

## Telefónica: 1991-2010 Creación de valor y rentabilidad

**Pablo Fernández**

Profesor del IESE

Titular de la Cátedra PricewaterhouseCoopers de Corporate Finance

e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)

**Javier Aguirreamalloa**

Profesor del IESE

e-mail: [JAguirreamalloa@iese.edu](mailto:JAguirreamalloa@iese.edu)

**Luis Corres**

Research Assistant del IESE

e-mail: [lcortes@iese.edu](mailto:lcortes@iese.edu)

---

### RESUMEN

La rentabilidad de los accionistas de Telefónica en 2010 fue -7,7% mientras que la del IBEX 35 fue -12,9% (la rentabilidad del IBEX sin Telefónica habría sido -14,4%).

En el periodo 1991-2010, la rentabilidad de los accionistas de Telefónica fue 15,2% mientras que la del IBEX 35 fue 11%. La inflación media en ese periodo fue 3,1%.

Entre diciembre de 1991 y diciembre de 2010, el aumento del valor para los accionistas de Telefónica fue €85,8 millardos y la creación de valor para los accionistas fue €34,2 millardos.

La capitalización de Telefónica osciló en estos 19 años entre el 11,2% y el 27,6% de la del IBEX 35; fue 22,2% en 2010.

El documento también compara la evolución de la cotización de Telefónica con la de las grandes empresas de telecomunicaciones, con la del Santander, con la del BBVA y con la del IBEX 35 en los últimos 20, 10 y 5 años.

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

JEL: G12, G31, M21

**18 de enero de 2011**

---

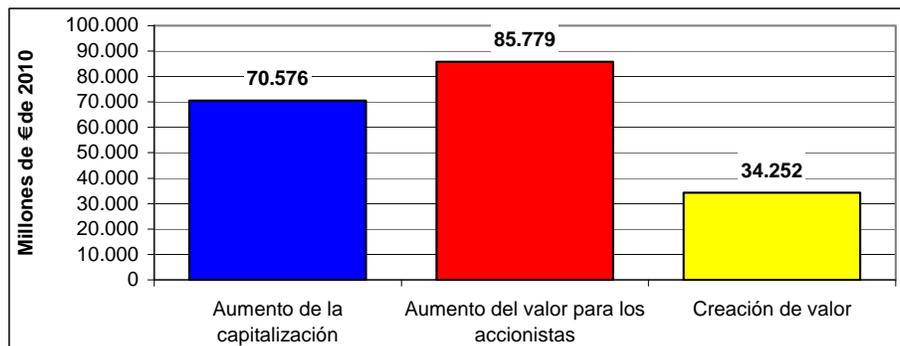
IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.  
Tel. 91-357 08 09. Fax 91-357 29 13.

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 2010.

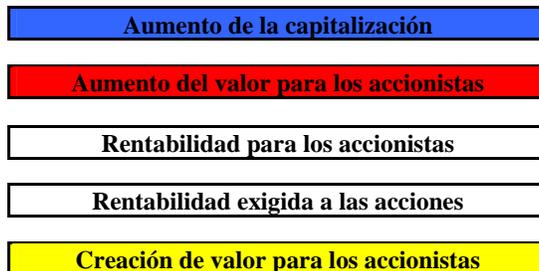
El 31 de diciembre de 1991, Telefónica tenía en circulación 926,95 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue 7,39 euros. El 30 de diciembre de 2010 Telefónica tenía en circulación 4.564 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue 16,965 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> de Telefónica aumentó desde €6.852 millones en diciembre de 1991 hasta €77.428 millones en diciembre de 2010<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en ese periodo fue €70.576 millones.

La figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2010 el aumento de la capitalización de Telefónica fue €70.576 millones, el aumento del valor para los accionistas fue €85.779 millones, y la creación de valor para los accionistas fue €34.252 millones (expresado en euros de 2010).

**Figura 1. Telefónica. Diciembre 1991-Diciembre 2010. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2010)**



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.



<sup>1</sup> Los datos proceden de Sociedad de Bolsas. Ver [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 2010: 4.564 millones de acciones x 16,965 euros/acción = 77.428 millones de euros. Telefónica realizó un split 3 x 1 en julio de 1999.

### 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**

(Millardos de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Suma
Millones acciones	0,93	0,93	0,93	0,94	0,94	0,94	0,94	1,05	3,26	4,34	4,67	4,86	4,96	4,96	4,92	4,92	4,77	4,70	4,56	4,56	
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	15,85	19,52	16,97	
Capitalización	6,85	6,35	10,39	8,78	9,49	17,02	24,56	39,64	80,92	76,40	70,22	41,46	57,69	68,69	62,55	79,33	106,1	74,57	89,09	77,43	
Δ capitalización		-0,50	4,04	-1,61	0,71	7,54	7,54	15,08	41,27	-4,52	-6,18	-28,8	16,23	11,00	-6,14	16,78	26,74	-31,49	14,52	-11,66	70,58

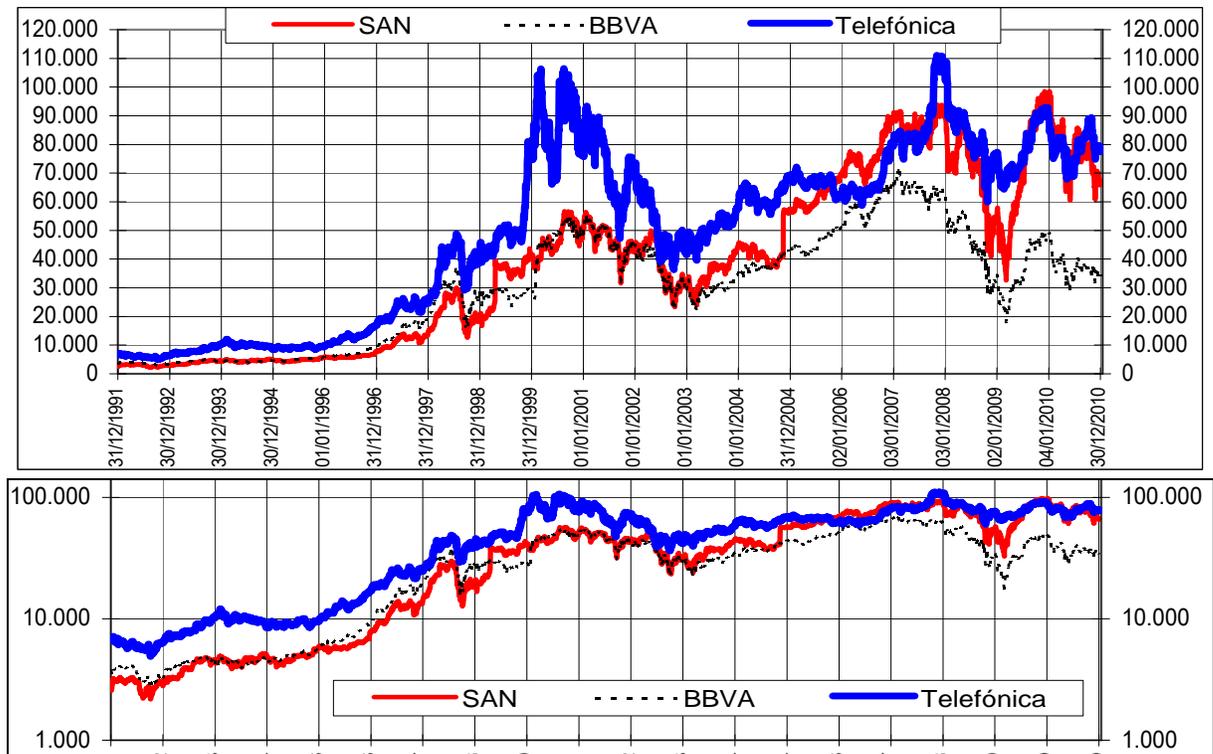
  

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capitalización (VM)	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.397	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067	74.574	89.089
Valor contable (VC)	8.448	8.637	9.087	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.756	16.225	16.158	20.001	22.855	19.562	24.274
VM/VC	0,75	1,20	0,97	1,02	1,52	2,05	2,94	5,59	2,95	2,72	2,44	3,44	4,23	3,87	3,97	4,64	3,81	3,67

El **anexo 1** muestra las 45 ampliaciones y reducciones del número de acciones de Telefónica en el periodo 1977-2010. Hasta marzo de 2003 hubo ampliaciones. Desde entonces, 5 reducciones.

La **figura 2** contiene la evolución de la capitalización de Telefónica, Santander y BBVA entre diciembre de 1991 y diciembre de 2010.

**Figura 2. Evolución de la capitalización de Telefónica, Santander y BBVA (millones de euros)**



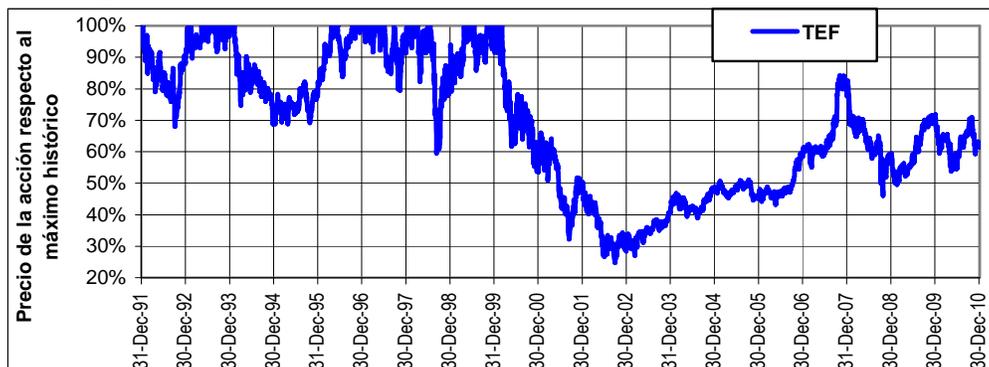
La **figura 3** contiene la evolución de la cotización de Telefónica (comparada con la del IBEX 35) en los últimos 20, 10 y 5 años. La **figura 4** muestra la evolución de la cotización de Telefónica respecto a su máximo histórico.

Figura 3. Comparación de la evolución de Telefónica con la del IBEX 35 en los últimos 20, 10 y 5 años.

Fuente de los datos: BigCharts. La máxima cotización de Telefónica fue 27,61€y se alcanzó el 6 de marzo de 2000. La cotización de Telefónica está ajustada por el split 3x1 de 1999



Figura 4. Evolución de la cotización como % del máximo histórico de Telefónica



La **figura 5** compara la evolución de la cotización de Telefónica con la del Santander.

Figura 5. Comparación de la evolución de Telefónica con la del Santander en los últimos 20, 10 y 5 años. Fuente de los datos: BigCharts. Las cotizaciones están ajustadas por los splits



El **Anexo 2** compara la evolución de Telefónica con la de BBVA.

El **Anexo 3** compara la evolución del Santander con la del BBVA.

El **Anexo 4** compara la evolución del Banco Popular con la de BBVA

## 2. Aumento del valor para los accionistas y rentabilidad 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 cuando se produce una conversión de obligaciones convertibles, y cuando 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...) y cuando la empresa compra acciones en el mercado (autocartera, amortización de acciones)

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

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

<p><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 2** muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el periodo 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 el que Telefónica emitió muchas acciones para comprar acciones de otras empresas<sup>6</sup>). En 2003 Telefónica repartió dividendos (0,25€/acción) y 16,67 millones de acciones de Antena 3 a sus accionistas. Las acciones de Antena 3 se valoraron a 25,2€/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 0,4€/acción en 2004, 0,5€/acción en 2005, 0,55€/acción en 2006 y 0,65€/acción en 2007. Realizó ampliaciones de capital 1x50 gratis en dic. 1998, ab. 1999, nov. 1999, mar. 2001, en. 2002, mar. 2002, en. 2003 y mar. 2003. En 2005 distribuyó a sus accionistas acciones de la autocartera en la proporción 1x25.

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

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

Como muestra la **tabla 2**, la rentabilidad para los accionistas de Telefónica del año 1998 fue 54%: el aumento del valor para los accionistas del año 1998 (13.264 millones de euros) dividido por la capitalización al final de 1997 (24.562 millones de euros). La rentabilidad media fue 19,1% (media geométrica de las rentabilidades de los 16 años).

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 por la cotización de la acción al inicio del año.

La **tabla 3** muestra la rentabilidad para los accionistas de Telefónica entre distintos periodos.

<sup>5</sup> En 1998 Telefónica emitió 85,4 millones de acciones en una ampliación de capital 1x11 a 30€/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 mejicanas de móviles al grupo Motorola.

Tabla 2. Telefónica. Aumento de la capitalización, aumento de valor y rentabilidad para los accionistas. 1992- 2010

(millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	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	79.329	106.067	74.574	89.089	77.428	
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	-31.493	14.515	-11.661	70.576
+ Dividendos	329	340	350	373	429	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	4.234	4.564	5.933	29.025
+ Otros pagos a accionistas												420								420
+ Recompra de acciones												1.100		2.744		3.204	1.028	2.538		10.613
- desembolsos de los accionistas							-2.567		-17.910	-2.332										-22.809
- convertibles convertidas			-95						-1.061											-1.156
Ajustes temporales y otros	7	10	-164	-81	41	-76	119	79	-1	23	-6	325	259	146	7	1	-706	227	-1.095	-891
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	-26.937	21.844	-6.823	85.779
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%	-25,4%	29,3%	-7,7%	15,2%

Tabla 3. Rentabilidad para los accionistas de Telefónica

		Hasta																		
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
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%	15,9%	16,6%	15,2%
	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%	17,1%	17,8%	16,2%
	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%	14,3%	15,2%	13,7%
	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%	16,7%	17,5%	15,8%
	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%	17,1%	18,0%	16,1%
	1996						46,8%	50,3%	66,5%	34,6%	23,8%	9,5%	14,1%	15,2%	13,2%	14,9%	17,1%	12,8%	14,0%	12,3%
	1997							54,0%	77,4%	30,7%	18,7%	3,2%	9,4%	11,2%	9,6%	11,8%	14,5%	10,1%	11,6%	10,0%
	1998								104,3%	20,4%	8,8%	-6,6%	2,2%	5,4%	4,4%	7,4%	10,8%	6,5%	8,4%	6,9%
	1999									-29,0%	-20,6%	-28,1%	-14,0%	-7,7%	-6,6%	-2,0%	2,6%	-0,9%	1,7%	0,8%
	2000										-11,1%	-27,6%	-8,4%	-1,4%	-1,4%	3,4%	8,2%	3,3%	5,9%	4,4%
	2001											-41,0%	-7,0%	2,0%	1,2%	6,6%	11,8%	5,5%	8,2%	6,3%
	2002												46,6%	34,1%	21,1%	23,6%	27,0%	16,2%	18,0%	14,4%
	2003													22,7%	10,1%	16,7%	22,5%	11,0%	13,8%	10,5%
	2004														-1,2%	13,9%	22,5%	8,2%	12,1%	8,5%
	2005															31,2%	36,3%	11,5%	15,7%	10,6%
	2006																41,7%	2,8%	11,0%	6,0%
	2007																	-25,4%	-1,8%	-3,8%
2008																		29,3%	9,3%	
2009																				-7,7%

### 3. Rentabilidad exigida a las acciones y creación de valor para los accionistas

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones o de los recursos propios) es la rentabilidad que deben 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>7</sup> y que depende del riesgo de la misma.

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

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.

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). La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

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

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 4** 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, 2005, 2008 y 2010. Como puede comprobarse en Fernández (2008a y 2008b), la creación de valor de Telefónica en el periodo 1991-2007 supuso el 25,8% de la creación de valor de todas las empresas del IBEX 35.

La **tabla 5** muestra la creación de valor de Telefónica en todos los periodos entre 1991 y 2010. Hubo creación de valor en la mayoría de los periodos, pero hubo destrucción de valor en todos los periodos hasta 2002 y en todos los periodos que comienzan en 1999 y 2000.

<sup>7</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:

$$K_e = \text{rentabilidad de los bonos del estado} + \text{prima de riesgo del mercado}$$

Como referencia, en los años 2004-10, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 4% y 5,5%.

Tabla 4. Evolución de la rentabilidad de los bonos del estado a 10 años (datos de diciembre). Evolución de la rentabilidad exigida a las acciones (Ke) y de la creación de valor de Telefónica.

(€ millones)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Suma	media
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	-26.937	21.844	-6.823	85.779	
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%	-25,4%	29,3%	-7,7%	1362,9%	15,2%
Tipos de interés 10 años	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%	3,97%	4,40%	3,81%	3,96%	5,45%	193,9%	5,8%
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%	8,1%	7,5%	7,8%	560,3%	10,4%
Prima de riesgo mercado	5,0%	5,5%	4,0%	5,2%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%	4,0%	4,3%	4,4%	4,3%	4,5%	118,5%	4,2%
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%	3,7%	3,7%	3,8%	122,9%	4,3%
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	-35.575	16.275	-13.758	2.351	
Creación valor (€ de 2010)	-7.055	16.225	-11.914	-1.547	22.049	17.729	28.638	94.461	-72.525	-33.171	-65.688	26.561	12.788	-8.483	20.001	33.607	-41.208	17.542	-13.758	34.252	

Tabla 5. Creación de valor de Telefónica (€ millardos)

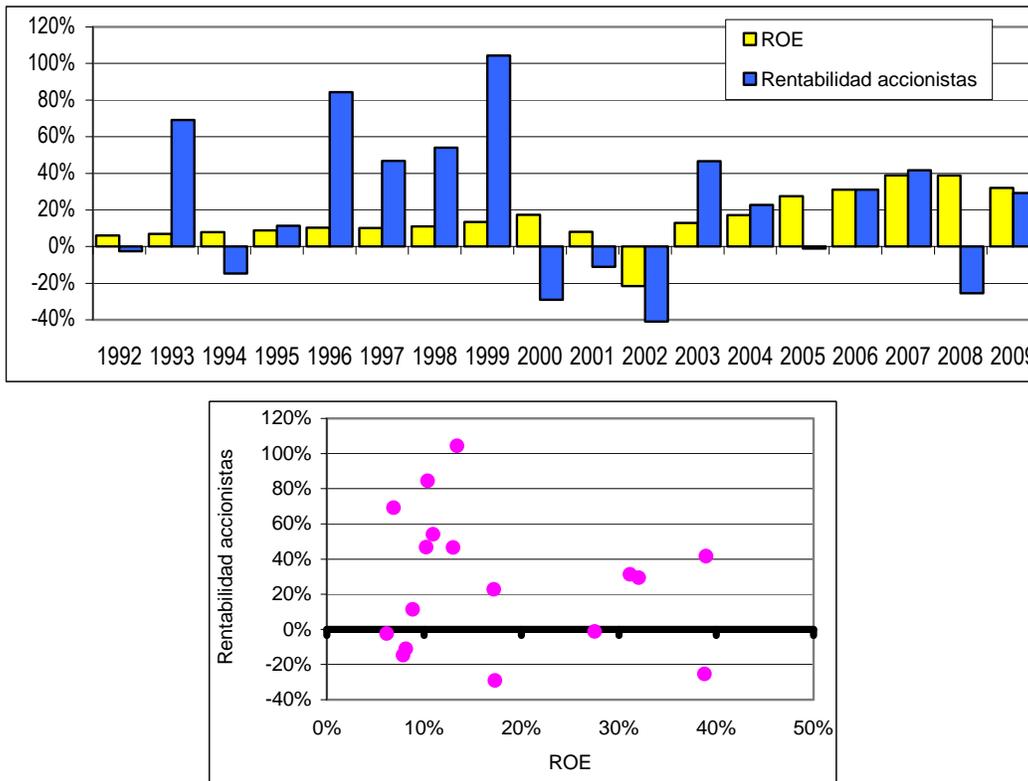
		A																			
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Desde	1991	-7,7	9,2	-2,7	-4,3	17,8	35,5	64,1	158,6	86,1	52,9	-12,8	13,8	26,6	18,1	38,1	71,7	30,5	48,0	34,3	
	1992		16,2	4,3	2,8	24,8	42,5	71,2	165,6	93,1	59,9	-5,7	20,8	33,6	25,1	45,1	78,7	37,5	55,1	41,3	
	1993			-11,9	-13,5	8,6	26,3	55,0	149,4	76,9	43,7	-22,0	4,6	17,4	8,9	28,9	62,5	21,3	38,8	25,1	
	1994				-1,5	20,5	38,2	66,9	161,3	88,8	55,6	-10,1	16,5	29,3	20,8	40,8	74,4	33,2	50,8	37,0	
	1995					22,0	39,8	68,4	162,9	90,4	57,2	-8,5	18,1	30,8	22,4	42,4	76,0	34,8	52,3	38,5	
	1996						17,7	46,4	140,8	68,3	35,1	-30,6	-4,0	8,8	0,3	20,3	53,9	12,7	30,3	16,5	
	1997							28,6	123,1	50,6	17,4	-48,3	-21,7	-8,9	-17,4	2,6	36,2	-5,0	12,5	-1,2	
	1998								94,5	21,9	-11,2	-76,9	-50,4	-37,6	-46,1	-26,1	7,6	-33,7	-16,1	-29,9	
	1999									-72,5	-105,7	-171,4	-144,8	-132,0	-140,5	-120,5	-86,9	-128,1	-110,6	-124,3	
	2000										-33,2	-98,9	-72,3	-59,5	-68,0	-48,0	-14,4	-55,6	-38,1	-51,8	
	2001											-65,7	-39,1	-26,3	-34,8	-14,8	18,8	-22,4	-4,9	-18,6	
	2002												26,6	39,3	30,9	50,9	84,5	43,3	60,8	47,1	
	2003													12,8	4,3	24,3	57,9	16,7	34,2	20,5	
	2004														-8,5	11,5	45,1	3,9	21,5	7,7	
	2005															20,0	53,6	12,4	29,9	16,2	
	2006																33,6	-7,6	9,9	-3,8	
	2007																	-41,2	-23,7	-37,4	
	2008																			17,5	3,8
	2009																				-13,8

#### 4. 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. La rentabilidad para los accionistas es el aumento de valor para los accionistas dividido por 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**



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

La **tabla 6** muestra la rentabilidad de las mayores empresas de telecomunicaciones cotizadas en bolsa. Telefónica fue la tercera empresa más rentable en el periodo 2003-2010.

La rentabilidad para los accionistas en el periodo 2000-02 fue negativa en todas las empresas. 2005 y 2008 también fueron malos años para las empresas de telecomunicaciones europeas, norteamericanas y japonesas.

**Tabla 6. Rentabilidad para los accionistas de empresas de telecomunicaciones (rentabilidad calculada en dólares).** Fuente: Datastream.

	Rentabilidad para el accionista (\$)													Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	98-10	03-10
America Movil					-26%	91%	92%	72%	52%	41%	-49%	54%	23%		38%
China Mobile	1%	261%	-13%	-36%	-32%	33%	12%	44%	87%	109%	-42%	-3%	10%	16%	23%
Telefonica SA	66%	74%	-34%	-16%	-30%	76%	32%	-14%	47%	57%	-25%	29%	-8%	12%	19%
Vodafone Group	127%	53%	-25%	-28%	-29%	38%	12%	-18%	35%	41%	-22%	10%	22%	10%	12%
France Telecom	124%	69%	-34%	-52%	-53%	89%	18%	-23%	18%	37%	-11%	-5%	-2%	2%	11%
Telstra Corp.	124%	18%	-32%	-19%	-7%	54%	12%	-21%	22%	34%	-13%	-3%	-11%	6%	7%
AT & T	50%	-7%	0%	-16%	-28%	2%	4%	0%	53%	21%	-28%	5%	12%	2%	6%
Deutsche Telekom	79%	119%	-57%	-41%	-23%	43%	23%	-24%	16%	26%	-24%	5%	1%	2%	6%
Verizon Comm	23%	17%	-16%	-3%	-15%	-6%	20%	-22%	35%	22%	-18%	4%	23%	3%	5%
Telecom Italia	558%	-9%	-16%	-39%	-20%	37%	44%	-26%	11%	9%	-43%	0%	-6%	7%	-1%
NTT Docomo		364%	-55%	-32%	-22%	24%	-18%	-16%	6%	6%	-2%	-24%	13%		-3%
NTT (XSQ)	-10%	125%	-59%	-54%	13%	33%	-7%	5%	-3%	1%	-27%	-18%	-1%	-8%	-3%
Sprint Nextel	64%	62%	-69%	1%	-25%	18%	55%	-5%	-10%	-30%	-86%	100%	16%	-11%	-12%
Worldcom	137%	11%	-73%	4%	-99%	-90%	-100%								
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%							

La **tabla 7** muestra la capitalización de las empresas. Telefónica fue la duodécima empresa por capitalización bursátil en 1998 y la cuarta en 2010. 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 7 también permite apreciar la evolución de la desaparecida WorldCom, que fue la empresa con mayor capitalización en 1998.

**Tabla 7. Capitalización en diciembre de 1998-2010 de empresas de telecomunicaciones (millones de dólares).** Fuente: Datastream.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
China Mobile Limited	20.377	85.691	101.615	65.495	46.793	60.432	66.786	93.802	172.303	354.154	201.292	188.473	199.270
AT & T Inc	104.891	166.305	161.632	131.672	131.672	90.011	86.309	85.438	96.601	223.035	252.051	167.950	165.405
Vodafone Group	50.238	153.784	236.831	178.181	124.283	168.737	177.746	132.757	146.132	198.564	104.866	122.078	135.255
Telefonica	46.555	81.118	71.725	62.524	43.507	72.762	93.361	73.780	104.605	154.730	103.665	127.817	103.872
Verizon Comm.	83.823	95.593	135.292	129.839	106.011	96.875	112.170	83.281	108.723	126.278	96.292	94.111	101.142
America Movil				9.525	6.349	11.994	22.204	35.828	54.667	69.476	32.632	47.269	80.472
NTT Docomo Inc	78.945	367.677	165.190	117.926	92.605	113.779	92.554	74.269	73.856	74.758	87.315	61.184	76.560
Deutsche Telekom	90.275	214.371	91.304	72.512	53.827	76.986	94.940	70.661	81.026	95.622	65.052	64.700	55.786
France Telecom	81.442	134.865	99.606	46.130	20.867	68.663	81.686	64.397	71.910	93.698	72.538	66.233	55.414
Telstra Corp.	60.215	69.710	45.920	35.829	31.951	46.640	49.431	37.023	33.431	42.666	33.226	38.383	35.586
Telecom Italia	9.837	13.608	11.740	9.344	9.022	30.537	42.202	38.798	40.405	41.480	21.391	20.887	17.394
Sprint Nextel Corp.	28.981	52.854	16.211	17.839	12.928	14.843	34.423	66.179	54.214	36.361	5.091	10.624	12.635
NTT (XSQ)	119.839	267.099	112.315	51.591	57.912	77.301	74.278	80.112	77.616	77.016	11.078	8.711	9.722
Worldcom	131.548	150.609	40.487	41.668	409	39	-	-	-	-	-	-	-
Bellsouth	97.535	88.116	76.408	71.606	48.081	52.302	50.905	49.556	85.932	-	-	-	-
Telefónica Móviles			39.488	31.008	28.174	45.228	54.505	45.310	60.873	-	-	-	-
Telecom Italia Mobile	49.123	73.810	67.303	47.084	38.496	45.848	63.070	43.871	-	-	-	-	-

BellSouth es parte de ATT desde 2006. Telefónica Móviles dejó de cotizar el 31/07/06. WORLDCOM dejó de cotizar el 21 de abril de 2004. Telecom Italia Mobile dejó de cotizar en junio de 2005

Los anexos 5, 6 y 7 comparan la evolución de Telefónica con la de varias de estas empresas



**Tabla 8. 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	2008	2009	2010	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%	31,2%	41,7%	-25,4%	29,3%	-7,7%	15,2%
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%	31,8%	7,3%	-39,4%	29,8%	-17,4%	7,3%
Rentabilidad IBEX 35 (con div)	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	36,0%	10,7%	-36,5%	38,3%	-12,9%	11,0%
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%	34,5%	5,6%	-40,6%	27,2%	-19,2%	7,7%
Rentabilidad ITBM (con div)	-7,5%	56,1%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	19,7%	-10,4%	-3,6%	-20,5%	33,0%	23,1%	25,8%	40,5%	9,2%	-36,9%	35,9%	-14,7%	11,8%
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%	1,5%	0,9%	2,9%	3,1%
IBEX 35 sin Telefónica	-5,4%	59,7%	-11,2%	23,9%	42,3%	44,1%	36,0%	2,4%	-17,3%	-4,4%	-21,9%	28,8%	20,7%	27,7%	36,9%	5,0%	-39,3%	41,0%	-14,4%	10,0%
Telefónica - IBEX	2,5%	8,1%	-3,0%	-11,0%	37,4%	2,3%	15,4%	84,2%	-8,5%	-5,1%	-14,5%	14,4%	1,6%	-23,1%	-4,9%	30,9%	11,1%	-9,0%	5,3%	4,2%
(1+Tel)/(1+IBEX) - 1	2,7%	5,0%	-3,4%	-9,0%	25,4%	1,6%	11,1%	70,1%	-10,7%	-5,4%	-19,7%	10,9%	1,3%	-19,0%	-3,6%	28,0%	17,5%	-6,5%	6,1%	3,8%

**Tabla 9. 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	2008	2009	2010
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	322.746	404.997	348.999
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	74.574	89.089	77.428
%	13,4%	13,8%	13,2%	12,3%	11,2%	14,2%	14,6%	17,3%	27,6%	24,9%	24,1%	19,2%	20,9%	19,9%	15,6%	15,5%	20,2%	23,1%	22,0%	22,2%

## Anexo 1. Telefónica. Ampliaciones y reducciones de capital

	fecha	Acciones nuevas	Observaciones	Nº Acciones después
dic	2009	-141.000.000	Amortización acciones propias	4.563.996.485
jul	2008	-68.500.000	Amortización acciones propias	4.704.996.485
jun	2007	-147.633.912	Amortización acciones propias	4.773.496.485
may	2005	-34.760.964	Amortización acciones propias (Programa TIES)	4.921.130.397
may	2003	-101.140.640	Amortización acciones propias	4.955.891.361
mar	2003	99.157.490	Ampliación liberada 1x50	5.057.032.001
en	2003	97.213.225	Ampliación liberada 1x50	4.957.874.511
mar	2002	95.307.084	Ampliación liberada 1x50	4.860.661.286
en	2002	93.438.317	Ampliación liberada 1x50	4.765.354.202
jun	2001	122.560.575	Ampliación para canje por acciones del grupo Motorola	4.671.915.885
mar	2001	89.203.045	Ampliación liberada 1x50	4.549.355.310
feb	2001	32.627.316	Ampliación programa TIES	4.460.152.265
en	2001	86.814.214	Ampliación liberada 1x50	4.427.524.949
dic	2000	88.944.644	Ampliación para canje por acciones CEI Citicorp Holding	4.340.710.735
ag	2000	35.143.032	Canje de convertibles	4.251.766.091
ag	2000	213.409.097	Ampliación para canje por acciones Endemol	4.216.623.059
jul	2000	80.954.801	Ampliación para canje por acciones Telefónica del Perú	4.003.213.962
jul	2000	371.350.753	Ampliación para canje por acciones de Telesp	3.922.259.161
jul	2000	90.517.917	Ampliación para canje por acciones de Telesudeste	3.550.908.408
jul	2000	157.951.446	Ampliación para canje por acciones de Telefónica de Argentina	3.460.390.491
jul	2000	3.695.120	Canje de convertibles	3.302.439.045
may	2000	14.477.109	Ampliación para canje por acciones de Telefónica de Vigil Corp. Y AMBit	3.298.743.925
mar	2000	21.439.915	Canje de convertibles	3.284.266.816
nov	1999	63.976.998	Ampliación liberada 1x50	3.262.826.901
nov	1999	1.002	Canje de convertibles	3.198.849.903
jul	1999	2.132.565.934	Split 3 x 1	3.198.848.901
ab	1999	20.907.509	Ampliación liberada 1x50	1.066.282.967
dic	1998	20.497.558	Ampliación liberada 1x50	1.045.375.458
jul	1998	642	Canje de convertibles	1.024.877.900
ab	1998	85.406.438	Ampliación liberada 1x11	1.024.877.258
	1993	12.511.669	Canje de convertibles	939.470.820
	1992	1.074	Canje de convertibles	926.959.151
	1990	1.994.626	Canje de convertibles	926.958.077
	1989	3.722.758	Canje de convertibles	924.963.451
	1988	90.504.980	Canje de convertibles	921.240.693
	1987	7.150.235	Canje de convertibles	830.735.713
oc	1986	22.546.488	Canje de convertibles	823.585.478
en	1986	80.103.899	Ampliación 1x9, 90%	801.038.990
	1985	80.103.898	Ampliación 1x8, 80%	720.935.091
oc	1984	64.083.120	Ampliación 1x9, 70%	640.831.193
nov	1983	96.124.679	Ampliación 1x5, 70%	576.748.073
dic	1981	53.402.599	Ampliación 1x8, 50%	480.623.394
jul	1979	71.203.466	Ampliación 1x5, 60%	427.220.795
jul	1978	39.557.481	Ampliación 1x8, 70%	356.017.329
nov	1977	28.769.077	Ampliación 1x10, 70%	316.459.848

**ACCIONES PROPIAS. Acciones en cartera 31-12-2006: 75.632.559**

Adquisiciones 149.099.044. Enajenaciones (12.621.573). Plan de opciones sobre acciones de empleados de Lycos y Endemol (4.750). Canje de acciones de Telefónica, S.A. por acciones de Telefónica Móviles, S.A. (147.633.912)

**Acciones en cartera 31-12-2007: 64.471.368.**

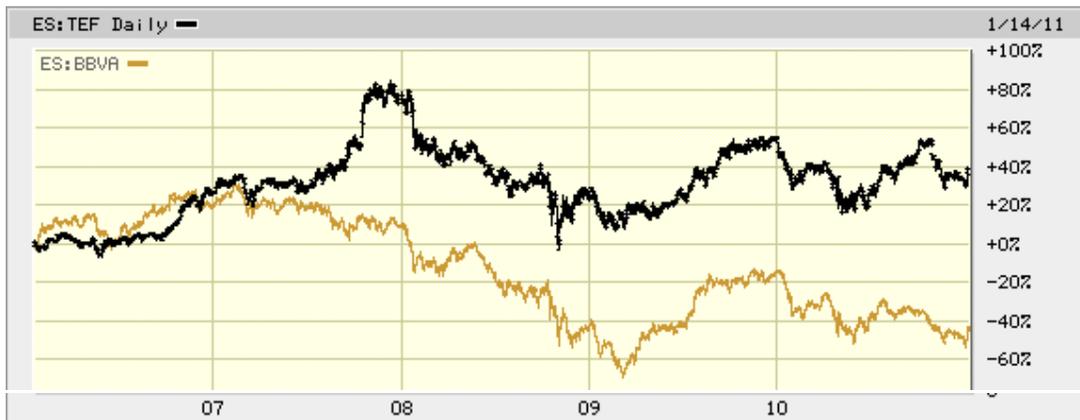
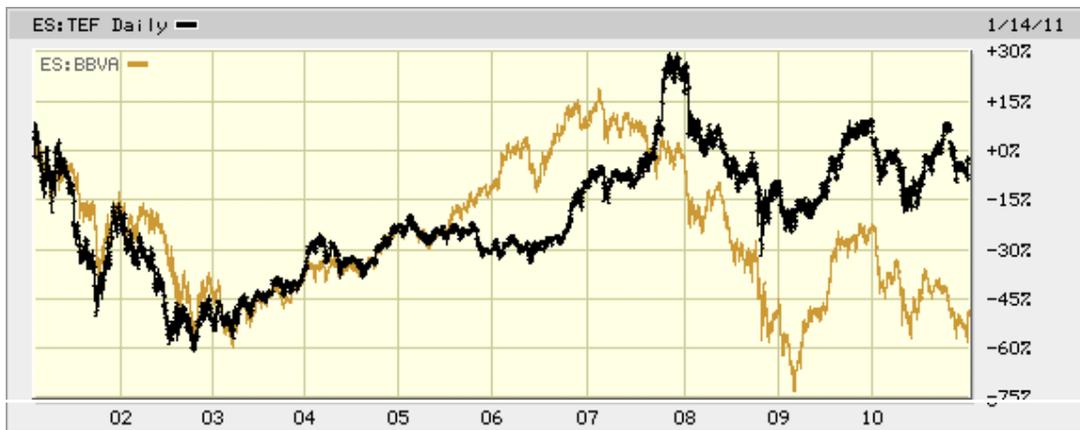
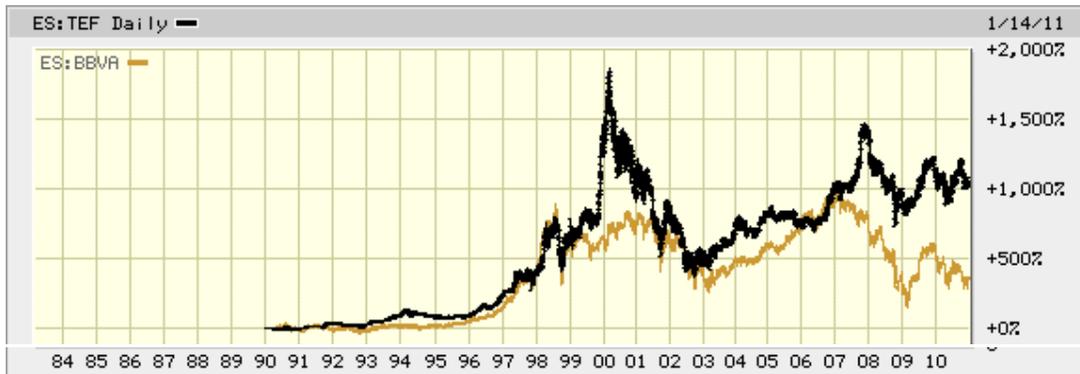
Adquisiciones 129.658.402. Enajenaciones (68.759). Amortización de capital (68.500.000)

**Acciones en cartera 31-12-2008: 125.561.011.**

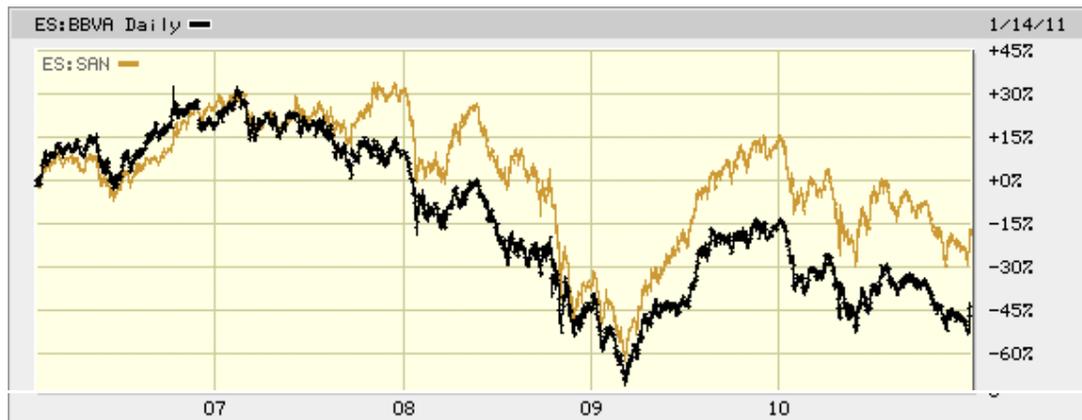
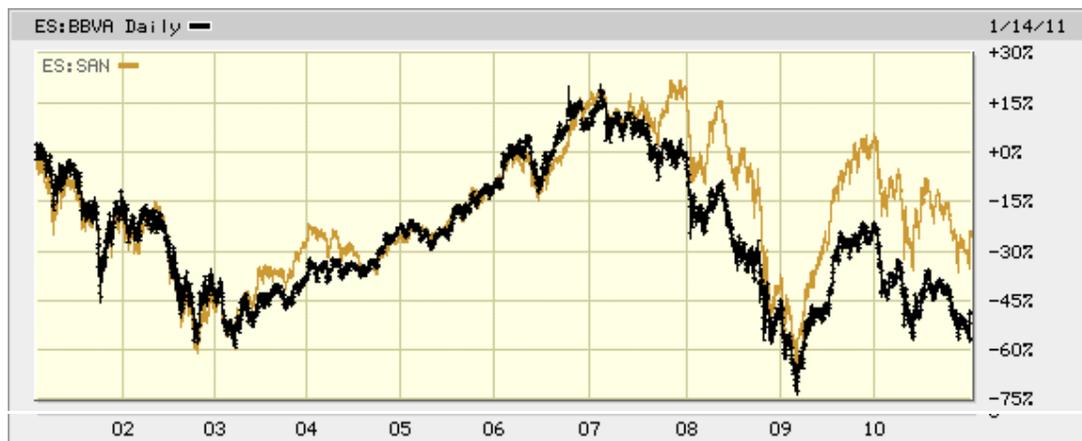
Adquisiciones 65.809.222. Intercambio de acciones de Telefónica, S.A. por acciones de China Unicom (40.730.735). Plan de opciones sobre acciones de empleados (3.309.968). Amortización de capital (141.000.000)

**Acciones en cartera 31-12-2009: 6.329.530**

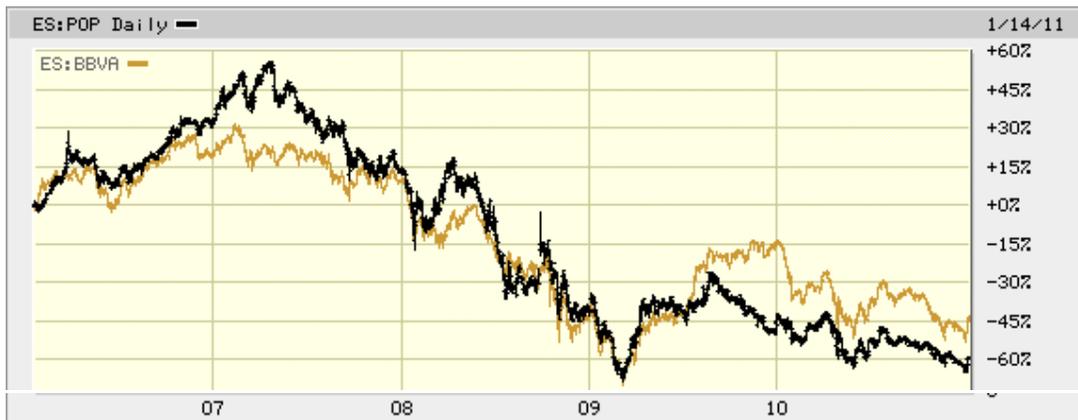
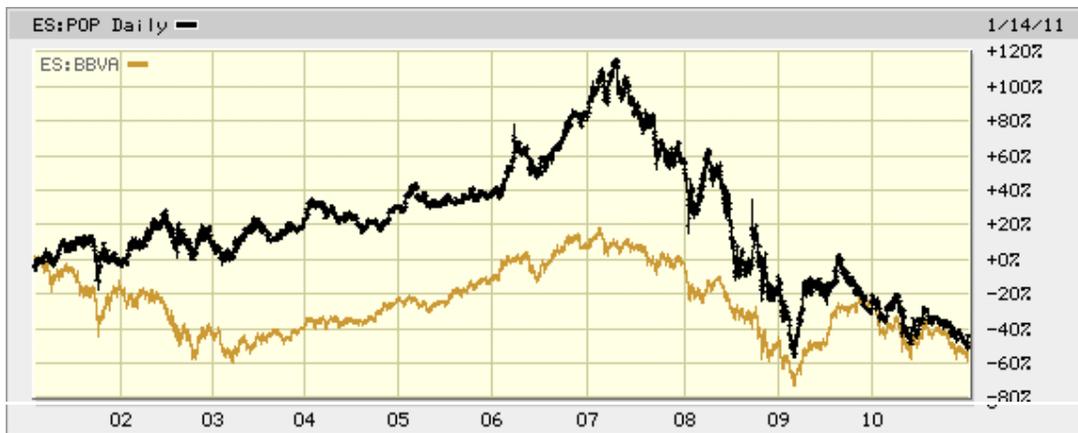
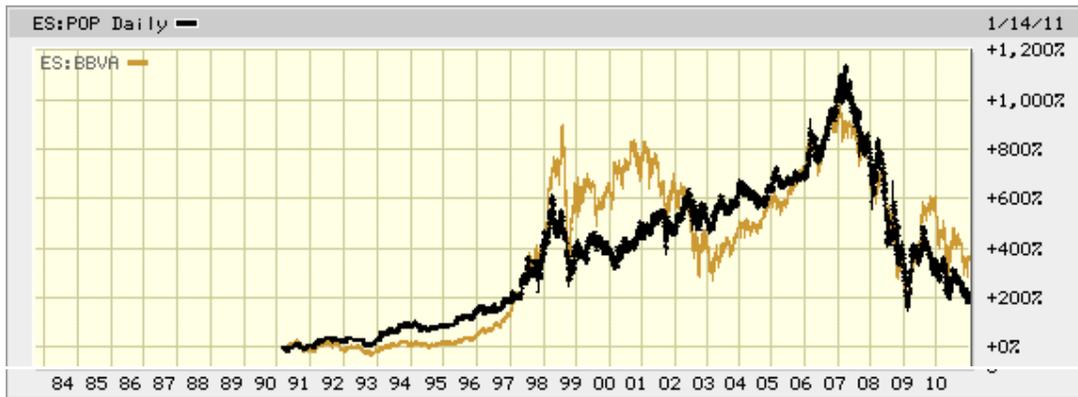
Anexo 2. Comparación de la evolución de Telefónica con la de BBVA en los últimos 20, 10 y 5 años. Fuente de los datos: BigCharts



Anexo 3. Comparación de la evolución del Santander con la del BBVA en los últimos 20, 10 y 5 años. Fuente de los datos: BigCharts



Anexo 4. Comparación de la evolución del Banco Popular con la de BBVA en los últimos 20, 10 y 5 años. Fuente de los datos: BigCharts



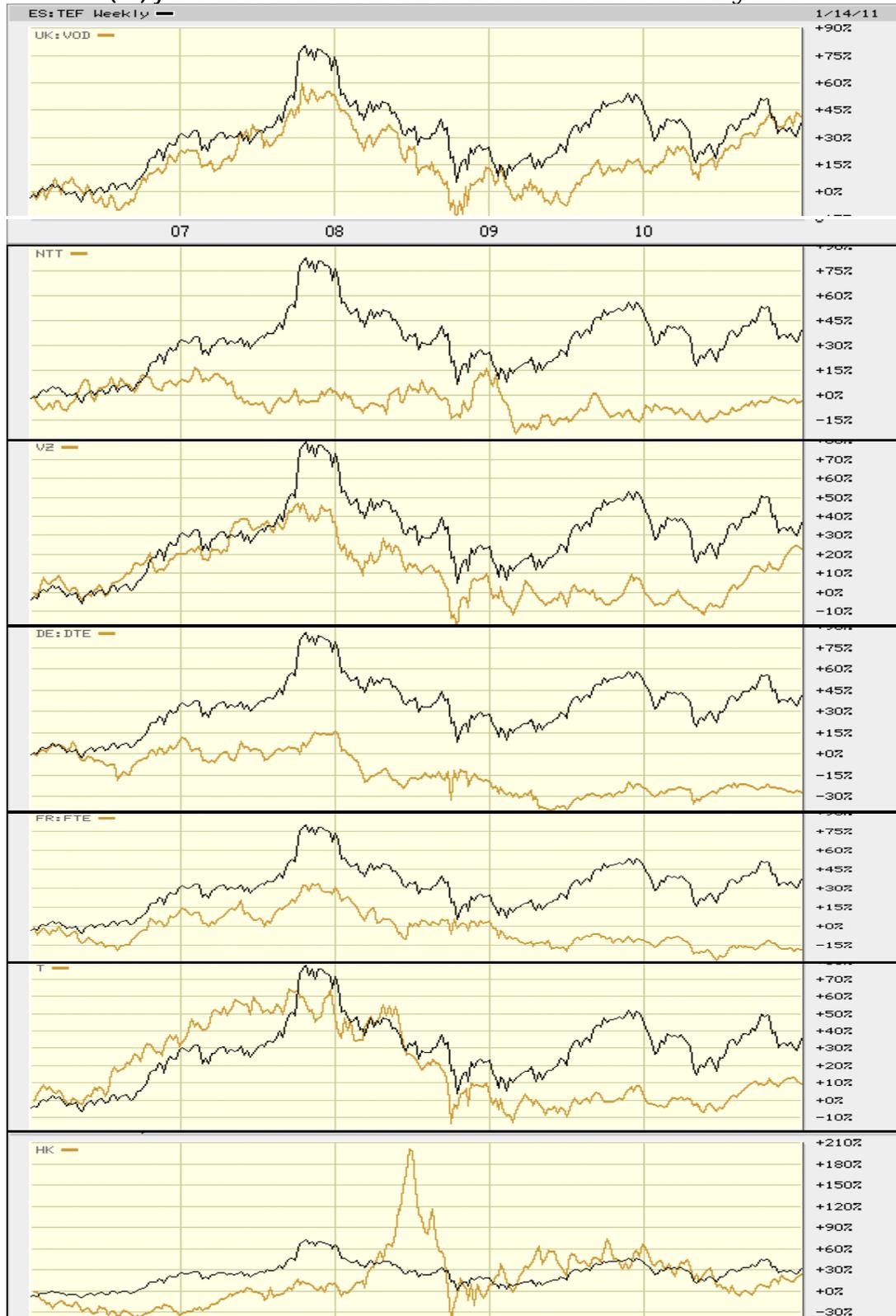
Anexo 5. Comparación de la evolución de Telefónica con la de Vodafone (VOD), AT&T (T) y Versión (VZ) en los últimos 20 años: 1990-2010. Fuente de los datos: BigCharts



Anexo 6. Comparación de la evolución de Telefónica con la de Vodafone (VOD), China Mobile (HK:941), France Telecom (FR:FTE), Deutsche Telecom (DE:DTE), AT&T (T), Verizon (VZ) y NTT en los últimos 10 años: 2000-2010. Fuente de los datos: BigCharts



Anexo 7. Comparación de la evolución de Telefónica con la de Vodafone (VOD), China Mobile (HK:941), France Telecom (FR:FTE), Deutsche Telecom (DE:DTE), AT&T (T), Verizon (VZ) y NTT en los últimos 5 años: 2000-2010. Fuente de los datos: BigCharts



**ANEXO 8. Contabilidad de Telefónica. Partidas principales. (Millones de euros). Fuente: Memoria anual de la empresa***Balances y cuentas de resultados condensados*

(Millones de euros)											NIIF		NIIF					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
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	6.687	6.493	11.019
NOF	-1.991	-1.813	-1.936	-1.992	-2.068	-688	26.090	35.175	34.808	-2.762	-2.238	-2.990	4.244	2.767	-2.850	-3.441	-3.175	-3.301
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	32.601	30.456	32.004
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	3.500	4.681	6.183	9.007	10.153	10.924
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	38.090	34.244	35.412
<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>82.944</b>	<b>78.171</b>	<b>86.058</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	53.928	53.188	56.791
Provisiones e ingr varios ej. 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	6.161	5.421	4.993
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	2.730	2.331	2.540
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	20.125	17.231	21.734
<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>82.944</b>	<b>78.171</b>	<b>86.058</b>
<i>Capitalización [E]</i>	<i>10.390</i>	<i>8.780</i>	<i>9.486</i>	<i>17.024</i>	<i>24.562</i>	<i>39.645</i>	<i>80.918</i>	<i>76.397</i>	<i>70.219</i>	<i>41.461</i>	<i>57.687</i>	<i>68.689</i>	<i>68.689</i>	<i>62.548</i>	<i>79.329</i>	<i>106.067</i>	<i>74.574</i>	<i>89.089</i>
D / (D + E)	49%	57%	54%	40%	40%	33%	31%	39%	43%	39%	29%	26%	29%	35%	43%	34%	42%	39%
D / (D + FP)	53%	56%	54%	50%	57%	59%	71%	66%	67%	61%	58%	60%	73%	73%	77%	73%	76%	72%
S.E. /(S.E. + F.P.)	3%	16%	17%	17%	27%	21%	42%	26%	22%	25%	21%	19%	15%	21%	14%	12%	12%	10%
Ventas	8.656	10.396	11.386	13.046	17.276	18.243	23.829	29.437	31.789	28.939	28.931	30.796	31.476	39.346	54.472	57.149	58.682	57.451
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	-29.538	-27.252	-25.648
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	-7.893	-6.762	-6.775
Amortización inmov	-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	-9.437	-9.046	-8.956
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	-2.844	-2.797	-3.307
Extraordinarios	-159	-355	-576	-688	-803	-1.050	-885	432	213	-16.218	-1.250	-1.166	-50	-128	77	140	-161	47
Otros	123	94	-51	-108	-240	-478	-579	-172	-2.020	-1.448	-929	-370	196	-5	1.522	3.107	-1.749	-2.425
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	10.684	10.915	10.387
Impuestos	-149	-184	-237	-342	-629	-552	-176	-242	-198	3.229	-913	-1.139	-1.513	-1.969	-1.781	-1.565	-3.089	-2.450
BDT	613	848	1.108	1.316	1.860	1.864	2.461	2.625	1.836	-11.372	2.449	3.258	3.486	4.827	6.579	9.119	7.826	7.937
Resultado A. a Socios Externos	-34	-171	-307	-353	-718	-556	-656	-121	271	5.796	-245	-381	-310	-381	-346	-213	-234	-161
Resultado Sociedad dominante	579	677	801	963	1.142	1.308	1.805	2.505	2.107	-5.577	2.204	2.877	3.176	4.446	6.233	8.906	7.592	7.776
Imp /BAT	20%	18%	18%	21%	25%	23%	7%	8%	10%	22%	27%	26%	30%	29%	21%	15%	28%	24%
BDT/Ventas	7%	8%	10%	10%	11%	10%	10%	9%	6%	-39%	8%	11%	11%	12%	12%	16%	13%	14%
G.Financieros / Dmedia	14%	12%	10%	10%	9%	8%	4%	4%	5%	6%	4%	5%	7%	6%	6%	6%	5%	6%
Personal / BDT	440%	369%	295%	253%	207%	210%	179%	195%	294%	-42%	190%	135%	146%	117%	116%	87%	86%	85%
BDT/(FP+externos)	7%	8%	10%	10%	11%	11%	10%	7%	6%	-50%	12%	16%	28%	30%	33%	40%	40%	33%
RSE/SE	13%	10%	16%	16%	16%	16%	6%	1%	-4%	-103%	6%	10%	16%	11%	12%	8%	10%	6%
RSD/FP	7%	7%	9%	9%	10%	10%	12%	10%	8%	-33%	13%	18%	30%	35%	36%	44%	44%	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>-15.534</b>	<b>-8.429</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>-22.556</b>	<b>5.987</b>	<b>546</b>	<b>923</b>

**Anexo 9. Telefónica. Remuneración de los auditores** Fuente: Memorias anuales de la empresa

*Ernst&Young.* €24,07 millones en 2009, €24,45 millones en 2008, €23,47 millones en 2006 y €14,84 millones en 2005. Deloitte: €12,53 millones en 2004, €14,82 millones en 2003.

Remuneración a otros auditores: €21,60 millones en 2009; €15,95 en 2008; 2006 fue €32,69 millones en 2006, €15,22 mill. en 2005, €11,2 mill. en 2004 y €7,78 mill. en 2003

**Anexo 10. Principales compras y ventas de empresas**

Operación	Fechas	Empresa	Participación	Importe
Venta	4/26/1991	Telettra Italia	10%	€126,2 millones
Compra	11/15/1991	Teléfonos de Venezuela (Cantv)	16%	\$301,6 millones
Compra	8/17/1994	Cia de inversiones en Telecomunicaciones S.A. (Cointel)	33,15%	20% entel-chile + \$46 millones
Venta	10/19/1994	Alcatel Standard Electrica	13,24%	€133,6 millones
Venta	4/19/1995	Indelec	20,14%	€2,5 millones
Venta	5/19/1999	Telecomunicaciones Marinas	100%	€261,4 millones
Compra	7/8/1999	Cuatro operadoras de telefonía celular brasileñas junto con Iberdrola		€175,3 millones
Venta	1/4/2000	Terra Networks	3%	€514 millones
Venta	9/29/2000	TPI	3,10%	9,60 euros/acción
Compra	4/9/2001	Tbs celular participacoés SA Sudestecel participacoés SA Iberoleste participacoés SA Tele leste celular participacoés Celular Crt participacoés SA	7% 7% 62,02% 3,38% 0,66%	\$313 millones en acciones propias
Compra	1/7/2003	Antena3	11,72%	
Venta	4/30/2003	Antena3	25,10%	€362 millones
Compra	7/25/2003	Terra Networks	33,60%	€1.060,5 millones
Venta	11/28/2003	Antena3	4,17%	€78,8 millones
Compra	3/8/2004	Participaciones de Bell South en sus operadoras en Latinoamérica	100%	\$5.850 millones
Compra	4/29/2004	Portugal Telecom SGPS, S.A.	7,11%	
Venta	9/24/2004	Pearson Plc	4,88%	€350 millones
Venta	11/23/2004	Radio continental LS4 S.A. y Radio Estereo	100%	\$10,5 millones
Compra	3/29/2005	Cesky Telecom	51,10%	€2.745,9 millones
Copra	6/30/2005	China Netcom Group Corporation	2,99%	€240 millones
Compra	9/5/2005	China Netcom Group Corporation	2,01%	€178 millones
Compra	9/19/2005	Cesky Telecom	18,30%	€917 millones
Venta	11/22/2005	Endemol	22,32%	€251 millones
Compra	1/23/2006	O2 Plc.	100%	€26.135 millones
Venta	4/28/2006	TPI a Yell group. Resultado: €1.563 millones	59,905%	€1.838 millones
Compra	4/7/2006	Colombia Telecom (Coltel)	50% + 1 ac.	\$368 millones
Fusión	7/29/2006	Telefónica Móviles	7,08%	244,3 millones acc Telef.
Compra	2008	Grupo Telemig		
Compra	5/11/2009	Hansenet	100%	\$900 millones (firm value)
Compra	04/08/2010	Tuenti	90%	\$70 millones
Compra	1/10/2010	50% de Brasilcel	50%	

## Anexo 12. 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 a Bolsa: 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 la 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 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 1x5.

1978 10 millones de teléfonos instalados.

1980 Mínimo histórico de cotización: 256,25 pesetas. 1ª central totalmente electrónica del sistema AXE: capacidad de 10.000 líneas.

1987 Las acciones de Telefónica comienzan a cotizar en la Bolsa de Nueva York.

1988 Total automatización del servicio telefónico.

1990 Adquiere participaciones en empresas de otros países (CTC en Chile, TASA en Argentina, TPSA en Perú y TMS en Méjico).

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

1993 Comercialización del 1er satélite español Hispasat y el lanzamiento de un 2º satélite. Presencia en 6 países americanos.

1994 Telefonía móvil. MovilLine 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 1 millón de clientes de Movistar en 16 meses. Juan Villalonga sustituye a Cándido Velázquez como Presidente (7 junio) y a Germán Ancochea como consejero delegado (17 septiembre). 28 nov.: 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 «Golden share» durante 10 años). Acuerdos de colaboración con Portugal Telecom (17 abril), con British Telecom (BT) y con MCI (18 abril). Javier Revuelta es nombrado nuevo consejero delegado de Telefónica (9 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 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 junio). Alianza con el BBVA (12 febrero) para desarrollar proyectos conjuntos en Internet, y con Microsoft (8 marzo). Telefónica Interactiva firma un acuerdo de fusión con el buscador español «Olé» (10 marzo). Compra la productora holandesa Endemol (18 marzo). Ficha al comisario europeo Martin Bangemann.

2000 Creación 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). 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 enero). Fusión Terra y Lycos (17 marzo). Intento de fusión con la compañía holandesa KPN (1 mayo). César Alierta sustituye a Villalonga. Con Villalonga de pte. las acciones subieron desde 4,29€ (7jn96) hasta 23,55€ (25jl2000).

2001 Telefónica y Portugal Telecom crean una empresa conjunta con todos los activos de telefonía móvil de ambas compañías en Brasil. Compra a Iberdrola las participaciones en operadoras brasileñas de telec. 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 3er 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-Penedés, Canarias-Agüimes, Sevilla-Carmona. Éstas 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 13 países, lanzando la campaña Movistar (coste US\$96 millones), 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.

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%.

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 TV. 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 10 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.

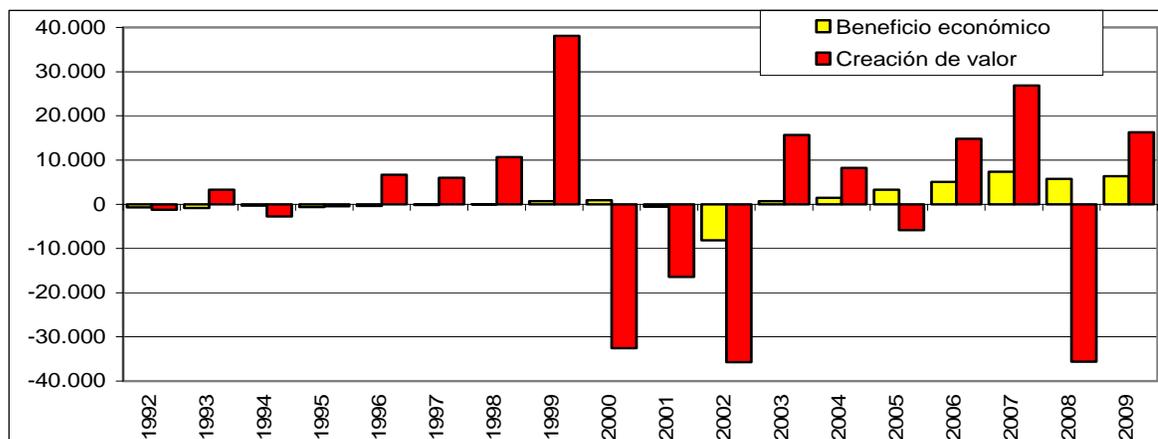
2003. 29 de enero: Las plataformas de televisión digital de Sogecable y Telefónica firman un acuerdo para su fusión. Presentan un recurso contencioso administrativo ante la Sala Tercera del Tribunal Supremo, instando la anulación de algunas de las condiciones.

### Anexo 13. El Beneficio Económico no mide la creación de valor

El capítulo 19 del 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 periodo 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... 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 dichas medidas. La siguiente tabla muestra la escasa relación entre la creación de valor y el beneficio económico.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Beneficio económico	-740	-847	-318	-655	-357	-163	47	699	890	-585	-8.146	726	1.456	3.253	5.022	7.338	5.731	6.315
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	-35.575	16.275
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	8.906	7.592	7.776
Δ 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	-26.937	21.844
Fondos propios (FP)	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	22.855	19.562	24.274
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	106.067	74.574	89.089
VM/FP	0,75	1,20	0,97	1,02	1,52	2,05	2,94	5,59	2,95	2,72	2,44	3,44	4,23	3,87	3,97	4,64	3,81	3,67



### Referencias

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

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>