

06

Gestión del riesgo

EL GRUPO TELEFÓNICA GESTIONA ACTIVAMENTE LOS DIVERSOS RIESGOS A LOS QUE SE ENCUENTRA EXPUESTO, UTILIZANDO INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS FUNDAMENTALMENTE SOBRE TIPOS DE CAMBIOS, TIPOS DE INTERÉS Y ACCIONES



INTRODUCCIÓN

El Grupo Telefónica está expuesto a diversos riesgos de mercado financiero, como consecuencia de (i) sus negocios ordinarios, (ii) la deuda tomada para financiar sus negocios, (iii) participaciones en empresas, y (iv) otros instrumentos financieros relacionados con los puntos precedentes.

Los principales riesgos de mercado que afectan a las sociedades del Grupo, son:

1. Riesgo de tipo de cambio.
Surge principalmente por la presencia internacional de Telefónica, con inversiones y negocios en países con monedas distintas del euro (fundamentalmente en Latinoamérica), y por la existencia de deuda en divisas distintas de las de los países donde se realizan los negocios, o donde radican las sociedades que han tomado la deuda.
2. Riesgo de tipo de interés.
Se manifiesta en la variación de (i) los costes financieros de la deuda a tipo variable (o con vencimiento a corto plazo, y previsible renovación), como consecuencia de la fluctuación de los tipos de interés, y de (ii) el valor de los pasivos a largo plazo con tipos de interés fijo (cuyo valor de mercado sube al descender los tipos de interés).
3. Riesgo de precio de acciones.
Se debe a la variación de valor de las participaciones accionariales que no se consolidan global o proporcionalmente, de los productos derivados sobre las mismas, de las acciones propias en cartera, y de los derivados sobre las acciones propias o de otras compañías en las que se posee una participación.

Adicionalmente el Grupo se enfrenta al riesgo de liquidez, que surge por la posibilidad de desajuste entre las necesidades de fondos (por gastos operativos y financieros, inversiones, vencimientos de deudas, dividendos comprometidos) y las fuentes de los mismos (ingresos, desinversiones, compro-

misos de financiación por entidades financieras, operaciones en mercados de capitales).

Por último, cabe resaltar el denominado «riesgo país» (entremezclado con los riesgos de mercado y de liquidez) que consiste en la posibilidad de pérdida de valor de los activos o de disminución de los flujos generados o enviados a la matriz, como consecuencia de inestabilidad política, económica, y social en los países donde opera el Grupo Telefónica, especialmente en Latinoamérica.

El Grupo Telefónica gestiona activamente los riesgos mencionados, con la finalidad de estabilizar:

- los flujos de caja, para facilitar la planificación financiera y el aprovechamiento de oportunidades de inversión,
- la Cuenta de Resultados, para facilitar su comprensión y predicción por los inversores,
- el valor de los recursos propios, protegiendo el valor de la inversión realizada.

En los casos en que estos objetivos sean mutuamente excluyentes, la dirección financiera del grupo valora cuál ha de prevalecer.

Para la gestión de riesgos Telefónica utiliza instrumentos financieros derivados, fundamentalmente sobre tipos de cambio, tipos de interés, y acciones.

Riesgo de Tipo de Cambio

El objetivo fundamental de la política de gestión del riesgo de cambio es compensar (al menos parcialmente) las posibles pérdidas de valor de los activos relacionados con el negocio de Telefónica causadas por depreciaciones del tipo de cambio frente al euro, con los ahorros por menor valor en euros de la deuda en divisas (al depreciarse éstas).

Con tal fin, se ha perseguido que la disminución del valor en EUR de la deuda en divisas cubriera los flujos perdidos durante dos años como consecuencia de un menor valor de las divisas lati-

noamericanas. Nuestras estimaciones muestran que la pérdida de valor de las divisas latinoamericanas a lo largo de 2002 y 2003 (en comparación con los niveles de 2001 respecto al euro) ha traído 3.22 bn Eur de los flujos generados por el Grupo en estos dos años. Por otra parte, los efectos de la depreciación de las divisas sobre nuestra deuda han supuesto ahorros cercanos a los 3.86 bn Eur, al traducir la deuda en divisas a euros. En consecuencia se ha cubierto con holgura la pérdida de flujos acumulada en los dos años (o lo que es lo mismo, se ha cubierto casi 2.4 veces la pérdida anual media). Cuando este efecto se mide sobre el año 2003 (comparando con los tipos de cambio de 2002 respecto al Euro), se observan pérdidas de flujos de 196 M Eur, más que compensados por ahorros de 859 M Eur por menor valor (al medirlo en euros) de la deuda en divisas.

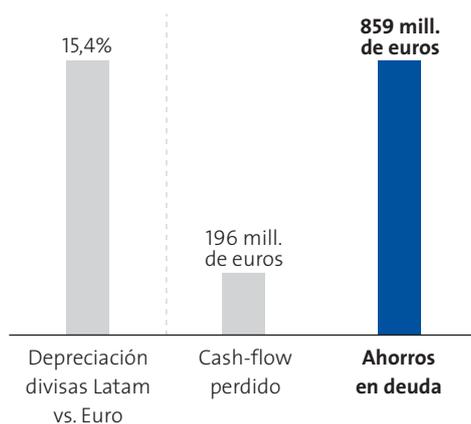
La protección frente a depreciaciones futuras de las divisas latinoamericanas respecto al euro se basa en primer lugar en la deuda en divisas latinoamericanas. Excluyendo México (por ser receptor neto de flujos) a 31 de diciembre la deuda en divisas latinoamericanas (distintas del peso mejicano) equivalía a 1.7 veces los flujos generados en Latinoamérica. No obstante esta deuda no está uniformemente repartida como proporción de los flujos generados en cada país, por lo que su

efectividad futura dependerá de dónde se produzcan las eventuales depreciaciones.

Adicionalmente, la protección frente a pérdidas de valor de los activos latinoamericanos por efectos de divisa, se complementa mediante endeudamiento en dólares en España, asociado a la inversión mientras se considere que la cobertura es efectiva. A 31 de diciembre esta deuda ascendía al equivalente a 1 millardo de euros. Este importe era netamente menor que el existente al principio del año, tras haber cambiado a euros (mediante operaciones de derivados) la deuda de cerca de 4.8 millardos de dólares asociada a la inversión en Brasil. El motivo de esta operación fue la disminución de la efectividad del dólar como cobertura del real brasileño, después de que la correlación entre ambas divisas respecto al euro descendiera a lo largo del segundo semestre de 2002 (con una fuerte depreciación del real) y del primer semestre de 2003 (con apreciación del real y depreciación del dólar). La operación materializó un resultado positivo de 267.5 millones de euros, por la depreciación del dólar desde el principio del año hasta el momento de la operación de paso de la deuda a euros. Como sustituto de esta deuda, en un contexto de escasa correlación esperada entre el dólar y el real brasileño, se contrataron estructuras de opciones financieras con vencimiento reparti-

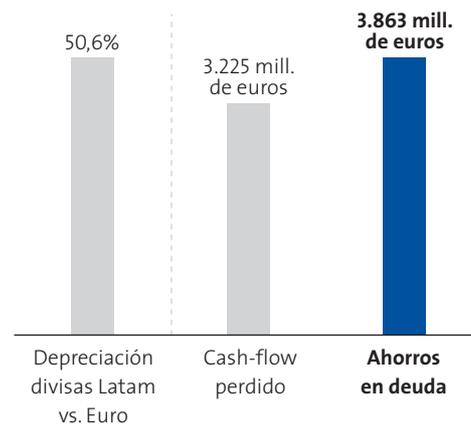
AÑO 2003

(Datos en % y millones de euros)



AÑOS 2002-2003

(Datos en % y millones de euros)



do a lo largo de 2004 sobre cerca de 2.2 millardos de dólares, que protegieran frente a depreciaciones adicionales del dólar respecto al euro, sin incurrir en el efecto negativo que una apreciación del dólar tendría sobre el valor de la deuda.

Otro de los ejes de la gestión cambiaria ha sido minimizar los resultados financieros negativos por variaciones de los tipos de cambio, sin perjuicio de que en el futuro puedan mantenerse posiciones en divisa abiertas (bajo una estricta supervisión del riesgo). Las dificultades para minimizar el riesgo han surgido por la práctica imposibilidad de cubrir mediante derivados la deuda externa en dólares de las filiales argentinas, que ascendía al equivalente a 815 millones de euros a 31 de diciembre 2003. No obstante en el año 2003 esto tuvo un efecto beneficioso, pues la apreciación del peso argentino respecto al dólar arrojó un resultado positivo equivalente a 134.4 millones de euros. Esta cifra, sumada a los 267.5 millones Eur materializados por la cancelación de deuda en dólares mencionada anteriormente, llevó a un resultado financiero positivo por efectos de tipo de cambio por un total de 401.9 millones de euros.

En el futuro, la adopción de los principios contables internacionales puede incrementar la volatilidad de los resultados financieros por oscilaciones de las divisas, ya que los préstamos inter-

nos al Grupo dejarán de ser eliminados en el proceso de consolidación, a efectos de calcular los resultados cambiarios.

Riesgo de Tipo de Interés

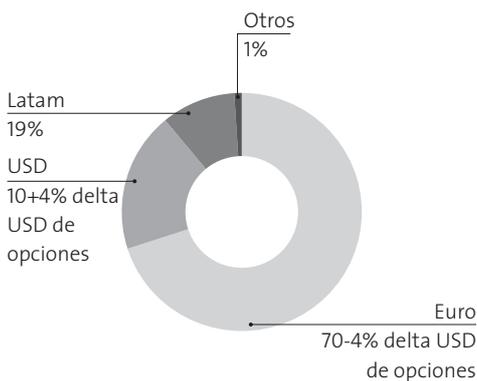
Los costes financieros de Telefónica están expuestos a las oscilaciones de los tipos de interés, fundamentalmente el Euribor, la tasa SELIC brasileña, la UF chilena y el Libor del dólar. A 31 de diciembre de 2003 el 53% de la deuda total (o el 68,9% de la deuda a largo plazo), tenía su tipo fijado por un periodo superior a un año, proporción idéntica a la 31 de diciembre de 2002 (que representaba el 65.3% de la deuda a largo plazo).

Los costes financieros de 2003 ascendieron a 1,462.6 millones de euros (excluyendo los resultados de tipo de cambio positivos por 401,9 millones de euros), un 14% inferiores a los de 2002. Esta cifra de gastos financieros del 2003 supone un coste medio del 7.1% sobre la deuda neta media del año. El fuerte aumento de la tasa SELIC brasileña (con un nivel promedio de 23.53% en 2003, frente a 19.25% en 2002) impidió obtener un menor coste global.

El mantenimiento a 31 de diciembre de 2003 de una alta proporción de deuda a tipo variable en Euros (55%) y en Reales (100%) permitirá al Grupo aprovechar en el 2004 los descensos de tipos que ya

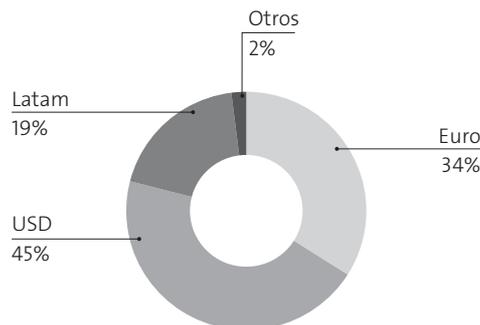
DEUDA POR DIVISAS

(Diciembre 2003)



DEUDA POR DIVISAS

(Diciembre 2002)



(1) El equivalente delta puede definirse aproximadamente como el número de acciones cuyo valor varía igual que el valor de las opciones, ante movimientos muy pequeños en el precio de las acciones.

se han venido produciendo, especialmente desde el mes de junio de 2003, ya que tanto el tipo oficial del BCE (2%) como el del Banco Central de Brasil (16.5%) se encuentran en los mínimos de los últimos años. De hecho, el coste medio efectivo de la deuda en el segundo semestre de 2003 fue del 6.6%, 0.5 puntos porcentuales inferior a la media del año completo. En cambio, la deuda en dólares tomada por el grupo (y no transformada a otras divisas mediante derivados de tipo de cambio) se mantiene a tipo fijo en su práctica totalidad. Por ello, el Libor del dólar sólo influye en la formación de los precios de las coberturas de compra de dólares a plazo contra venta de divisas latinoamericanas, lo cual es especialmente relevante en el caso de Chile.

Telefónica gestiona activamente su exposición a los tipos de interés mediante derivados. Ante las expectativas de descenso de los tipos de interés en 2003 no se realizó ninguna operación de swap para fijación de tipos de interés de la deuda en Euros a tipo variable; en cambio, se vendieron opciones sobre un nominal de 1,100 millones de euros de swaps, que de haber sido ejercitadas por la contrapartida habrían supuesto en algunos casos una fijación de tipos de interés pagando niveles inferiores a los vigentes en el momento de la venta de la opción, mientras que en otros casos habrían supuesto recibir tipos superiores a los vigentes en el momento de la venta de la opción (a cambio de pagar un tipo variable). A 31 de diciembre todas las opciones sobre swaps contratadas en 2003 habían expirado, generando un beneficio aproximado de 6 millones de euros.

Por otra parte, tras el repunte de tipos del dólar en el último cuatrimestre del año, se alargaron los plazos de coberturas de deuda en dólares, recibiendo un tipo fijo en dicha divisa.

Riesgo de precio de acciones

Uno de los riesgos de renta variable a los que está expuesta Telefónica es el debido al precio de su propia acción, como consecuencia del programa de recompra de acciones comunicado en oc-

tubre, por un importe estimado en unos 4,000 millones de euros hasta 2006 (inclusive), condicionado a la generación de flujos de caja y a la evolución del precio de la acción.

A 31 de diciembre de 2003, Telefónica, S.A. poseía algo más de 40.5 millones de acciones propias, que, en caso de que cotizaran por debajo del coste de adquisición, obligarían a dotar una provisión con cargo a la Cuenta de Resultados.

Si por las acciones en cartera Telefónica está expuesta a pérdidas en caso de caída de su precio, por las posibles compras futuras de acciones propias Telefónica tiene una posición contraria: si la cotización sube, las compras se encarecen, y se pueden adquirir menos acciones con el importe preestablecido. Para protegerse de este riesgo y a la vez evitar comprometer un flujo de caja todavía no generado, Telefónica adquirió en el último trimestre del año 2003 opciones de compra que otorgaban el derecho (no la obligación) a comprar 33 millones de acciones propias a un precio de ejercicio prefijado, con vencimientos principalmente en los meses centrales de 2004. La pérdida máxima que se puede experimentar en este caso es la prima pagada por la opción, si al vencimiento el precio de la acción quedara por debajo del precio de ejercicio; no obstante, en tal caso Telefónica podría comprar sus acciones en el mercado a un precio menor.

Por otra parte, Telefónica también entró en operaciones de menor importe consistentes en (i) ventas de opciones put (que obligarían a la compra de acciones propias si el precio de la acción disminuyera significativamente) y (ii) estructuras de opciones call comprada-call vendida a diferentes precios de ejercicio. A 31 de diciembre, el equivalente delta¹ de estas estructuras era de 4,7 millones de acciones.

Telefónica también está expuesta a las oscilaciones de los precios de las acciones de compañías participadas, especialmente en la medida en que estas no integran el núcleo de su negocio, por lo que puede ser necesario valorarlas a

precios de mercado. El caso más significativo durante 2003 ha sido la desinversión de Antena 3, que se saldó con un beneficio de 392.3 millones de euros. En sentido contrario, la participación en Pearson obligó a registrar resultados negativos.

Riesgo de Liquidez

Telefónica pretende que el perfil de vencimientos de su deuda se adecue a su capacidad de generar flujos de caja para pagarla, manteniendo cierta holgura. En la práctica esto se ha traducido en el seguimiento de dos criterios:

1. El vencimiento medio de la deuda del Grupo ha de ser superior al tiempo necesario para pagar la deuda (supuesto que se cumplieran las proyecciones internas, y todos los flujos generados se dedicaran al pago de la deuda, y no a dividendos ni adquisiciones).
2. El grupo debe poder pagar todos sus compromisos en los próximos 12 meses, sin necesidad de apelar a nuevos créditos o a los mercados de capitales (aunque contando con las líneas comprometidas en firme por entidades financieras), en un supuesto de cumplimiento presupuestario.

A 31 de diciembre, el vencimiento medio de la deuda financiera neta —19.235 millones de euros— era de 6 años. Según se hizo público en la Conferencia de Inversores de octubre, el Grupo Telefónica espera generar más de 27.000 millones de euros en un periodo de 4 años, supuesto que los tipos de cambio se mantuvieran a los niveles de 2002. Pese a la debilidad de las divisas latinoamericanas respecto al euro (en gran parte debido a la debilidad del dólar), la holgura existente permite afirmar que a 31 de diciembre se estaba cumpliendo el primer criterio.

El cumplimiento del segundo criterio se comprueba al comparar los vencimientos brutos de deuda en 2004 (5.587,1 millones de euros), con la suma de (i) las disponibilidades a 31 de diciembre (Inversiones financieras temporales por 3.199,6 millones de euros y Tesorería por 336,4 millones de euros) (ii) la generación anual de caja (que ascendió a 5.735,3

millones de euros en 2003), y (iii) las líneas de crédito comprometidas por entidades bancarias con vencimiento superior a un año o extensible a opción de Telefónica (6,368 millones de euros a 31 de diciembre). La holgura existente permite acomodar el pago de dividendos de 40 céntimos por acción (en torno a 2 millardos de euros) y la adquisición de las compañías celulares latinoamericanas de Bell South, anunciada recientemente (por 5,850 millones de dólares). El cumplimiento de estos criterios como Grupo consolidado, no se refleja en el cumplimiento por cada compañía individual, si bien se va avanzando en tal sentido.

A pesar de las medidas puestas en práctica para garantizar su liquidez, Telefónica considera de alta importancia para el desarrollo de sus planes de negocio y de su estrategia, y para la gestión de sus pasivos, la posibilidad de acceder con facilidad a los mercados de capitales, de modo que las restricciones legales o fiscales sobre tal acceso pueden afectarle negativamente. Asimismo, para mantener un acceso al crédito rápido y en buenas condiciones de precio y condiciones, Telefónica vigila el equilibrio entre el riesgo de sus negocios y su estructura financiera, así como los principales ratios crediticios. La tabla adjunta muestra dichos ratios y las variables que intervienen en su cálculo.

Magnitudes operativas 2003

I	EBITDA	12.602,1
II	Flujo de Caja Libre	6.312,4
III	CapEx	3.727,1
IV	Dividendos de Telefónica, S.A.	1.233,3
V=II+III-IV	Flujo de Caja Retenido (antes de CapEx)	8.806,2

Pasivos a dic. 2003

A	Deuda Financiera	19.235,3
B	Garantías	683,5
C	Compromisos netos por reducción de plantilla	3.189,6
D=A+B+C	Deuda total + Compromisos	23.108,4

Ratios financieros

Deuda Financiera / EBITDA	1,53
Deuda Total + Compromisos / EBITDA	1,83
Flujo de Caja Retenido (antes de capex)/ Deuda total + Compromisos	38%

Riesgo país

El año 2003 ha visto el progresivo retorno de la estabilidad a Latinoamérica. A lo largo del año ha ido descendiendo la percepción del riesgo soberano de la mayoría de los principales países latinoamericanos donde Telefónica opera. Así, el margen de la deuda pública de Brasil sobre los bonos del Tesoro estadounidense se redujo desde cerca de 13.7 puntos porcentuales hasta 4.6, el margen de Perú desde 5.5 hasta 3.1, y el de Méjico desde 3.0 hasta 2.0 puntos porcentuales (en todos los casos, según el índice EMBI de JP Morgan). Argentina, en cambio, ha mantenido la situación de impago de la deuda pública, pese a lo cual ha logrado un positivo crecimiento del PIB con una inflación moderada.

La mejoría del entorno y las positivas expectativas no obstan para que Telefónica continúe con una estricto seguimiento del riesgo de pérdida imprevista de valor de los activos latinoamericanos por posible inestabilidad social, económica o política. Para ello Telefónica ha continuado actuando en dos grandes líneas (aparte de la gestión ordinaria de los negocios):

1. Compensar parcialmente los activos con pasivos en las compañías latinoamericanas, no garantizados por la matriz, de modo que una eventual pérdida de los activos fuera acompañada de una reducción de los pasivos, y
2. Repatriar aquellos fondos generados en Latinoamérica que no se espera que vayan a ser satisfactoriamente rentabilizados en el futuro, mediante oportunidades de desarrollo del negocio en la región.

En este sentido, para reducir el riesgo de liquidez como compañía individual sin requerir apoyo de Telefónica, S.A., en el año 2003 Telefónica de Ar-

gentina reestructuró el perfil de vencimientos de su deuda mediante una operación de alargamiento sobre bonos por un importe nominal cercano a 1 millardo de dólares, sin quita de principal ni intereses, que en conjunto fue aceptado por más de dos tercios de los bonistas.

En cuanto a la repatriación de fondos, en el año 2003 se recibieron 1,317.7 millones de euros de Latinoamérica, la mayor parte en concepto de dividendos o reducciones de capital (887.6 millones) y el resto por intereses y principal de préstamos a las filiales latinoamericanas, y por honorarios de gestión. En dirección contraria, continuó el flujo de fondos hacia México, donde Telefónica Móviles realizó inversiones materiales por 483 millones de euros para despliegue de la red GSM y tuvo necesidades operativas derivadas de un EBITDA negativo en 108.7 millones de euros.

Política de derivados

A 31 de diciembre de 2003, el importe nominal de derivados vivos ascendía a 30.915,3 millones de euros. Este volumen resulta tan elevado porque sobre una misma operación de deuda se puede aplicar varias veces derivados por un importe igual a su nominal; por ejemplo, una deuda en divisa se puede pasar a euros a tipo variable, y luego sobre cada uno de los periodos de tipos de interés puede realizarse una fijación de tipos mediante un FRA. Aun así, es necesario extremar la prudencia en el uso de derivados para evitar problemas por errores o falta de conocimiento de la posición real y sus riesgos.

La política seguida en la utilización de derivados ha puesto énfasis en los siguientes puntos:

- i. Existencia de subyacente claramente identificado, sobre el que se aplica el derivado, a ser posible válido para contabilidad de cobertura. Entre los subyacentes aceptables se incluyen los resultados e ingresos esperados en divisas distintas del euro, razonablemente seguros o previsibles, incluso si no se adaptan a los criterios exigidos por las normas contables para el tratamiento como coberturas. Las coberturas con

sentido económico en opinión del Grupo no siempre cumplen los tests de efectividad establecidos por las diferentes normativas contables para ser tratadas como tales coberturas; la decisión de mantenerlas una vez no se supera el test de efectividad lleva a registrar los resultados en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. En este sentido, por su importancia, cabe resaltar que durante parte del año 2003 se mantuvo una financiación de 4,769 millones de dólares asociada a inversiones en Brasil hasta el mes de mayo, pese a la ruptura de la correlación entre el real brasileño y el dólar respecto al euro; cuando finalmente se produjo la cancelación de la deuda en dólares (en su mayor parte deshaciendo swaps de divisas) se logró un beneficio de 267.5 millones de euros.

ii. Ajuste entre subyacente y uno de los lados del derivado, con la mayor exactitud posible.

Este ajuste se persigue especialmente para la deuda en divisa extranjera y los derivados de cobertura de los pagos en divisa extranjera; no obstante, aun buscando una cobertura perfecta de los flujos, la escasa profundidad de los mercados latinoamericanos de derivados ha hecho que históricamente existieran desajustes entre las características de las coberturas y las deudas cubiertas. La intención del Grupo Telefónica es reducir dichos desajustes, siempre que ello no conlleve costes de transacción desproporcionados. En otras ocasiones, las coberturas se han efectuado en entidades holding (Telefónica, S.A., Telefónica Móviles, S.A. y TISA) mientras la deuda se mantenía en otras filiales, lo cual ha llevado a que las operaciones no cumplieran los criterios de cobertura exigidos por la normativa contable y sus resultados fueran reflejados en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Las principales razones para la mencionada separación entre la cobertura y el subyacente han sido la posibilidad de diferencias en la validez legal de las coberturas locales frente a las internacionales (como consecuencia de cambios legales imprevistos) y la diferente calidad crediticia de las contrapartidas (tanto de las compañías del Grupo involucradas como las de las entidades bancarias). Por otra

parte, también los derivados de tipos de interés pueden presentar desajustes con los subyacentes que cubren, especialmente cuando éstos son de plazos más cortos, como sucede cuando Telefónica entra en swaps, caps, o collars de largo plazo para protegerse de subidas de tipos de interés que pudieran elevar los costes financieros generados por los pagarés y el papel comercial, con vencimientos de pocos meses, pero cuya renovación sucesiva es muy probable.

iii. Capacidad de valoración del derivado a precio de mercado, mediante los sistemas de cálculo de valor disponibles en el Grupo.

La herramienta fundamental para la valoración y gestión de riesgos de los derivados y de la deuda es el sistema Kondor+, licenciado por Reuters, de uso extendido entre diversas entidades financieras.

iv. Venta de opciones sólo cuando existe una exposición subyacente que contrarresta la pérdida potencial por el ejercicio de la opción por la contrapartida.

En 2003 Telefónica ha vendido opciones a corto plazo sobre swaps de tipos de interés del euro, que daban a la contrapartida el derecho de entrar en un swap recibiendo un tipo fijo determinado, inferior al nivel vigente en el momento de vender la opción; de este modo si los tipos bajaban, Telefónica pasaría parte de su deuda de tipo variable a tipo fijo, a niveles inferiores a los iniciales, habiendo cobrado una prima.

Las directrices de la gestión de riesgos son impartidas por Dirección General de Finanzas Corporativas del Grupo Telefónica, e implantadas por los directores financieros de las compañías (asegurando la concordancia entre los intereses individuales de las compañías y los del Grupo). La Dirección General de Finanzas Corporativas puede autorizar desviaciones respecto de esta política por motivos justificados, normalmente por estrechez de los mercados o sobre riesgos claramente limitados y reducidos. Asimismo, la entrada de empresas en el grupo como consecuencia de adquisiciones o fusiones, requiere un tiempo de adaptación.