



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 635

Mayo, 2006

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE TELEFONICA

Pablo Fernández

José María Carabias

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 © 2006 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/>

# CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE TELEFONICA

Pablo Fernández\*  
José María Carabias\*\*

## Resumen

En este documento se define y analiza la creación de valor para los accionistas de Telefónica entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En este período, el aumento de la capitalización de Telefónica fue de 55.695 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 45.153 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 12.442 millones de euros (expresado en euros de 2005).

Telefónica fue, entre las mayores empresas de telecomunicaciones, la tercera empresa más rentable en el período 2003-2005. Fue la duodécima empresa por capitalización bursátil en 1998 y la séptima en 2005.

La rentabilidad media anual de Telefónica en este período de catorce años fue del 16,8%, superior a la del IBEX 35 (13,7%). La rentabilidad de Telefónica en estos catorce años fue del 783,9% (cada euro invertido en acciones de Telefónica en diciembre de 1991 se convirtió en 8,84 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 506,1%. La inflación acumulada alcanzó el 58,8% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,59 euros en diciembre de 2005).

La rentabilidad de Telefónica fue superior a la del IBEX 35 todos los años, con excepción de 1994, 1995, 2000, 2001, 2002 y 2005.

La capitalización de Telefónica durante estos catorce años osciló entre el 11,2% y el 27,6% del total de la capitalización del IBEX 35.

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

\*\* Investigador Asociado, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, G32

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

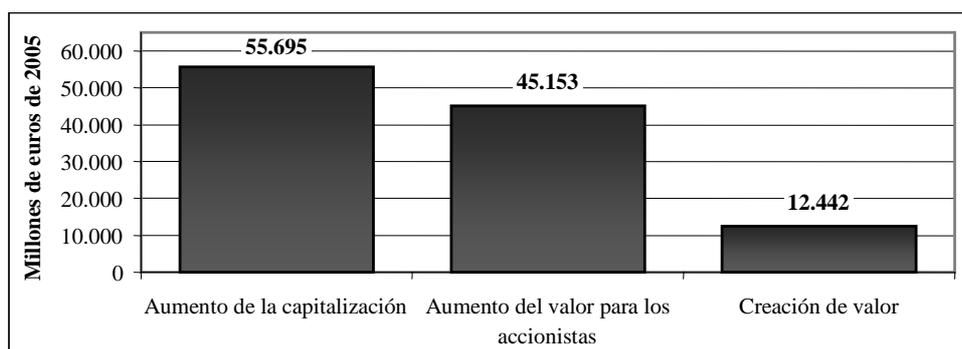
## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE TELEFONICA

En este documento se define y analiza la creación de valor para los accionistas. Para entender mejor este concepto, utilizaremos el ejemplo de una empresa cotizada en bolsa, Telefónica, entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

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 2005 Telefónica tenía en circulación 4.921,13 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 12,71 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 62.548 millones de euros en diciembre de 2005<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en este período fue de 55.695 millones de euros. Pero esto no es la creación de valor para los accionistas de Telefónica en esos años.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Telefónica fue de 55.695 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 45.153 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 12.442 millones de euros (expresado en euros de 2005).

Figura 1. Telefónica. Diciembre de 1991 - diciembre de 2005. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas



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

<sup>1</sup> Los datos proceden de 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 2005: 4.921,13 millones de acciones x 12,71 euros/acción = 62.548 millones de euros. Telefónica realizó un «split» 3 x 1 en julio de 1999.

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.

Aumento de la capitalización
Aumento del valor para los accionistas
Rentabilidad para los accionistas
Rentabilidad exigida a las acciones
Creación de valor para los accionistas

## 1. Aumento de la capitalización de las acciones

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa, esto 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. El **Anexo 6** contiene la evolución de la cotización de Telefónica entre diciembre de 1991 y abril de 2006.

Tabla 1. Telefónica. Capitalización y aumento de capitalización en cada año (en millones de euros)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	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	
Precio/acción (euros)	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	
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	
$\Delta$ 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	55.695

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.

## 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. El *aumento de la capitalización de las acciones* no es el *aumento del valor para los accionistas*.

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:

$$\begin{aligned}
 &\text{Aumento del valor para los accionistas} = \\
 &\text{Aumento de la capitalización de las acciones} \\
 &\quad + \text{Dividendos pagados en el año} \\
 &+ \text{Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)} \\
 &\quad - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} \\
 &\quad - \text{Conversión de obligaciones convertibles}
 \end{aligned}$$

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2004. 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 los 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. En 2004, Telefónica repartió como dividendo 0,4 euros/acción en 2004 y 0,5 euros/acción en 2005. Realizó ampliaciones de capital 1 x 50 gratis en diciembre de 1998, abril de 1999, noviembre de 1999, marzo de 2001, enero de 2002, marzo de 2002, enero de 2003 y marzo de 2003. En 2005 distribuyó a sus accionistas acciones de la autocartera<sup>7</sup> en la proporción 1 x 25.

<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 el año 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 Sao 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.

<sup>7</sup> El 30 de marzo de 2006, la autocartera fue de 239,58 millones de acciones. El movimiento de la autocartera fue el siguiente:

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	166,710	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 de 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 2. Telefónica. Aumento de la capitalización y aumento del valor para los accionistas en cada año (en millones de euros)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	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	55.695
+ Dividendos	329	340	350	373	429	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	8.484
+ Otros pagos a accionistas												420			420
+ Recompra de acciones												1.100		2.744	3.844
- desembolsos de los accionistas							-2.567		-17.910	-2.332					-22.809
- convertibles convertidas			-95						-1.061						-1.156
Ajustes temporales y otros	1	10	-164	-81	41	-76	119	79	-1	23	-6	325	259	146	675
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	45.153

Pero el *aumento del valor* para los accionistas tampoco 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

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

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

Como muestra la Tabla 3, 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 16,8%<sup>8</sup>.

Los datos de rentabilidad se han tomado de Datastream. Tienen un error en 2005 porque Datastream considera equivocadamente el reparto de 1 x 25 acciones como un dividendo en efectivo. Si se subsanara ese error, la rentabilidad para los accionistas de 2005 sería -4,9% en lugar de -1,2%.

**Tabla 3. Rentabilidad para los accionistas de Telefónica**

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	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	
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	
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	
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%	16,8%

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.

<sup>8</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los catorce años:

$$16,8\% = [(1-0,025) \times (1+0,689) \times \dots \times (1+0,458) \times (1+0,225) \times (1-0,012)]^{(1/14)} - 1.$$

## 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 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 y que depende del riesgo de la misma.

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

Se llama Ke a la rentabilidad exigida a la inversión por el accionista (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios).

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

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a la inversión en acciones de la empresa (Ke) es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa<sup>9</sup>:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo de la empresa}$$

La Tabla 4 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 4. Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y rentabilidad exigida a las acciones de Telefónica (datos de diciembre)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	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%	7,0%
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%	11,4%
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%	4,5%

\* Tipos de interés al final del año anterior.

<sup>9</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:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo del mercado.}$$

Como referencia, en el año 2005, 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 éstos 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 ya vimos que 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 5 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, 2001 y 2002.

**Tabla 5. 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	Suma
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	
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	55.695
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	45.153
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%	783,9%
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%	354,7%
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	-6.225
Creación valor ( euros de 2005)	-4.859	11.173	-8.205	-1.065	15.184	12.209	19.722	65.051	-49.944	-22.844	-45.237	18.292	8.807	-5.842	12.442

En la Tabla 6 se 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 6. Aumento de la capitalización, del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas**

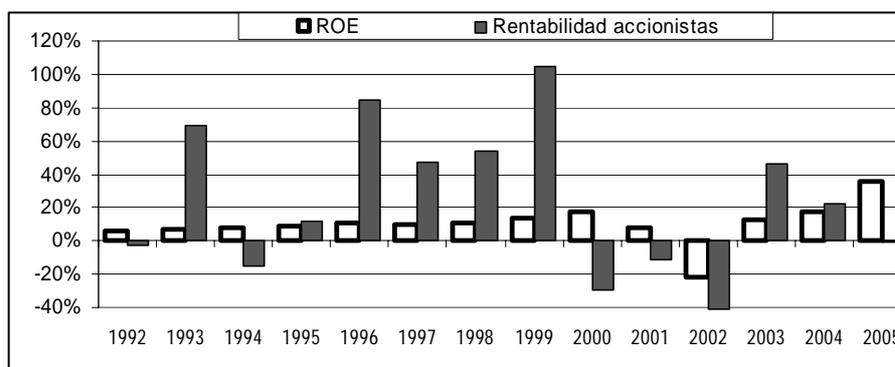
<i>Aumento de la capitalización</i>	$\text{Capitalización}_t - \text{Capitalización}_{t-1}$
	↓
<i>Aumento del valor para los accionistas</i>	$\text{Aumento de la capitalización} - \text{pagos de los accionistas} + \text{dividendos} + \text{reducciones} - \text{conversiones}$
	↓
<i>Creación de valor para los accionistas</i>	$\text{Aumento valor accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$

## 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 2, 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 2. ROE y la rentabilidad para los accionistas de Telefónica



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	NICS
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	
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	
Beneficio ordinario		921	1.387	1.920	2.346	3.291	3.466	3.522	2.436	1.821	1.617	3.362	4.397	6.796	
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	
ROE	6%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	13%	17%	8%	-22%	13%	17%	36%	
Rentabilidad accionistas	-3%	69%	-15%	11%	84%	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	

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.

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

La Tabla 7 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 2003-2005.

**Tabla 7. 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	1998-2005	2003-2005
AMERICA MOVIL					-26%	91%	92%	72%		85%
CHINA MOBILE (HONG KONG)	1%	263%	-12%	-36%	-32%	32%	12%	44%	15%	29%
<b>TELEFONICA</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>10%</b>	<b>21%</b>
SPRINT NEXTEL	64%	62%	-69%	1%	-25%	18%	55%	-5%	1%	20%
TELEFONICA MOVILES				-26%	-24%	37%	14%	-2%		15%
FRANCE TELECOM	108%	98%	-29%	-50%	-60%	57%	10%	-12%	-1%	15%
TELECOM ITALIA	513%	6%	-11%	-36%	-32%	14%	33%	-15%	16%	9%
NTT (XSQ)	-22%	103%	-54%	-47%	3%	20%	-11%	19%	-8%	9%
DEUTSCHE TELEKOM	66%	156%	-54%	-38%	-35%	19%	14%	-12%	-1%	6%
VODAFONE GROUP	124%	58%	-20%	-26%	-36%	24%	4%	-8%	6%	6%
BELLSOUTH	81%	-5%	-11%	-5%	-30%	13%	2%	2%	2%	5%
TELECOM ITALIA MOBILE	51%	78%	-22%	-24%	-22%	0%	35%	-15%	5%	5%
SBC-AT&T	50%	-7%	0%	-16%	-28%	2%	4%	0%	-2%	2%
TELSTRA	138%	11%	-20%	-13%	-16%	15%	7%	-15%	6%	2%
VERIZON COMMS.	23%	17%	-16%	-3%	-15%	-6%	20%	-22%	-2%	-4%
NTT DOCOMO INC		323%	-50%	-22%	-29%	11%	-21%	-3%		-5%
WORLDCOM	137%	11%	-73%	4%	-99%	-89%	-100%		-100%	-100%

\* Telecom Italia Móviles desapareció el 30 de junio de 2005 al fusionarse con Telecom Italia.

\*\* WorldCom dejó de cotizar el 21 de abril de 2004.

Fuente: Datastream.

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 8. Capitalización en diciembre de 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005  
de empresas de telecomunicaciones (en millones de dólares)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
VODAFONE GROUP, U.K.	50.238	153.784	236.831	178.181	124.283	168.737	177.746	132.757
SBC-AT&T	104.891	166.305	161.632	131.672	90.011	86.309	85.438	96.601
CHINA MOBILE (HONG KONG)	20.377	85.691	101.615	65.495	46.793	60.432	66.786	93.802
VERIZON COMMS.	83.823	95.593	135.292	129.839	106.011	96.875	112.170	83.281
NTT	119.839	267.099	112.315	51.591	57.912	77.301	74.278	80.112
NTT DOCOMO	78.945	367.677	165.190	117.926	92.605	113.779	92.554	74.269
<b>TELEFONICA</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>
DEUTSCHE TELEKOM	90.275	214.371	91.304	72.512	53.827	76.986	94.940	70.661
SPRINT NEXTEL	28.981	52.854	16.211	17.839	12.928	14.843	34.423	66.179
FRANCE TELECOM	81.442	134.865	99.606	46.130	20.867	68.663	81.686	64.397
BELLSOUTH	97.535	88.116	76.408	71.606	48.081	52.302	50.905	49.556
TELEFONICA MOVILES			39.488	31.008	28.174	45.228	54.505	45.310
TELECOM ITALIA MOBILE	49.123	73.810	67.303	47.084	38.496	45.848	63.070	43.871
TELECOM ITALIA	9.837	13.608	11.740	9.344	9.022	30.537	42.202	38.798
TELSTRA	60.215	69.710	45.920	35.829	31.951	46.640	49.431	37.023
AMERICA MOVIL				9.525	6.349	11.994	22.204	35.828
WORLDCOM	131.548	150.609	40.487	41.668	409	39	-	-

Fuente: Datastream.

La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas. Telefónica fue la duodécima empresa por capitalización bursátil en 1998 y la séptima en 2005. 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 8 también permite apreciar la evolución de la desaparecida WorldCom, que fue la empresa con mayor capitalización en 1998.

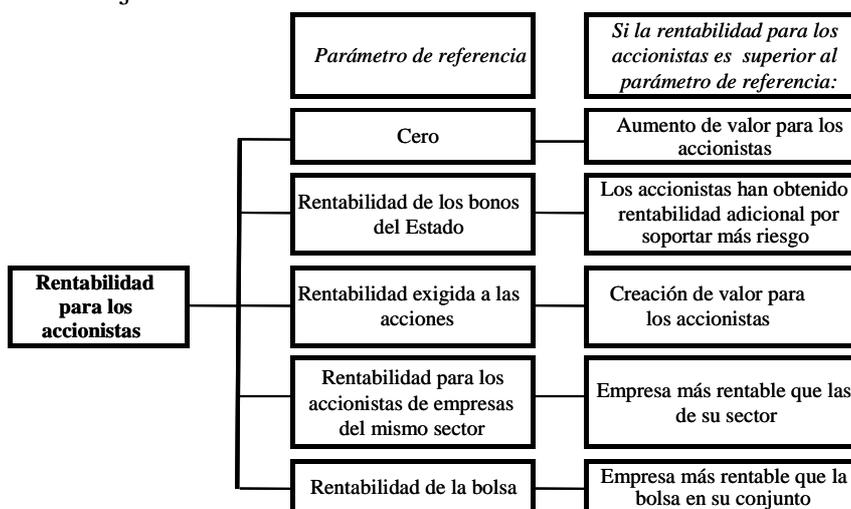
En Fernández y otros (2006) se puede observar que Telefónica pasó de ser la decimocuarta empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1998 a ser la novena en 2005.

## 8. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

En el Apartado 5 hemos visto 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>10</sup>. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- La rentabilidad de los bonos del Estado. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la de invertir en bonos del Estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.
- Rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.
- Rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).
- Rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.



<sup>10</sup> Estos parámetros de referencia se denominan en inglés *benchmark*. La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.

## 9. Telefónica y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad de Telefónica para sus accionistas con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Telefónica fue del 16,8%, superior a la del IBEX 35 (13,7%). La rentabilidad de Telefónica fue ocho años superior a la del IBEX 35 y seis años (1994-1995, 2000-2002 y 2005) inferior.

La rentabilidad de Telefónica en estos catorce años fue de 783,9% (cada euro invertido en acciones de Telefónica en diciembre de 1991 se convirtió en 8,839 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 506,1%<sup>11</sup>. La inflación acumulada fue del 58,8% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,588 euros en diciembre de 2005).

Tabla 9. 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	Media
Telefónica	-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%	16,8%
Índice 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	
Rentabilidad IBEX 35 (sin div.)	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	10,6%
Rentabilidad IBEX 35 (con div.)	-5,8%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,3%	20,4%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	20,7%	19,4%	13,7%
IGBM	214	323	285	320	445	633	868	1009	881	824	634	808	959,06	1156,21	
Rentabilidad IGBM (sin div.)	-13,0%	50,7%	-11,7%	12,3%	39,0%	42,2%	37,2%	16,2%	-12,7%	-6,4%	-23,1%	27,4%	18,7%	20,6%	11,7%
Rentabilidad ITBM (con div.)	-7,5%	56,0%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	17,2%	-11,1%	-4,8%	-17,2%	30,0%	21,2%	23,3%	14,9%
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%	3,4%
IBEX 35 sin Telefónica	-6,3%	59,7%	-11,2%	23,9%	42,3%	44,1%	35,6%	2,8%	-17,3%	-4,4%	-21,9%	28,8%	20,1%	24,5%	13,1%
Telefónica - IBEX	3,3%	8,1%	-3,0%	-11,0%	37,4%	2,3%	15,7%	83,9%	-8,5%	-5,1%	-14,5%	14,4%	2,0%	-20,6%	5,0%
(1+Tel)/(1+IBEX) - 1	3,5%	5,0%	-3,4%	-9,0%	25,4%	1,6%	11,3%	69,7%	-10,7%	-5,4%	-19,7%	10,9%	1,7%	-17,2%	2,7%

La Tabla 10 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 rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Telefónica, fue del 13,1%<sup>12</sup>.

Tabla 10. 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
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
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
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%

La Tabla 11 muestra que Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX en estos años si se exceptúan 1993, 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005 (la mayor empresa fue BSCH).

<sup>11</sup>  $783,9\% = 1,168^{14} - 1$ .  $506,1\% = 1,137^{14} - 1$ .

<sup>12</sup> Esta rentabilidad ( $R_{IBEXnoTEL}$ ) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoTEL} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{TEL} \times R_{TEL}) / CAP_{IBEXnoTEL}$$

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 a principio del año.

Tabla 11. Comparación de la capitalización de Telefónica con la de las mayores empresas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Telefónica	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548
BSCH	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>
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
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
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
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

*Conceptos clave*

Capitalización

Aumento de la capitalización

Aumento del valor para los accionistas

Rentabilidad para los accionistas

Rentabilidad exigida a las acciones

Creación de valor para los accionistas

ROE

El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

Comparación de Telefónica con otras empresas de telecomunicaciones

¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

## Anexo 1. Contabilidad de Telefónica. Partidas principales (en millones de euros)

ACTIVO	NIC 2005	NIC 2004
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>59.545</b>	<b>48.954</b>
Intangibles	7.877	5.674
Fondo de comercio	8.910	5.949
Propiedad, planta y equipo	27.993	23.193
Propiedades de inversión	35	28
Participaciones en empresas asociadas	1.664	1.652
Activos financieros no corrientes	4.681	3.500
Activos por impuestos diferidos	8.385	8.957
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>13.629</b>	<b>11.124</b>
Existencias	920	656
Deudores y otras cuentas a cobrar	7.516	5.920
Activos financieros corrientes	1.518	2.557
Administraciones públicas deudoras por impuestos corrientes	1.448	1.069
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.213	914
Activos no corrientes mantenidos para la venta	14	9
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>73.174</b>	<b>60.079</b>

PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>16.158</b>	<b>12.342</b>
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la sociedad	12.733	10.440
Patrimonio neto atribuible a socios externos	3.425	1.903
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>35.126</b>	<b>27.743</b>
Deuda financiera a largo plazo	25.168	17.492
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	1.128	1.200
Pasivos por impuestos diferidos	2.477	1.643
Provisiones a largo plazo	6.353	7.408
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>21.889</b>	<b>19.994</b>
Deuda financiera a corto plazo	9.236	10.210
Acreedores y otras cuentas a pagar a corto plazo	9.719	7.696
Administraciones públicas acreedoras por impuestos corrientes	2.192	1.825
Provisiones a corto plazo	743	260
Pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos	-	3
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>73.174</b>	<b>60.079</b>

CUENTA DE RESULTADOS (en millones de euros)	2005	2004
Ventas netas y prestaciones de servicios	37.882	30.281
Otros ingresos	1.418	1.133
Aprovisionamientos	-10.065	-7.637
Gastos de personal	-5.656	-5.095
Otros gastos	-8.303	-6.460
<b>RESULTADO OPERATIVO ANTES DE AMORTIZACIONES</b>	<b>15.276</b>	<b>12.222</b>
Amortizaciones	-6.718	-5.666
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>8.559</b>	<b>6.556</b>
Participación en resultados de empresas asociadas	-128	-50
Gastos financieros netos	-1.796	-1.462
Diferencias de cambio netas	162	-177
Resultado financiero neto	-1.634	-1.639
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS DE LAS OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>6.796</b>	<b>4.866</b>
Impuesto sobre beneficios	-1.969	-1.513
Resultado después de impuestos de las operaciones en discontinuación	-	132
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>4.827</b>	<b>3.486</b>
Resultado atribuido a los socios externos	-381	-310
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>4.446</b>	<b>3.176</b>

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2. Telefónica. Otras magnitudes

### Remuneración de los auditores

La remuneración de Ernst&Young en 2005 fue de 14,84 millones de euros. La remuneración de Deloitte en 2004 fue de 12,53 millones de euros, y en 2003, de 14,82 millones. La remuneración a otros auditores en 2004 fue de 11,2 millones de euros, y en 2003, de 7,78 millones.

### Número de empleados

Empleados	2005		2004	
	Medio	Final	Medio	Final
Telefónica S.A	627	650	668	622
G. Telefónica de España	35.855	35.053	37.281	36.425
G. Telefónica Móviles	22.471	22.739	14.071	19.797
G. Telefónica Internacional	27.381	28.856	25.951	25.905
G. Directorios	2.931	2.942	2.898	2.876
Cesky Telecom	9.402	10.051	0	0
G. Telefónica de Contenidos	5.735	5.734	5.520	5.860
G. Atento	84.365	95.907	62.429	74.929
G. Terra Networks	0	0	1.997	1.584
Resto	6.319	5.709	6.004	5.656
<b>Total</b>	<b>195.086</b>	<b>207.641</b>	<b>156.819</b>	<b>173.654</b>

### Planes de opciones sobre acciones para empleados

- a) El 15 de febrero de 2005 tuvo lugar la tercera y última fecha de ejercicio del programa TIES (destinado a personal no directivo del Grupo Telefónica). Son opciones sobre acciones de Telefónica S.A.

Programa TIES

Opciones vivas:	Opciones	Precio medio de ejercicio ( euros)
31 de diciembre de 2003	30.113.539	4,53
31 de diciembre de 2004	29.792.427	4,53
31 de diciembre de 2005	0	

- b) El programa MOS, de opciones sobre acciones de Telefónica Móviles, consiste a 31 de diciembre de 2005 en 9.446.372 opciones en poder de 6.970 empleados:

Programa MOS

Opciones vivas:	Opciones	Precio medio de ejercicio ( euros)
31 de diciembre de 2003	12.819.072	10,49
31 de diciembre de 2004	11.137.144	10,49
31 de diciembre de 2005	9.446.373	10,49

## Anexo 2 (continuación)

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

Programa Terra Networks

Opciones vivas:	Opciones	Precio medio de ejercicio ( euros)
31 de diciembre de 2004	529.738	63,95
31 de diciembre de 2005	117.900	28,28

- 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:

Programa Terra Networks derivado de Lycos

Opciones vivas:	Opciones	Precio medio de ejercicio ( euros)
31 de diciembre de 2004	2.414.053	91,76
31 de diciembre de 2005	527.425	59,57

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

Programa EN-SOP

Opciones vivas:	Opciones	Precio medio de ejercicio ( 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

- f) Programa de incentivos a largo plazo de Endemol. A 31 de diciembre de 2005 consiste en 2.346.383 opciones sobre acciones de Telefónica S.A., 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.

### *Retribuciones del consejo*

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

## Anexo 2 (continuación)

Accesos (en miles) en 2004 y 2005

	2005	2004
Accesos de telefonía fija	40.859	37.769
Accesos de datos e Internet	12.860	10.872
Banda estrecha	5.167	5.673
Banda ancha	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	683	408
Accesos celulares	99.124	74.441
Total accesos	153.526	123.490

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

	IMPORTE NETO CIFRA DE NEGOCIO			RESULTADO OPERATIVO		
	2005	2004	Porc. var.	2005	2004	Porc. var.
Grupo Telefónica de España	11.740	11.202	4,8	2.628	2.192	19,9
Grupo Telefónica Latinoamérica	8.266	6.748	22,5	1.966	1.716	14,6
Negocio de telefonía móvil	16.514	11.961	38,1	3.443	3.058	12,6
Cesky Telecom	1.035	-		165	-	
Negocio de directorios	661	616	7,1	196	181	8,3
Grupo Atento	857	607	41,2	89	51	72,1
Negocio de contenidos y media	1.269	1.219	4,1	240	156	53,9
Otras sociedades	868	1.265	-31,4	-259	-410	-37
Eliminaciones	-3.326	-3.338	-0,4	91	-388	
Total Grupo	37.882	30.281	25,1	8.559	6.556	30,5

## Anexo 2 (continuación)

### Negocio de telefonía móvil en 2005, miles de clientes

Empresa	Contrato		Prepago		Fixed Wireless		Total	
	2005	Porc. var. 2004-2005	2005	Porc. var. 2004-2005	2005	Porc. var. 2004-2005	2005	Porc. var. 2004-2005
Telefónica Móviles España	10.704	15,60%	9.186	-5,50%			19.890	4,80%
Medi Telecom	150	36,40%	3.873	47,80%			4.023	47,40%
Brasilcel	5.744	10,80%	24.061	12,70%			29.805	12,30%
TEM Argentina	3.119	151,50%	5.036	136,40%	180		8.335	147,30%
TEM Perú	580	16,50%	2.804	21,50%	71	10,20%	3.455	20,40%
TEM El Salvador	79	1,50%	435	48,00%	24	88,60%	538	39,90%
TEM Chile	892	84,30%	4.384	54,70%			5.276	59,00%
TEM Colombia	1.375	44,20%	4.658	98,80%			6.033	83,00%
TEM Guatemala	70	-12,60%	864	53,80%	106	-2,00%	1.041	38,70%
TEM México	320	6,10%	6.048	13,30%	1		6.368	12,90%
TEM Venezuela	348	20,60%	5.204	47,10%	609	21,90%	6.160	42,40%
TEM Ecuador	365	59,20%	1.518	70,40%	2	-12,60%	1.885	67,90%
TEM Panamá	68	19,10%	782	37,50%			849	35,80%
TEM Nicaragua	45	15,40%	310	33,90%	16	4,80%	372	29,80%
TEM Uruguay	62	16,80%	357	138,30%			419	106,30%
Total	23.920		69.520		1.009		94.448	

#### Distribución de clientes

Marruecos	4,3%
Cono Sur	18,1%
Región Andina	15,2%
Región Norte	9,7%
Brasil	31,6%
España	21,1%
	100,0%

Región Norte: El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua y Panamá

Región Andina: Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela

Cono Sur: Argentina, Chile y Uruguay

Fuente: Memoria anual 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 netos	Millones de euros							
	Saldo al 31-12-2004	Altas	Bajas	Trasposos	Diferencias de conversión	Altas de sociedades	Bajas de sociedades	Saldo al 31-12-2005
<b>Coste:</b>								
Gastos de desarrollo	1.282	93	-1	-48	5	7	-	1.337
Concesiones administrativas	4.637	49	-2	-46	1.019	370	-	6.027
Propiedad industrial y aplicaciones informáticas	4.176	722	-46	215	343	210	-	5.620
Otros intangibles	729	213	-64	-228	121	1.162	0	1.932
<b>Total intangibles bruto</b>	<b>10.824</b>	<b>1.077</b>	<b>-114</b>	<b>-108</b>	<b>1.489</b>	<b>1.749</b>	<b>0</b>	<b>14.917</b>
<b>Amortización acumulada:</b>								
Gastos de desarrollo	1.178	81	-1	-1	0	-	-	1.256
Concesiones administrativas	1.089	338	-2	1	260	-	-	1.686
Propiedad industrial y aplicaciones informáticas	2.786	820	-55	-32	223	-	-	3.742
Otros intangibles	90	255	-36	-16	58	-	-	351
<b>Total amortización acumulada</b>	<b>5.142</b>	<b>1.494</b>	<b>-95</b>	<b>-48</b>	<b>541</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7.035</b>
<b>Provisiones por depreciación</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5</b>
<b>Intangibles netos</b>	<b>5.674</b>	<b>-419</b>	<b>-19</b>	<b>-55</b>	<b>946</b>	<b>1.749</b>	<b>0</b>	<b>7.877</b>

Fondo de comercio	Millones de euros
<b>Saldo al 1-01-2004</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>

Las bajas de 2005 corresponden, principalmente, a la enajenación del 25% del capital social de Endemol N.V.

Las bajas de 2004 corresponden, principalmente, a la desinversión en el grupo Lycos, Inc. por 55,79 millones.

Adiciones ejercicio 2005	Millones de euros
Radiocomunicaciones Móviles, S.A.	547
Telefónica Móviles Chile Inversiones, S.A.	219
Cesky Telecom	913
Eurotel Praha	444
Grupo Telefónica Móviles México	91
Otros	239
<b>Total</b>	<b>2.453</b>

Adiciones ejercicio 2004	Millones de euros
Olympic, Ltda.	536
Otecel, S.A.	451
Telcel, C.A.	491
Telefónica Móviles Panamá	305
Telefonía Celular de Nicaragua	77
Otras sociedades	428
<b>Total</b>	<b>2.289</b>

## Anexo 4 (continuación)

Participaciones en empresas asociadas (en millones de euros)	31 de diciembre de 2005			31 de diciembre de 2004		
	Porcentaje participación	Valor en libros	Valor razonable	Porcentaje participación	Valor en libros	Valor razonable
Sogecable, S.A. (ESPAÑA)	23,83	676	1.078	23,83	665	972
Portugal Telecom, S.G.P.S., S.A. (PORTUGAL)	9,84	796	962	9,58	767	1.029
Lycos Europe, N.V. (PAÍSES BAJOS)	32,1	41	355	32,1	47	206
Médi Telecom, S.A. (MARRUECOS)	29,9	53	53	29,75	43	43
Sistemas Técnicos Loterías Estado (ESPAÑA)	31,75	23	23	31,75	23	23
Telefónica Factoring (ESPAÑA)	50	5	5	50	5	5
Mobipay España, S.A. (ESPAÑA)	12,41	0	0	12,35	1	1
Ipse 2000, S.p.A. (ITALIA)	46,44	-	-	46,23	33	33
Resto	N/D	71	71	N/D	70	70
<b>TOTAL</b>		<b>1.664</b>	<b>2.546</b>		<b>1.652</b>	<b>2.380</b>

Patrimonio neto (en 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 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>

## Anexo 5. Participaciones significativas de Telefónica, diciembre de 2005

### GRUPO TELEFONICA

Telefónica de España	100,00%
Telefónica Móviles (1)	92,46%
Telefónica Latinoamérica	100,00%
Grupo TPI	59,90%
Telefónica de Contenidos	100,00%
Grupo Atento	91,35%
Cesky Telecom	69,41%

### GRUPO TELEFONICA DE ESPAÑA

Telyco	100,00%
Telefónica Telecomunic. Públicas	100,00%
Telefónica Soluciones Sectoriales	100,00%
Telefónica Empresas España	100,00%
Terra Networks España (1)	100,00%
T. Soluciones de Informática y Com. España	100,00%

### GRUPO TPI - PAGINAS 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 (1)	23,83%
Portugal Telecom (2)	9,84%
China Netcom Group (3)	5,00%
BBVA	1,07%
Amper	6,10%
Telepizza	4,13%

### GRUPO TELEFONICA LATINOAMERICA

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 TELEFONICA MOVILES

Telefónica Móviles España	100,00%
Brasilcel (1)	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%

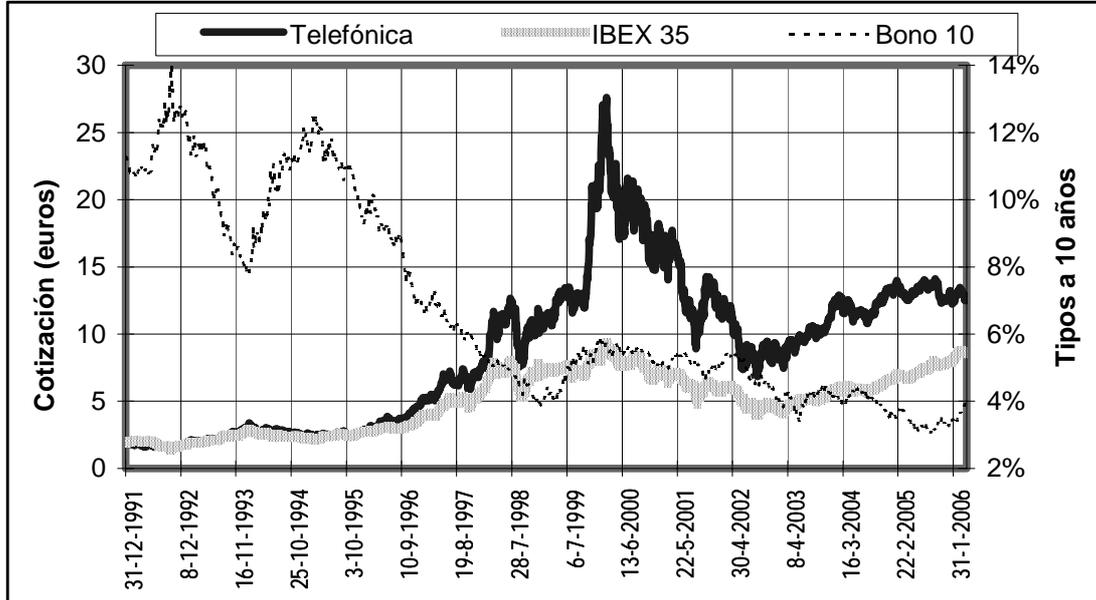
### GRUPO TELEFONICA DE CONTENIDOS

Telefé	100,00%
Endemol (1)	99,70%
Telefónica Servicios de Música	100,00%
Telefónica Servicios Audiovisuales	100,00%
Hispasat	13,23%

## Anexo 6. Evolución comparada de Telefónica y del IBEX 35

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

La máxima cotización de Telefónica fue 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.

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

31 de diciembre de 1991 = 100



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

Fuente: Datastream.

## Anexo 7. 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	Compañía Anónima de Teléfonos de Venezuela (Cantv)	16%	301,6 millones de dólares
Compra	17-8-1994	Compañía 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	Antena 3	11,72%	
Venta	30-4-2003	Antena 3	25,10%	362 millones de euros
Compra	25-7-2003	Terra Networks	33,60%	1060,5 millones de euros
Venta	28-11-2003	Antena 3	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%	2.745,86 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
Compra	31-10-2005	O2 Plc.	100,00%	17.700 millones de libras
Venta	22-11-2005	Endemol	22,32%	251 millones de euros
Venta	28-4-2006	Yell group	59,91%	1.838 millones de euros
Compra	7-4-2006	Colombia Telecom	51%	368 millones de dólares

## Referencias

Fernández, Pablo; José María Carabias, Julio Aznarez Ledesma y Óscar Carbonell López (2006), «Euro Stoxx 50: 1997-2005. Shareholder Value Creation in Europe», available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=895152>