática y Com. España	100,00%

#### GRUPO TPI - PÁGINAS AMARILLAS

TPI Edita	100,00%
Publiguias (Chile)	100,00%
TPI Brasil	100,00%
TPI Perú	100,00%
11888 Servicios de Consulta Telefónica	100,00%
Services de Renseig. T. (Francia)	100,00%
Servizio di Consultazione Telefonica. (Italia)	100,00%

#### OTRAS PARTICIPACIONES

Lycos Europe	32,10%
Sogecable	23,83%
Portugal Telecom	9,84%
China Netcom Group	5,00%
BBVA	1,07%
Amper	6,10%
Telepizza	4,13%

#### GRUPO TELEFÓNICA LATINOAMÉRICA

Telesp	87,49%
Telefónica del Perú	98,19%
Telefónica de Argentina	98,03%
TLD Puerto Rico	98,00%
CTC Chile	44,89%
Terra Networks Perú	99,99%
Terra Networks México	99,99%
Terra Networks USA	100,00%
Terra Networks Guatemala	100,00%
Terra Networks Venezuela	100,00%
Terra Networks Brasil	100,00%
Terra Networks Argentina	99,99%
Terra Networks Chile	100,00%
Terra Networks Colombia	99,99%
Telefónica Data Colombia	100,00%
Telefónica Empresas Brasil	93,98%
Telefónica Empresas Perú	97,07%
Telefónica Data Argentina	97,92%
Telefónica Data USA	100,00%
T. Intern.Wholesale Serv. (TIWS)	100,00%

#### GRUPO ATENTO

Atento Teleservicios España, S.A.	100,00%
Atento Brasil, S.A.	100,00%
Atento Argentina, S.A.	100,00%
Atento de Guatemala, S.A.	100,00%
Atento Mexicana, S.A. de C.V.	100,00%
Atento Perú, S.A.C.	99,46%
Atento Chile, S.A.	77,60%
Atento Maroc, S.A.	100,00%
Atento El Salvador, S.A. de C.V.	100,00%

#### GRUPO TELEFÓNICA MÓVILES

Telefónica Móviles España	100,00%
Brasilcel	50,00%
TCP Argentina	100,00%
TEM Perú	98,03%
T.Móviles México	100,00%
TM Chile	100,00%
TEM El Salvador	99,02%
TEM Guatemala	100,00%
Telcel (Venezuela)	100,00%
TEM Colombia	100,00%
TEM Guatemala y Cía	100,00%
Otecel (Ecuador)	100,00%
TEM Panamá	99,98%
Abiatar (Uruguay)	100,00%
Telefonía Celular Nicaragua	100,00%
Radiocomunicac. Móviles SA (Arg.)	100,00%
Telefónica Móviles Chile	100,00%
Group 3G (Alemania)	57,20%
IPSE 2000 (Italia) (2)	45,59%
3G Mobile AG (Suiza)	100,00%
Medi Telecom	32,18%
Telefónica Móviles Interacciona	100,00%
Mobipay España	13,36%
Mobipay Internacional	50,00%
T.Móviles Soluciones y Aplicac. (Chile)	100,00%
Tempos 21 (3)	38,50%

#### GRUPO TELEFÓNICA DE CONTENIDOS

Telefé	100,00%
Endemol	99,70%
Telefónica Servicios de Música	100,00%
Telefónica Servicios Audiovisuales	100,00%
Hispasat	13,23%

## Anexo 6

### Principales compras y ventas de empresas

Operación	Fechas	Empresa	Participación	Importe
Venta	26-4-1991	Telettra Italia	10%	126,2 millones de euros
Compra	15-11-1991	Teléfonos de Venezuela (Cantv)	16%	301,6 millones de euros
Compra	17-8-1994	Cía de Inversiones en Telecomunicaciones S.A. (Cointel)	33,15%	20% entel-chile + 46 millones de dólares
Venta	19-10-1994	Alcatel Standard Electrica	13,24%	133,6 millones de euros
Venta	19-4-1995	Indelec	20,14%	2,5 millones de euros
Venta	19-5-1999	Telecomunicaciones Marinas	100%	261,4 millones de euros
Compra	8-7-1999	Cuatro operadoras de telefonía celular brasileñas junto con Iberdrola		175,3 millones de euros
Venta	4-1-2000	Terra Networks	3%	514 millones de euros
Venta	29-9-2000	TPI	3,10%	9,60 euros/acción
Compra	9-4-2001	Tbs celular participacoes SA Sudestecel participacoes SA Iberoleste participacoes SA Tele leste celular participacoes Celular Crt participacoes SA	7% 7% 62,02% 3,38% 0,66%	313 millones de dólares en acciones propias
Compra	7-1-2003	Antena3	11,72%	
Venta	30-4-2003	Antena3	25,10%	362 millones de euros
Compra	25-7-2003	Terra Networks	33,60%	1.060,5 millones de euros
Venta	28-11-2003	Antena3	4,17%	78,8 millones de euros
Compra	8-3-2004	Participaciones de Bell South en sus operadores en Latinoamérica	100%	5.850 millones de dólares
Compra	29-4-2004	Portugal Telecom SGPS, S.A.	7,11%	
Venta	24-9-2004	Pearson Plc	4,88%	350 millones de euros
Venta	23-11-2004	Radio continental LS4 S.A. y Radio Estereo	100%	10,5 millones de dólares
Compra	29-3-2005	Cesky Telecom	51,10%	2.745,9 millones de euros
Copra	30-6-2005	China Netcom Group Corporation	2,99%	240 millones de euros
Compra	5-9-2005	China Netcom Group Corporation	2,01%	178 millones de euros
Compra	19-9-2005	Cesky Telecom	18,30%	917 millones de euros
Venta	22-11-2005	Endemol	22,32%	251 millones de euros
Compra	23-1-2006	O2 Plc.	100%	26.135 millones de euros
Venta	28-4-2006	TPI a Yell group. Resultado: 1.563 millones de euros	59,905%	1.838 millones de euros
Compra	7-4-2006	Colombia Telecom (Coltel)	50% + 1 ac.	368 millones de dólares
Fusión	29-7-2006	Telefónica Móviles	7,08%	244,3 millones acc. Telefónica

## Anexo 7

### Cronología de Telefónica

- 1884 Monopolio del servicio telefónico a favor del Estado.
- 1924 Constitución de la Compañía Telefónica Nacional de España en Madrid. Capital social: 1 millón de pesetas (2.000 acciones ordinarias). Estaba participada por International Telephone and Telegraph Corporation (ITT) de Nueva York.
- 1925 (31 de marzo) CTNE comienza a cotizar en bolsa, colocándose en el mercado 200.000 acciones preferentes de 500 pesetas cada una.
- 1928 Alfonso XIII y el presidente de Estados Unidos, Calvin Coolidge, inauguran el servicio entre España y Estados Unidos.
- 1929 Inauguración del edificio sede en la Gran Vía de Madrid.
- 1934 La cotización desciende por debajo de su valor nominal.
- 1945 El Estado adquiere las 318.641 acciones propiedad de ITT, con lo que controla el 79,6%.
- 1950 Plantilla de 14.723 empleados.
- 1954 Un millón de teléfonos instalados en España, con más de 200.000 peticiones a la espera.
- 1957 Se podía comunicar ya con 107 países del mundo.
- 1960 Capital social: 10.412 millones de pesetas.
- 1965 Primera empresa de España, con 100.000 accionistas, 20.000 millones de capital y 32.000 empleados.
- 1967 Estación de Comunicaciones Espaciales de Maspalomas (Gran Canaria) para prolongar los circuitos de la base de seguimiento de la NASA hasta el Centro de Control de Vuelos Espaciales en Houston, a través de los satélites Intelsat. Estación de Comunicaciones por Satélite de Buitrago (Madrid), para cursar el tráfico internacional vía satélite además de servir de centro de reuniones, estudio y planificación para el personal.
- 5.676 cabinas instaladas en las calles de 132 ciudades. 3,5 millones de teléfonos instalados.
- 1971 5 millones de teléfonos instalados.
- 1965 - 1973 El capital pasa de 20.000 a 85.000 millones de pesetas con ampliaciones de capital 1 x 5.
- 1978 10 millones de teléfonos instalados.
- 1980 Mínimo histórico de la cotización: 256,25 pesetas. No deja de pagar dividendo.
- Primera central totalmente electrónica del sistema AXE, con una capacidad de 10.000 líneas.
- 1987 Las acciones de Telefónica comienzan a cotizar en la Bolsa de Nueva York.

## Anexo 7 (continuación)

1988 Total automatización del servicio telefónico.

1990 Telefónica adquiere participaciones en empresas operadoras de redes de telecomunicaciones de otros países (CTC en Chile, TASA en Argentina, TPSA en Perú y TMS en México).

1992 Primeros aparatos de Telefonía Rural por Acceso Celular (TRAC) en Galicia, Asturias, Granada, Almería y León.

1993 Comienza la comercialización del primer satélite español Hispasat y el lanzamiento de un segundo satélite. Presencia en seis países americanos.

1994 Telefonía móvil. MoviLine alcanza el medio millón de clientes con cobertura del 98% del territorio. Comienza a implantar la infraestructura de MoviStar, el servicio de telefonía móvil digital de Telefónica.

1995 Traspaso de activos y recursos humanos de Telefónica de España a la filial Telefónica Móviles. El Estado vende un 12% del capital de Telefónica, promoviendo la creación de un núcleo estable de accionistas, formado por BBV, Argentaria y "la Caixa".

1996 Un millón de clientes de MoviStar en 16 meses. Juan Villalonga sustituye a Cándido Velázquez como presidente (7 de junio) y a Germán Ancochea como consejero delegado (17 de septiembre). 28 de noviembre: Telefónica entra en el accionariado de Vía Digital (entonces DTD) como socio de referencia junto a RTVE y Televisa.

1997 El Estado vende su 20,9% de Telefónica, pero se asegura el control con una «Golden share» durante diez años. Acuerdos de colaboración con Portugal Telecom (17 de abril), con British Telecom (BT) y con MCI (18 de abril). Javier Revuelta es nombrado nuevo consejero delegado de Telefónica (9 de junio). Worldcom compra MCI.

1998 Retevisión. Reordenación societaria, quedando Telefónica, S.A. como sociedad matriz. Privatización del sistema telefónico brasileño, Telebras, ganando el concurso por la empresa Telesp (que opera en el estado de São Paulo), un consorcio encabezado por Telefónica. Otros grupos, en los que también está presente Telefónica, se adjudican dos de las operadoras móviles de Brasil. Es la operación más grande de las emprendidas hasta entonces por Telefónica.

Alianza de Telefónica con MCI Worldcom (9 de marzo).

1999 La matriz traspasa la rama de actividades del negocio español de telecomunicaciones a otra empresa que adopta el nombre de Telefónica de España. Salen a Bolsa Terra Networks y TPI (23 de junio). Alianza con el BBVA (12 de febrero) para desarrollar proyectos conjuntos en Internet, y con Microsoft (8 de marzo). Telefónica Interactiva firma un acuerdo de fusión con el buscador español Olé (10 de marzo). Compra la productora holandesa Endemol (18 de marzo). Ficha al comisario europeo Martin Bangemann.

2000 Creación de dos nuevos negocios globales: Telefónica Móviles (agrupa todas las operaciones de telefonía móvil del grupo), y Telefónica DataCorp (negocio de datos y servicios para empresas). Más tarde se añaden otras como Atento, Business to Business o Emergia, y Telefónica Latinoamérica (telefonía fija).

## Anexo 7 (continuación)

OPAS sobre Telefónica de Argentina, Telesp y Tele Sudeste (Brasil), y Telefónica del Perú. Compra de la cadena argentina Telefé.

Acuerdo Terra Networks-BBVA para sacar a bolsa el primer banco latino por Internet (4 de enero). Acuerdo de fusión entre Terra y Lycos (17 de marzo). Intento de fusión con la compañía holandesa KPN (1 de mayo).

César Alierta sustituye a Villalonga. Desde el 7 de junio de 1996, cuando Villalonga se hizo cargo de la presidencia de Telefónica, las acciones subieron desde 4,29 euros hasta 23,55 euros (25 de julio de 2000).

2001 Telefónica y Portugal Telecom crean una empresa conjunta con todos los activos de telefonía móvil de ambas compañías en Brasil. Compra a Iberdrola todas las participaciones del grupo Iberdrola en las operadoras brasileñas de telecomunicaciones en las que ambos grupos son accionistas.

2004 Compra de las filiales de telefonía móvil de Bellsouth. Al fusionarlas con las suyas, pasó a ser el mayor operador en telefonía móvil de Sudamérica y el tercer operador telefónico del mundo. Compra del 23% de la red de transmisión por satélite estadounidense PanAmSat. Se reduce al mínimo la presencia de Telefónica de España en las comunicaciones por satélite. Se concentran en el Centro de Comunicaciones por Satélite de Guadalajara todas las comunicaciones internacionales que habían sido cursadas anteriormente por los centros de Madrid-Buitrago, Barcelona-Penedès, Canarias-Agüimes, Sevilla-Carmona. Estas quedan totalmente fuera de servicio.

Venta de la participación del 2,1% en Eutelsat, e intento de venta del 13,2% de participación en Hispasat.

2005 Unificación de la imagen de Telefónica Móviles en trece países, lanzando la campaña MoviStar (coste 96 millones de dólares), con nuevo logo e imagen corporativa. Compra del operador Checo Cesky Telecom y OPA amistosa sobre el 90% del Grupo de Telefonía Móvil Británico O2, con operaciones en Irlanda, Alemania y Asia. Compra del 5% del capital social de China Netcom.

2006. Telefónica compra el 51% de Colombia Telecom. Telefónica se estructura para gestionar al cliente de forma integral generando tres áreas geográficas: España, Latinoamérica y Europa. Telefónica adquiere los activos europeos de la operadora de telefonía móvil O2 en Reino Unido, Alemania e Irlanda. Adjudicación de la licencia de móvil en Eslovaquia.

## Fusión digital

1996. Noviembre: Antena 3 TV, RTVE, Televisa, Televisió de Catalunya, Canal 9, TVGa, Telemadrid y Telefónica firmaron un acuerdo para desarrollar una plataforma digital, que acabó cristalizando en Vía Digital. Por otro lado, Sogecable y Antena 3 TV, entonces en manos del empresario catalán Antonio Asensio, adquieren los derechos de diferentes clubes de fútbol.

## Anexo 7 (continuación)

24 de diciembre: Jesús de Polanco, máximo accionista de Sogecable, y Antonio Asensio, firmaron un acuerdo en el que Antena 3 TV se desgajó de Vía Digital y se integró en Canal Satélite. Las dos empresas, junto con Televisió de Catalunya, crearon Audiovisual Sport, encargada de gestionar la emisión de partidos mediante el sistema de pago por visión, con el 40% de las acciones para cada una de las empresas y el 20% para TV3. Vía Digital perdió así la posibilidad de emitir encuentros por este sistema, lo que daba inicialmente una gran ventaja a la plataforma competidora, al tener en exclusiva los derechos del fútbol.

1997. 30 de enero: Canal Satélite Digital comienza sus emisiones (desde 1993 venía ofreciendo a través de satélite y por sistema analógico cuatro canales).

31 de enero: Real Decreto sobre transmisiones por satélite: los descodificadores de las plataformas deberán ser compatibles.

Enero-febrero: Telefónica compra el 25% de las acciones de Antena 3 y con el 40% de Audiovisual Sport pide poder retransmitir los partidos de fútbol, a lo que Sogecable se niega.

Septiembre: Comienzan las emisiones de Vía Digital.

1998. 22 de julio: Polanco y Villalonga pactan la fusión de las plataformas. 10 de octubre: Telefónica (Villalonga) y Sogecable comunican al presidente europeo de Competencia, Karen Van Miert, la intención de fusionar Vía y Canal Satélite.

1999. 22 de enero: Telefónica suspende las negociaciones con Prisa para la fusión digital. Pero Sogecable y Telefónica llegan a un acuerdo para explotar conjuntamente los partidos de fútbol de Liga y Copa del Rey, con efecto hasta la temporada 2008-2009.

2002. 8 de mayo: Telefónica, a través de su filial Admira, y Prisa, acuerdan solicitar la fusión de Vía Digital y Canal Satélite.

14 de mayo: El comisario europeo de Competencia, Mario Monti, afirma que la fusión de las dos plataformas "parece que cumple" las condiciones para ser estudiada por la Comisión Europea.

12 de julio: España solicita a la Comisión Europea la devolución del expediente de fusión al considerar que el área geográfica afectada por la operación es el Estado español.

16 de agosto: La Comisión Europea anuncia que la fusión amenaza la libre competencia en mercados como el de la televisión de pago y de las telecomunicaciones y que «podría crear o reforzar una posición dominante» de la sociedad resultante tanto en el mercado de la televisión de pago como en el de la prestación de acceso a Internet. A pesar de ello, remite el caso a España.

28 de agosto: La CMT indica en su informe al respecto que la integración crearía un monopolio de hecho en el mercado de la televisión de pago, pero añade que «si la operación no se realizara, hay probabilidades de que al final quedase un único operador».

4 de octubre: El Consejo de Ministros aprueba que a partir de 2003, un único accionista pueda tener hasta el 100% de una televisión. El límite accionarial estaba en el 49%.

## Anexo 7 (continuación)

14 de octubre: El Gobierno estudia modificar la Ley de Televisión Privada para permitir que un mismo accionista pueda estar presente en dos o más televisiones. El PSOE lo tacha de “impresentable” e IU de “golpe de Estado audiovisual”.

13 de noviembre: Último informe pedido por el Gobierno sobre la fusión, el del Tribunal de Defensa de la Competencia, que impone diez condiciones para dictaminar favorablemente la fusión entre Canal Satélite Digital y Vía Digital, aunque con un voto particular en contra y con un informe técnico contrario a la fusión.

29 de noviembre: El Consejo de Ministros aprueba la absorción de Vía Digital por parte de Sogecable con la imposición de 34 condiciones: las recomendadas por el Tribunal de la Competencia, pero desglosadas con mayor detalle. La cláusula más dura establece la congelación de tarifas durante 2003 y subida por debajo del IPC durante los próximos tres años.

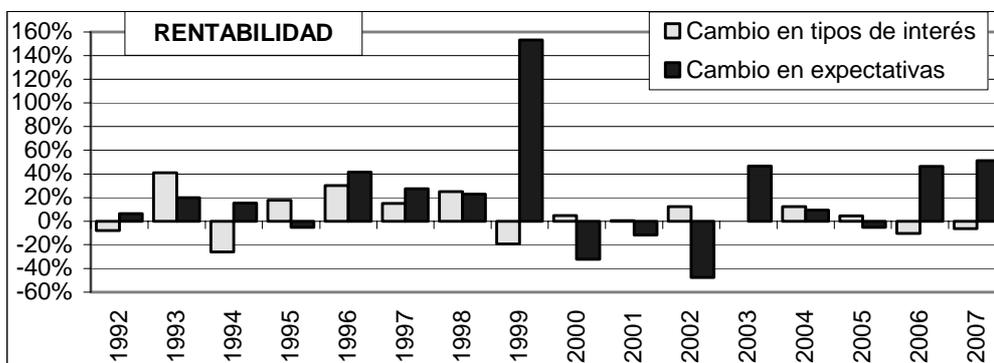
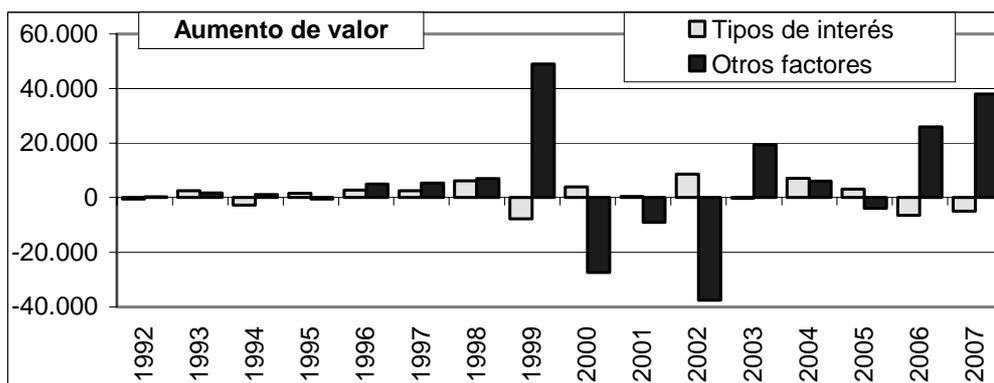
2003. 29 de enero: Las plataformas de televisión digital de Sogecable y Telefónica firman un acuerdo para su fusión. Presentan un recurso contencioso administrativo ante la Sala Tercera del Tribunal Supremo, instando la anulación de algunas de las condiciones.

## Anexo 8

### Influencia de los tipos de interés en el aumento de valor y en la rentabilidad

En el período analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés. Debido a esto, las cotizaciones aumentaron. En este Anexo se desglosa la rentabilidad y el aumento de valor para los accionistas en la magnitud debida a los cambios a los tipos de interés y la magnitud debida a otros factores.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
Rf	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	4,4%	
Rentabilidad accionistas	-2,5%	69,1%	-14,6%	11,4%	84,4%	46,8%	54,0%	104,3%	-29,0%	-11,1%	-41,0%	46,6%	22,7%	-1,2%	31,2%	41,7%	19,1%
Rentabilidad debida a:																	
Cambio en tipos	-8,1%	41,0%	-26,0%	17,7%	30,4%	15,1%	25,2%	-19,3%	4,8%	0,6%	12,4%	-0,1%	12,3%	4,5%	-10,4%	-6,3%	4,4%
Cambio en expectativas	6,7%	19,9%	15,4%	-5,4%	41,4%	27,6%	23,0%	153,3%	-32,3%	-11,7%	-47,5%	46,8%	9,3%	-5,4%	46,4%	51,2%	14,1%
Aumento de valor debido a:																	
Suma																	
Tipos de interés	-556	2.604	-2.706	1.556	2.883	2.565	6.191	-7.667	3.903	471	8.731	-58	7.090	3.065	-6.498	-5.010	16.564
Otros factores	385	1.785	1.187	-558	5.125	5.400	7.072	49.019	-27.397	-8.958	-37.495	19.367	6.005	-3.855	25.994	38.056	81.131
TOTAL	-171	4.389	-1.519	997	8.008	7.964	13.264	41.352	-23.494	-8.486	-28.763	19.309	13.095	-790	19.495	33.046	97.695
Creación de valor sin efecto tipos																	
(euros del año)	-678	714	-10	-1.965	3.778	3.415	4.486	45.770	-36.421	-16.888	-44.470	15.765	1.114	-8.907	21.305	31.838	18.845
(euros de 2007)	-3.095	2.786	-35	-5.931	9.982	8.083	9.605	90.581	-64.846	-27.241	-65.250	21.282	1.386	-10.325	22.975	31.838	21.795



## Anexo 9

El beneficio económico no mide la creación de valor

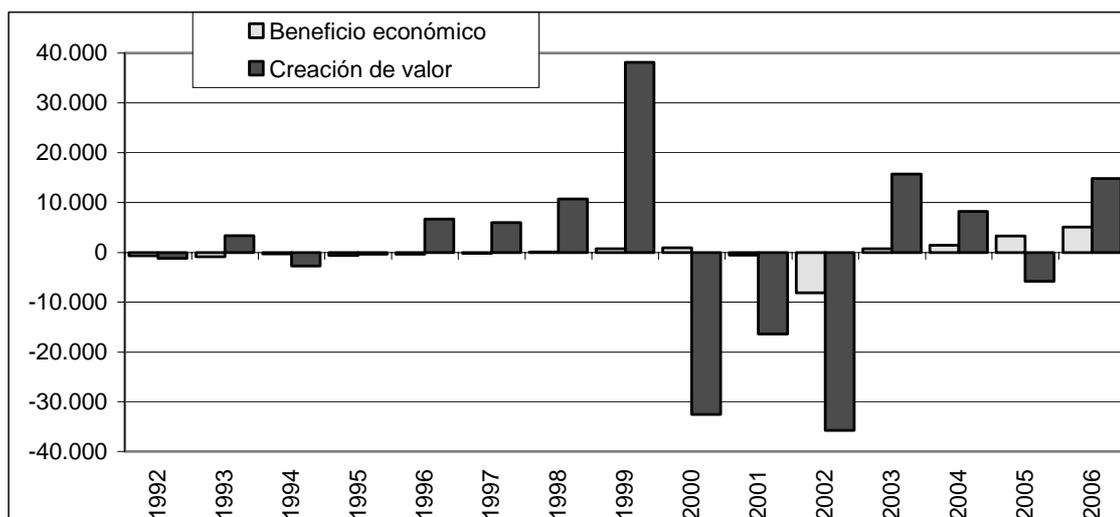
El capítulo 19 de Fernández (2004) se titula: “*El EVA, el beneficio económico y el CVA no miden la creación de valor*”, y sostiene que medidas basadas en la contabilidad no pueden medir la creación de valor. El aumento del precio por acción en un período viene determinado fundamentalmente por los *cambios de las expectativas de crecimiento* de los flujos de la empresa y también por los *cambios en la apreciación del riesgo* de los mismos, que se traducen en variaciones en la tasa de descuento. Por otro lado, la contabilidad únicamente refleja la historia de la empresa. Tanto los parámetros de la cuenta de resultados como los del balance son datos históricos. Es imposible que medidas basadas en la contabilidad, como EVA, beneficio económico, *cash value added*... puedan medir la creación de valor.

La verificación cuantitativa de esta afirmación es sencilla: basta analizar la relación que guarda la creación de valor para los accionistas, o el aumento de valor para los accionistas, con el EVA, el beneficio económico y el *cash value added*. La siguiente Tabla muestra la escasa relación entre la creación de valor y el beneficio económico.

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Beneficio económico	-740	-847	-318	-655	-357	-163	47	699	890	-585	-8.146	726	1.456	3.253	5.022	<b>281</b>
Creación de valor	-1.234	3.317	-2.717	-409	6.661	5.980	10.677	38.103	-32.517	-16.417	-35.739	15.707	8.203	-5.842	14.806	<b>8.581</b>

Beneficio	485	579	677	801	963	1.142	1.308	1.805	2.505	2.107	-5.577	2.203	2.877	4.446	6.233	22.553
Aumento valor accionistas	-171	4.389	-1.519	997	8.008	7.964	13.264	41.352	-23.494	-8.486	-28.763	19.309	13.095	-790	19.495	64.648

Valor contable de los fondos propios (VC)	8.448	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.756	16.225	16.158	20.001
Capitalización	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329
VM/VC	<b>0,75</b>	1,20	0,97	1,02	1,52	2,05	2,94	<b>5,59</b>	2,95	2,72	2,44	3,44	4,23	3,87	3,97



## Referencias

Fernández, Pablo (2004), «Valoración de Empresas», 3ª edición, Ediciones Gestión 2000.

Fernández, Pablo (2004a), «Are Calculated Betas Worth for Anything?», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=504565>

Fernández, Pablo (2004b), «On the Instability of Betas: The Case of Spain», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=510146>

Fernández, Pablo y Vicente J. Bermejo (2008a), «IBEX 35: 1992-2007», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=1084507>

Fernández, Pablo y Vicente J. Bermejo (2008b), «Creación de Valor de 125 Empresas Españolas en 2007 y en 1992-2007», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=1085969>

Artículos sobre otras empresas y sobre valoración pueden descargarse en <http://ssrn.com/author=12696> y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>