

**ANEXOS DEL INFORME DE
MODIFICACIONES E INSISTENCIAS**

Telefónica Móvil de Chile S.A.

22 DE DICIEMBRE DE 2003

Índice de Anexos

Anexo 1: Referencia Tasa de Costo de Capital

Anexo 2: Ejemplo numérico cálculo de la Depreciación

Anexo 3: Informe Pericial

Anexo 4: Modelo de los Ministerios con Modificaciones Mínimas sugeridas por la Comisión Pericial

ANEXO 1¿Qué dicen los libros de texto sobre el premio por riesgo de EEUU?

Por ejemplo, la última edición del libro de texto "Principios de Finanzas Corporativas" (2003) de los distinguidos profesores Richard Brealey (emérito, London Business School) y Stewart C. Myers (Gordon Y Billard Profesor of Finance, MIT), resume la discusión del premio por riesgo en el capítulo 7. Este libro ha sido por muchos años el libro de texto en las mejores universidades del mundo, en el curso inicial de finanzas en los programas de MBA. En el texto describe la discusión con estas palabras (página 109):

Muchos directivos financieros y economistas creen que las rentabilidades históricas a largo plazo son la mejor predicción disponible. Otros, por instinto, creen que los inversores no necesitan primas de riesgo tan grandes para persuadirlos para que mantengan acciones ordinarias.

En una nota al pie reconoce que hay "alguna" teoría detrás del instinto, y en el texto discute algunas de las razones para pensar que el premio esperado fuera menor al promedio histórico. Por ejemplo, cuestiona los argumentos del sesgo de supervivencia (bajo el título Razón 2, página 109), argumentando que comparando a EEUU con otros países no hay evidencia que los inversores de EEUU hayan sido especialmente afortunados (cita el trabajo de Dimson, Marsh y Staunton, "Millenium book II: 101 years of investment return", 2001). Recomienda también como lectura el trabajo de Fama y French (2001); entre otros. Concordamos plenamente con la apreciación que existe "alguna teoría detrás del instinto", sólo alguna, no mucha. La discusión sobre el premio por riesgo está muy lejos de haber alcanzado un grado satisfactorio de madurez; es un tema candente de investigación actualmente.

Citamos textualmente el párrafo final de su conclusión (página 110):

"Tras este debate, sólo hay una conclusión firme: no confie en nadie que diga saber qué rentabilidad esperan los inversores. La historia contiene algunas claves, pero en último término hemos de juzgar si los inversores como media han recibido lo que esperaban. Brealey y Myers no tenemos una posición oficial sobre la prima de riesgo del mercado, pero creemos que un intervalo entre el 6 y el 8,5% es razonable para Estados Unidos. Nota al pie: Este rango parece ser consistente con la práctica empresarial. Por ejemplo, Kaplan y Ruback, en un análisis de valoraciones de 51 adquisiciones de empresas entre 1983 y 1988, encontraron que las empresas adquirentes parecían basar sus tasas de descuento en una prima por riesgo de mercado de 7,5% por encima de la rentabilidad media de las obligaciones del Tesoro de largo plazo. La prima de riesgo sobre las Letras del Tesoro podría haber sido un punto porcentual más. Véase Kaplan y Ruback: "The valuation of cash flow forecasts: an empirical analysis", Journal of Finance 50, septiembre 1995, pp.1059-1093".

Otro libro de texto reciente (2003) es el excelente "Risk management and derivatives" de René Stulz (Everett D. Reese Chair of Banking and Monetary Economics, The Ohio State University, actual presidente de la American Finance Association). En su discusión sobre la aplicación práctica del modelo CAPM dice (página 37):

Estimates of the equity risk premium have decreased substantially in recent years. Some academics and practitioners argue that it should be 4 per cent or even less. Using historical data, the estimate is much higher. We compromise with an estimate of 6%.

En otras palabras, no parece razonable descartar totalmente la evidencia histórica simplemente porque los modelos teóricos disponibles todavía no la pueden explicar razonablemente. El mismo Cornell (1999) citado por SUBTEL en la contra proposición reconoce tres piezas de evidencia que apoyan el argumento a favor de las series históricas, por ejemplo (página 202):

The first and most persuasive is the historical evidence itself. Quoting Ibbotson "more generally, the 72- year period starting with 1926 is representative of what can happen: it includes high and low returns, volatile and quiet markets, war and piece, inflation and deflation, and prosperity and depression, etc."

ANEXO 2

Contraejemplo para mostrar que la metodología utilizada por Subtel subestima el pasivo tributario.

Se realiza inversión de \$2.400.000, que tiene vida útil 24 años, según el SII puede depreciarse aceleradamente en 8 años
La tasa de descuento es 15%

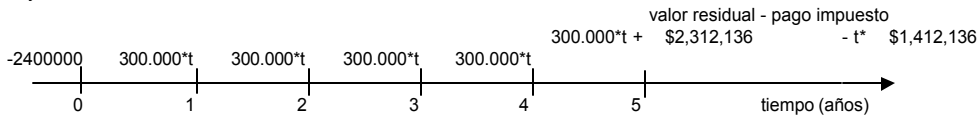
La anualidad será = \$373,032

La depreciación anual acelerada tributaria será: \$300.000 al año

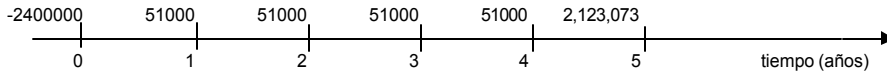
El Valor residual al quinto año será el VA de las 19 anualidades restantes: \$2,312,136

Si se vendiera al quinto año en ese precio, el impuesto a pagar ese año será= tasa de impuesto * (V. Residual - (2.400.000 - 5*dep acelerada))
tasa de impuesto * \$1,412,136

Los flujos relevantes serán:



Si t = 17%, los flujos quedan:



VA = -\$1,198,854

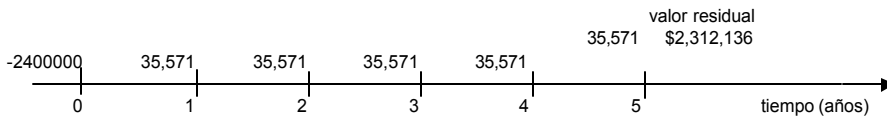
Utilizando criterio Subtel:

Se calcula el valor presente de la dep tributaria acelerada, y luego se reparte en la vida útil total (ver fórmula de página 64 IOC)
Para ello, se toma el valor actual de 8 cuotas, y se reparte como anualidad en 24 años

El valor actual es 1,346,196

La anualidad a 24 años es: 209,239

Según esto, los flujos considerados en cálculo de Subtel son:



VA = -\$1,131,221 5.6%

El modelo de Subtel subestima el VA del costo de inversión en 5,6%

ANEXO 3

Estudio de E&Y sobre Vidas Útiles