



RAMIRO SÁNCHEZ DE LERÍN
Vicesecretario General
y del Consejo de Administración
TELEFÓNICA, S.A.

Telefónica, S.A., de conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, procede por medio del presente escrito a realizar la siguiente

COMUNICACION

De acuerdo con la información comunicada por la Compañía los pasados días 11 de marzo (HR núm. 56.178) y 21 de marzo (HR núm. 56.375), Telefónica, S.A., en su condición de sociedad absorbente, ha presentado en el día de hoy, ante la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos, una modificación al formulario de registro F-4 presentado ante este organismo el 7 de marzo de 2005, para completar y actualizar la información contenida en este documento original.

Esta modificación al formulario F-4 incluye como anexos los siguientes documentos: (i) el Informe de los Administradores de Telefónica, S.A., aprobado por su Consejo de Administración el día 13 de abril de 2005; (ii) el Informe de los Administradores de Terra Networks, S.A., aprobado por su Consejo de Administración el día 12 de abril de 2005; y (iii) el Informe emitido, con fecha 12 de abril de 2005, por el Experto Independiente "KPMG Auditores, S.L.", nombrado por el Registro Mercantil de Madrid el 3 de marzo de 2005.

En consideración de lo anterior, ambas Compañías consideran oportuno remitir estos documentos por medio del presente escrito a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Madrid, a 14 de abril de 2005

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
- MADRID -

INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE
TELEFÓNICA, S.A.
SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE
TERRA NETWORKS, S.A. POR TELEFÓNICA, S.A.

Madrid, 13 de abril de 2005

INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE

TELEFÓNICA, S.A.

SOBRE EL PROYECTO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE

TERRA NETWORKS, S.A. POR TELEFÓNICA, S.A.

1. INTRODUCCIÓN

Los Consejos de administración de TELEFÓNICA, S.A. (en lo sucesivo, “Telefónica”) y de TERRA NETWORKS, S.A. (en lo sucesivo, “Terra”), en sesiones celebradas el día 23 de febrero de 2005, han aprobado el Proyecto de Fusión de Telefónica y Terra, el cual ha sido redactado y suscrito por los administradores de una y otra sociedad (con las abstenciones y ausencias indicadas en el propio Proyecto de Fusión), según lo previsto en el artículo 234 y concordantes de la Ley de Sociedades Anónimas y ha quedado depositado en los Registros Mercantiles de Madrid y Barcelona en fechas 2 de marzo de 2005 y 3 de marzo de 2005, respectivamente.

En cumplimiento de lo previsto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de Telefónica elaboran y aprueban, en los términos que se detallan seguidamente, el preceptivo informe de administradores sobre el Proyecto de Fusión (en lo sucesivo, el “Informe”), en el que, de conformidad con lo previsto en el referido artículo, se explican y justifican detalladamente los aspectos jurídicos y económicos del mencionado Proyecto.

El Informe se ha dividido en tres partes. En la primera se justifica estratégicamente la operación (ver *infra* 2). En la segunda, se repasan los aspectos jurídicos de la operación: básicamente el procedimiento de la fusión (ver *infra* 3). En la tercera y última, se abordan los aspectos económicos, prestando particular atención al cálculo de la relación de canje y las especiales dificultades de valoración (ver *infra* 4).

2. JUSTIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LA OPERACIÓN

2.1. Evolución reciente de los negocios de Telefonía y de Internet.

Al igual que muchas otras compañías de Internet, Terra se desarrolló en el contexto de un modelo estratégico basado en la separación entre el negocio de Telefonía y el negocio de provisión de servicios de Internet (ISP). Sin perjuicio de otras circunstancias anteriores, ha sido en los últimos tiempos -y, específicamente, durante los últimos doce meses- cuando verdaderamente se ha puesto en evidencia, de manera neta y clara, la crisis irreversible del modelo tradicional del proveedor de servicios de Internet puro y la paralela afirmación en el mercado de

las telecomunicaciones de un nuevo modelo basado en la integración operativa de los negocios de Telefonía y de Internet.

La raíz de todo ello ha de buscarse en la emergencia, desarrollo y eclosión de la tecnología de banda ancha aplicada al acceso a Internet, que ha terminado borrando la línea de separación tradicional entre los mencionados negocios de Telefonía y de Internet, especialmente en este último año en que se ha acelerado exponencialmente su penetración y crecimiento.

En efecto, recientemente se han puesto en evidencia los siguientes fenómenos:

- (a) La irrupción de la tecnología de banda ancha ha propiciado una nueva dinámica del mercado de oferta con la que sólo es posible sintonizar a partir de la plena imbricación entre las funciones de red y la prestación de servicios o, si se prefiere, de la gestión integrada de las capas de conectividad, acceso y servicios. En este escenario, los proveedores de acceso a Internet necesitan convertirse en operadores de comunicaciones para poder competir en el mercado. Y, para ello, o bien invierten en infraestructura de red (lo que puede comprometer su viabilidad dado el tiempo de maduración de la inversión y el elevado capital que se necesita para afrontarla) o bien se integran plenamente con operadores de red, que cuentan ya con la infraestructura y las capacidades técnicas y humanas precisas.
- (b) Por otra parte, en el lado de la demanda, el cliente ya no se conforma sólo con el acceso a Internet. De forma creciente, las preferencias de los usuarios se orientan a ofertas integradas (voz, imagen, acceso a Internet, etc.) para las que es necesario tener la posición de operadores capaces de ofrecer todos los servicios que el mercado exige y competir así con otros agentes que están en disposición de proporcionar todos estos servicios al cliente final.
- (c) Adicionalmente, la evolución tecnológica de los servicios -el rápido crecimiento de las velocidades de conexión, la complejidad técnica necesaria para suministrar contenidos audiovisuales de calidad, la interoperabilidad reclamada entre los diferentes elementos de la oferta (correo, mensajes, buzones de voz, consumo de contenidos, etc.)- exige capacidades, escala y recursos cada vez más elevados para poder seguir compitiendo en un mercado creciente en tamaño, pero cada vez más cambiante en la oferta.

Todo ello explica los movimientos de los grupos competidores dirigidos a convertir la banda ancha en el centro o núcleo de su estrategia y, consiguientemente, a reintegrar los negocios de Telefonía y de Internet. Los ejemplos más recientes son las fusiones de France Telecom y su filial de Internet Wanadoo y la de Deutsche Telekom y T-Online. La propuesta de fusión de Telefónica y Terra contenida en el Proyecto de Fusión obedece a la misma lógica.

2.2. Razones y objetivos de la fusión.

Conforme se explica en el Proyecto de Fusión, los Consejos de administración de Telefónica y Terra consideran que es imprescindible encaminarse por la senda de integrar sus negocios de Telefonía y de Internet para afrontar con garantías de éxito los desafíos que plantean el desarrollo de la industria, el cambio tecnológico y las nuevas necesidades de clientes. De esta forma, se persigue la creación de un segmento de negocio orientado al cliente y capaz de ofrecerle soluciones integradas en el mercado de las telecomunicaciones que agrupen acceso, voz y vídeo sobre ADSL.

Los Consejos de administración de Telefónica y Terra ven la fusión como un imperativo estratégico de primer orden y como una magnífica oportunidad para la ventaja mutua. De ella se beneficiarán tanto los accionistas de Terra como los accionistas de Telefónica.

Si bien el éxito de la fusión dependerá, en parte, de la habilidad de los administradores de la sociedad absorbente para lograr las oportunidades de negocio y las sinergias esperadas, puede afirmarse que la integración de los negocios de Telefónica y Terra resultante de la fusión permitirá:

- (a) Fortalecer el posicionamiento competitivo de Terra y Telefónica en los mercados de referencia, lo que se traducirá en incremento de la clientela y aumento de la cuota de mercado. Esto es así debido a: (i) la mayor capacidad de respuesta de la firma unificada frente a ofertas integradas de competidores; (ii) la mejor posición para crear nuevos servicios que optimicen el uso de las capacidades de red de Telefónica (crítica para servicios con mayor necesidad de ancho de banda, mayor seguridad, etc.) y las integren plenamente en el servicio al cliente final; (iii) el refuerzo de la oferta al mercado combinando los atributos positivos de las marcas de Telefónica y Terra, lo que permitirá fortalecer el liderazgo de la compañía integrada; (iv) la mayor escala de las operaciones, que permitirá abordar proyectos de innovación que hoy serían más difíciles de abordar; y (v) el mejor apalancamiento de los recursos comerciales de las dos empresas: canales propios, canales terceros, publicidad conjunta, etc. En particular, la integración de Terra y Telefónica permitirá un mejor posicionamiento de la sociedad absorbente para alcanzar el liderazgo en el mercado de la oferta del portal de Internet dado que se podrá extender el uso del portal a la base de clientes de acceso de Telefónica, se facilitará el establecimiento de alianzas con proveedores de contenidos líderes y se podrán prestar servicios sofisticados de alta imbricación en la red.
- (b) Mejorar el aprovechamiento de las bases de clientes actuales, a través de (i) la capacidad de definir y poner en marcha una estrategia global por segmentos de clientes, más allá de la visión por producto actual; (ii) el incremento de la penetración; (iii) la fidelización de los clientes existentes reduciendo las tasas de *churn* (rotación de clientes) mediante la venta empaquetada de servicios; (iv) el aumento de la venta cruzada de servicios; y (v) el consiguiente aumento de los ingresos por cliente.

- (c) Minimizar los costes y optimizar las inversiones a través de (i) la gestión integrada de redes y plataformas (provisión de servicios, facturación, CRM/atención al cliente...) con el beneficio adicional de una mayor calidad hacia el cliente final gracias a la gestión extremo a extremo; (ii) la racionalización de inversiones especialmente relevante dadas las necesidades crecientes de capacidad para gestionar nuevos servicios intensivos en uso de ancho de banda; (iii) la eliminación total de duplicidades en desarrollos de nuevos servicios; (iv) la racionalización de estructuras corporativas, eliminando duplicidades y, por tanto, mejorando la gestión e incrementando la eficiencia; y (v) la mayor facilidad para capturar sinergias de compra de contenidos y servicios. En particular, la integración de Terra y Telefónica permitirá reforzar el acceso del negocio de Internet dado que, al participar en el negocio del operador de Telefonía, se reducirá significativamente tanto el riesgo financiero como el de adquisición de capacidades técnicas y comercialización asociado al régimen de alquiler de bucle abierto y se capturará un valor significativamente superior al de la reventa de acceso mayorista.
- (d) Facilitar la explotación de las oportunidades de crecimiento en nuevos mercados utilizando el acceso a Internet con banda ancha como oferta más atractiva y competitiva de las telecomunicaciones fijas (especialmente relevante en la expansión en el mercado brasileño).
- (e) Desarrollar una única estrategia de impulso y creación de los negocios en el campo del comercio electrónico y portales generales de acceso a información y publicidad como consecuencia del importante crecimiento del acceso a Internet en banda ancha en todos los mercados.

3. ASPECTOS JURÍDICOS DEL PROYECTO DE FUSIÓN

3.1. Estructura jurídica de la operación de fusión

La estructura jurídica elegida para llevar a cabo la integración de los negocios de Telefónica y Terra es la fusión mediante la absorción de Terra (sociedad absorbida) por Telefónica (sociedad absorbente), con disolución sin liquidación de Terra y traspaso en bloque, a título universal, de todo su patrimonio a Telefónica, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de Terra.

Dicho traspaso a título universal implica la adquisición por Telefónica en un solo acto de todos los elementos que integran el activo y el pasivo del patrimonio de Terra. Se transmiten, por tanto, todos los bienes, derechos y obligaciones y, en general, todas las relaciones jurídicas de Terra, las cuales se mantienen vigentes aunque cambia su titular, a excepción de aquellos supuestos en los que el cambio de titular de la relación jurídica concreta lleve aparejada su resolución.

Simultáneamente, la fusión implica que los accionistas de Terra distintos de Telefónica se incorporan como accionistas de Telefónica mediante la atribución a los mismos de las acciones representativas de parte del capital social de

Telefónica, en proporción a su respectiva participación en el capital de Terra en los términos establecidos en el Proyecto.

La regulación mercantil básica de las operaciones de fusión se contiene en los artículos 233 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas y en los artículos 226 a 234 del Reglamento del Registro Mercantil.

3.2. Análisis de los aspectos jurídicos del Proyecto de Fusión

El Proyecto de Fusión por absorción ha sido elaborado siguiendo las pautas marcadas por los artículos 234 y 235 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Además de las menciones mínimas exigidas por la Ley de Sociedades Anónimas, el Proyecto de Fusión contempla y desarrolla otros aspectos cuya inclusión se ha considerado conveniente por los administradores de Telefónica y Terra. Todas ellas se analizan a renglón seguido:

3.2.1. Identificación de las entidades participantes en la fusión

De conformidad con lo dispuesto en el apartado a) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, en el apartado 2 del Proyecto se identifican las sociedades participantes en la fusión, con la denominación de cada una de ellas, sus respectivos domicilios y los datos identificadores de su inscripción en el Registro Mercantil y sus Números de Identificación Fiscal.

La elección de Telefónica como sociedad absorbente responde no sólo a su mayor dimensión y capitalización bursátil o al hecho de ser Terra una filial participada por Telefónica en un 75,87%, sino también al sentido estratégico de la operación que es integrar los negocios de Telefonía con los negocios de Internet.

3.2.2. Tipo de canje de la fusión

El apartado 3 del Proyecto, de acuerdo con lo previsto en el apartado b) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, recoge el tipo de canje de la fusión. El tipo de canje ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios de las entidades participantes en la fusión y es de dos (2) acciones de Telefónica, de un euro de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros de valor nominal cada una. Las acciones de Telefónica que se entreguen en canje tendrán iguales características y derechos que las demás acciones de Telefónica que se encuentren en circulación. No se prevé compensación complementaria en dinero alguna.

El apartado 4 de este informe contiene un análisis económico del tipo de canje de la fusión.

3.2.3. Balances de fusión

El apartado 4 del Proyecto de Fusión especifica que se considerarán como balances de fusión de Telefónica y Terra, a los efectos de lo previsto en el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, los cerrados por ambas sociedades a 31

de diciembre de 2004, que han sido verificados por sus respectivos auditores de cuentas y que se someterán a la aprobación de las respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas con carácter previo a la adopción del acuerdo de fusión.

Aunque la referencia a los balances de fusión no resulta exigida de forma explícita por el artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, se ha considerado que constituye un complemento de información que hace conveniente su mención en el Proyecto.

3.2.4. Procedimiento de canje de las acciones

El apartado 5 del Proyecto da cumplimiento a la exigencia establecida en el apartado c) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas de que se mencione el procedimiento por el que serán canjeadas las acciones de las sociedades que hayan de extinguirse.

El apartado 6 del Proyecto prevé que, de ser necesario, Telefónica podría ampliar su capital social en la cantidad necesaria y emitir el número preciso de acciones para atender el canje de las acciones de Terra, de acuerdo con la relación de canje establecida en el Proyecto y con aplicación de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas. El citado apartado prevé, asimismo, que el aumento de capital podrá minorarse mediante la entrega a los accionistas de Terra de acciones viejas en autocartera de Telefónica. En este sentido, el Consejo de administración de Telefónica ha optado finalmente por atender el canje íntegramente mediante la entrega de acciones viejas de Telefónica que esta compañía tiene en autocartera y, por ello, propondrá a la Junta General Ordinaria de Accionistas que Telefónica atienda en su integridad el canje de acciones de Terra mediante entrega de acciones propias de Telefónica. En consecuencia, no se propondrá a la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica aumento de capital alguno para atender el canje de acciones derivado de la fusión.

Por tanto, acordada la fusión por las Juntas Generales Ordinarias de Accionistas de Telefónica y Terra e inscrita aquella en el Registro Mercantil, Telefónica entregará a los accionistas de Terra acciones propias que Telefónica tiene en autocartera según la relación de canje anteriormente descrita. Dicho canje tendrá lugar, como se ha referido, una vez se inscriba la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid y se realizará por la entidad financiera que corresponda y durante el período que se indique en los anuncios a publicar en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos de los diarios de mayor circulación en Madrid y Barcelona.

De conformidad con la prohibición establecida en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas, no procederá el canje de las acciones de Terra que se encuentren en su poder en autocartera, o en poder de Telefónica o de cualquier persona que actúe en su propio nombre pero por cuenta de Terra o Telefónica. Teniendo en cuenta que Terra no tiene previsto reducir su autocartera directa, actualmente de 7.000.000 de acciones propias de Terra, y que Telefónica, con objeto de permitir que el número total de acciones de Terra que hayan de acudir al canje sea múltiplo de la ecuación de canje, tiene previsto adquirir antes de la

convocatoria de la Junta General Ordinaria de Accionistas siete acciones adicionales de Terra, el canje de las acciones de Terra exigirá que por parte de Telefónica se entreguen hasta un máximo de 29.274.686 acciones propias, las cuales serán inmovilizadas a partir de la fecha de adopción del acuerdo de fusión. Como consecuencia de la fusión, todas las acciones de Terra quedarán extinguidas.

El canje de las acciones de Terra por las acciones de Telefónica se efectuará a través de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) que sean depositarias de las mismas.

De acuerdo con lo dispuesto en el párrafo (d) del apartado 5 del Proyecto de Fusión, los accionistas de Terra que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de Terra fijado como tipo de canje podrán adquirir o transmitir acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje. Las decisiones oportunas a estos efectos, bien de compra o bien de venta en el mercado de acciones de Terra, al objeto de alcanzar un número de acciones de Terra que sea múltiplo de nueve deberán ser tomadas por cada accionista individualmente.

Sin perjuicio de lo anterior y al amparo de lo previsto en el citado apartado 5 del Proyecto, los Consejos de administración de Telefónica y Terra, después de las oportunas conversaciones, someterán a sus respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas la aprobación de un mecanismo orientado a facilitar la realización del canje a aquellos accionistas de Terra que sean titulares de un número de acciones que no sea múltiplo de nueve (9). Los términos y condiciones básicos de ese mecanismo son los siguientes:

- (a) Habida cuenta de que la relación de canje de la fusión equivale, en términos unitarios, a la entrega de una acción de Telefónica por cada 4,5 acciones de Terra, al término de la última sesión bursátil de Terra en las Bolsas españolas (en adelante, la “Fecha de Referencia”), cada accionista de Terra que por aplicación de la mencionada relación unitaria de canje de una acción de Telefónica por cada 4,5 acciones de Terra, tenga derecho a percibir un número entero de acciones de Telefónica y le sobren picos de acciones de Terra inferiores a 4,5, podrá transmitir dichos picos al agente de picos designado a tal efecto (en adelante, el “Agente de Picos”), todo ello en el bien entendido de que para el cálculo del pico correspondiente a cada posición de accionista se computarán la totalidad de las acciones de Terra que formen esa posición.

Igualmente, el accionista de Terra que sea titular de un número de acciones de Terra inferior a 4,5 podrá transmitir dichas acciones al Agente de Picos. Se entenderá que cada accionista de Terra se acoge al sistema de adquisición de picos, sin que sea necesario que remita instrucciones a la entidad participante en Iberclear correspondiente, la cual le informará del resultado de la operación una vez concluida ésta.

- (b) Atendiendo a la ecuación de canje acordada, y con independencia del número de acciones que conforme cada posición de accionista, los únicos supuestos de adquisición de picos que pueden producirse son los siguientes:

Número de acciones de Terra	Acciones de Telefónica que corresponden en virtud del canje	Pico de acciones de Terra sujeto al régimen de adquisición de picos
1	0	1
2	0	2
3	0	3
4	0	4
5	1	0,5
6	1	1,5
7	1	2,5
8	1	3,5
9	2	0

Por consiguiente, en toda posición de accionista, en caso de que exista un pico, éste oscilará entre un mínimo de 0,5 acciones de Terra y un máximo de 4 acciones de Terra.

- (c) El precio de adquisición de los picos se determinará en función de la media aritmética de los cambios medios ponderados de la acción de Terra en el Sistema de Interconexión Bursátil (mercado continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de Terra en las Bolsas españolas. Si el pico en cuestión es distinto de una acción, su precio de adquisición se calculará sobre la base del mismo criterio aquí señalado pero en la proporción correspondiente al concreto importe del pico.
- (d) La entidad designada como Agente de Picos, actuando en nombre y por cuenta propia, adquirirá los picos de acción que sobren en las posiciones que existan al término de la sesión bursátil correspondiente a la Fecha de Referencia. Las acciones o fracciones de acciones de Terra adquiridas por el Agente de Picos serán canjeadas por el número de acciones de Telefónica que corresponda según el Proyecto de Fusión.

3.2.5. Fecha a partir de la cual las nuevas acciones entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales y fecha de efectos contables de la fusión

En cumplimiento de lo previsto en el segundo inciso del párrafo c) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el apartado 7 del Proyecto fija el 1 de enero de 2005 como fecha a partir de la cual las acciones que se entreguen por Telefónica en canje darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Telefónica en las mismas condiciones que el resto de acciones actualmente en circulación. Los titulares de las acciones de Telefónica que se entreguen en canje por las acciones de Terra participarán en distribuciones que

sean satisfechas por Telefónica con posterioridad a la inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil en igualdad de derechos con los titulares de las demás acciones de Telefónica. Esto significa que las acciones que se entreguen en canje participarán en las ganancias sociales de Telefónica en el ejercicio contable iniciado el 1 de enero de 2005.

Asimismo, y al amparo de lo previsto en el párrafo d) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, el apartado 9 del Proyecto fija el 1 de enero de 2005 como fecha a partir de la cual las operaciones de Terra se entienden realizadas o producidas a efectos contables por cuenta de Telefónica.

3.2.6. Derechos especiales y ventajas atribuidas a los administradores y expertos independientes

El apartado 10 del Proyecto establece, conforme a lo previsto en el párrafo e) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, que las acciones que entregará Telefónica no otorgarán derechos especiales a sus titulares.

Igualmente, se indica en dicho apartado que no existen en Terra acciones especiales ni titulares de derechos especiales distintos de las acciones a quienes pudieran reconocerse derechos en Telefónica, salvo los que corresponden a los beneficiarios (empleados, directivos y consejeros de empresas del grupo Terra) de los planes de opciones sobre acciones de Terra descritos en el último párrafo del apartado 5 del Proyecto. Desde la inscripción registral de la fusión, Telefónica sucederá a Terra como entidad obligada en virtud de dichos planes, que serán modificados según la relación de canje establecida en el Proyecto. Así, los derechos de opción sobre acciones de Terra quedarán automáticamente convertidos en derechos de opción sobre acciones de Telefónica, en los términos resultantes de la relación de canje establecida en el Proyecto de fusión. Todas las menciones a Terra o, en su caso, a Lycos Inc. o a Lycos Virginia, en los referidos planes de opciones se entenderán realizadas a Telefónica a partir de la fecha de inscripción de la fusión.

Tal como se señala, asimismo, en el apartado 5 del Proyecto, con objeto de no perjudicar los intereses de los beneficiarios de dichos planes, Telefónica establecerá, en caso necesario, mecanismos que aseguren la debida atención de los compromisos adquiridos por Terra en relación con los indicados planes de opciones sobre acciones. A este respecto, no está previsto el establecimiento de ningún mecanismo específico para atender los compromisos adquiridos por Terra en relación con los planes de opciones sobre opciones al margen de lo establecido anteriormente, dado que no existe en los referidos planes ninguna obligación de establecer mecanismos específicos ni se considera necesario en la actual situación de mercado.

Por su parte, el apartado 11 del Proyecto de Fusión, dando cumplimiento a lo establecido en el párrafo f) del artículo 235 de la Ley de Sociedades Anónimas, dispone que no se atribuirá ninguna clase de ventajas en Telefónica en favor de los administradores de ninguna de las entidades participantes en la fusión, ni en

favor de KPMG Auditores S.L., experto independiente nombrado por el Registro Mercantil para elaborar el preceptivo informe sobre el Proyecto.

3.2.7. Otras menciones del Proyecto de Fusión

El Proyecto de Fusión contempla otros extremos cuya mención, al igual que alguno de los contenidos ya comentados, no viene expresamente exigida por la legislación vigente. Se trata, como en los casos ya analizados, de asuntos cuya trascendencia o importancia ha motivado que los administradores de las sociedades que intervienen en la fusión hayan considerado conveniente su inclusión. Dichas cuestiones son las que resumidamente se enuncian a continuación:

- (a) Dividendos.- El apartado 8 del Proyecto describe los repartos y abonos de dividendos previstos por Telefónica y Terra y que han sido tenidos en cuenta para la formulación del Proyecto de Fusión y la determinación del tipo de canje de la fusión.

Telefónica tiene previsto realizar los siguientes repartos:

- (i) El pago de un dividendo a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005. Este dividendo fue anunciado por el Consejo de administración de Telefónica en su sesión de 26 de enero de 2005. El día 23 de febrero de 2005, el Consejo de administración de Telefónica acordó fijar el importe de dicho dividendo en 0,23 euros por acción. De dicho dividendo no se beneficiarán -según se desprende del apartado 7 del Proyecto- los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.
- (ii) Parte de la reserva por prima de emisión se distribuirá mediante la entrega de acciones propias de Telefónica, en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de administración de Telefónica en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta General y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil. De dicha distribución no se beneficiarán los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- (iii) El pago de un dividendo con cargo a la reserva de prima de emisión que deberá abonarse el día 11 de noviembre de 2005. La propuesta de este dividendo fue anunciada por el Consejo de administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el importe exacto de dicho dividendo sea de 0,27 euros por acción. A diferencia de lo indicado para los dividendos anteriormente mencionados en los apartados (i) y (ii), de este dividendo se beneficiarán tanto los accionistas de Telefónica como los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, no se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

Terra, por su parte, tiene previsto abonar un dividendo de 0,60 euros por acción con cargo a la cuenta de “Reserva por Prima de Emisión de Acciones”. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de administración de Terra en su sesión de 23 de febrero de 2005. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Terra. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta General y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil. De dicha distribución se beneficiarán exclusivamente los accionistas de Terra. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- (b) Régimen fiscal.- El apartado 12 del Proyecto establece que la operación de fusión se acogerá al régimen tributario especial previsto en el Capítulo VIII del Título VII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, a cuyo efecto se comunicará la operación de fusión a la Oficina Estatal de Inspección del Ministerio de Economía y Hacienda, en los términos del artículo 96 del indicado Texto Refundido y disposiciones concordantes.
- (c) Modificaciones estatutarias.- El apartado 13 del Proyecto establece que en el contexto de la operación de fusión los Consejos de administración de Telefónica y Terra pueden someter a la aprobación de sus respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas la aprobación de modificaciones en los estatutos de Telefónica que sean pertinentes de acuerdo con el propio Proyecto o, en su caso, las que decidan de mutuo acuerdo.

Al respecto, se deja expresa constancia de que los Consejos de administración de Telefónica y Terra no han acordado someter a sus respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas la aprobación de modificación alguna en los estatutos de Telefónica en relación con la fusión. Se hace constar, sin embargo, que Telefónica tiene previsto reducir el capital social para amortizar acciones de acuerdo con el Programa TIES.

- (d) Nombramiento de experto independiente.- El apartado 14 del Proyecto establece que los administradores de Telefónica y Terra han solicitado al Registro Mercantil de Madrid la designación del mismo experto independiente para la elaboración del informe sobre el Proyecto de Fusión al que se refiere el artículo 236 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El Registro Mercantil de Madrid designó como experto independiente a KPMG Auditores, S.L., que aceptó el nombramiento en fecha 3 de marzo de 2005.

- (e) Autorizaciones administrativas.- Finalmente, el apartado 15 del Proyecto alude a las notificaciones, autorizaciones y registros a los que queda condicionada la efectividad de la fusión entre Telefónica y Terra.

No se prevé la necesidad de realizar u obtener autorizaciones o registros en España o en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas sociedades para la efectividad de la fusión, salvo por lo que se refiere al registro del formulario denominado F-4 que ha sido presentado ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América. La presentación de este formulario, así como su contenido, ha sido comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de un Hecho Relevante.

3.3. Desarrollo del procedimiento legal de fusión por absorción

A continuación se realiza una breve referencia a los principales hitos que marcan el desarrollo del proceso de fusión, haciendo especial mención a los preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas que resultan relevantes.

3.3.1. Aprobación y firma del Proyecto de Fusión

Para la realización de la fusión, el artículo 234.1 de la Ley de Sociedades Anónimas exige a los administradores de las sociedades participantes en la fusión la elaboración de un proyecto de fusión.

El Proyecto de Fusión, en el que se sientan las bases y los criterios para el desarrollo de la operación de fusión, fue aprobado y suscrito por los administradores de Telefónica y Terra en sendas sesiones celebradas el día 23 de febrero de 2005 (con las abstenciones y ausencias indicadas en el propio Proyecto de Fusión). Dos ejemplares firmados del mencionado Proyecto de Fusión han quedado depositados en los Registros Mercantiles de Madrid y Barcelona, respectivamente, con anterioridad a la convocatoria de las Juntas Generales Ordinarias de Accionistas de Telefónica y Terra, habiendo sido publicado el hecho del depósito en Madrid en el Boletín Oficial de Registro Mercantil de fecha 14 de marzo de 2005 y en Barcelona en el Boletín Oficial de Registro Mercantil de fecha 29 de marzo de 2005.

3.3.2. Informe de experto independiente sobre el Proyecto de Fusión

Asimismo, en fecha 24 de febrero de 2005 se solicitó del Registro Mercantil de Madrid por parte de Telefónica y de Terra, conjuntamente y de conformidad con lo previsto en el artículo 236.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, la designación de un único experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio a recibir por Telefónica de Terra como consecuencia de la fusión.

El Registro Mercantil de Madrid, en fecha 3 de marzo de 2005 designó como experto independiente a KPMG Auditores, S.L. que aceptó la designación en esa misma fecha. En fecha 29 de marzo de 2005, KPMG Auditores, S.L. solicitó del Registro Mercantil de Madrid una extensión del plazo para la emisión de su informe, habiendo sido concedida en fecha 30 de marzo de 2005 hasta el día 3 de mayo de 2005. Dentro del plazo señalado, el citado experto ha emitido el correspondiente informe sobre el Proyecto de Fusión en el que manifiesta la siguiente conclusión:

“De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el proyecto de fusión;
- El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es igual, por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el proyecto de fusión”.

3.3.3. Informe de administradores sobre el Proyecto de Fusión

De acuerdo con el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de Telefónica han aprobado este informe en la fecha de hoy, que justifica y explica detalladamente el Proyecto de Fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje.

Igualmente, de acuerdo con el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de Terra han aprobado en fecha 12 de abril de 2005, un informe

que recoge su respectiva justificación y explicación sobre el Proyecto de Fusión y que está dividido en dos apartados, uno relativo a los “aspectos jurídicos de la fusión” y otro relativo a los “aspectos económicos”.

3.3.4. Convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas

Los Consejos de administración de Telefónica y de Terra tienen previsto acordar el próximo día 20 de abril de 2005 la convocatoria de las respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas para su celebración, respectivamente, en Madrid y Barcelona. Se prevé que la Junta General de Telefónica se convoque para su celebración el 24 de mayo de 2005, en primera convocatoria, y el 25 de mayo de 2005 en segunda convocatoria y que la Junta General de Terra se convoque para su celebración, en primera y única convocatoria, el 31 de mayo de 2005.

Entre los puntos que integrarán el Orden del Día de las citadas Juntas Generales se encuentra la deliberación y en su caso aprobación de la fusión entre Telefónica y Terra, en los términos previstos en el Proyecto de Fusión.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 238.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, al publicar la convocatoria de las respectivas Juntas Generales se pondrán a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en los respectivos domicilios sociales de Telefónica y de Terra, los documentos relacionados en el aludido artículo 238.1 y que posteriormente se detallan.

Asimismo, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones de Telefónica y Terra pueden solicitar, desde la fecha de publicación de la convocatoria de las respectivas Juntas Generales, la entrega o el envío gratuito de dichos documentos, conforme a lo previsto en el artículo 240.2 de la citada Ley de Sociedades Anónimas.

3.3.5. Acuerdos de fusión y publicación de anuncios

El artículo 240 de la Ley de Sociedades Anónimas dispone que el acuerdo de fusión debe ser adoptado por la Junta General de cada una de las sociedades que intervengan en el proceso de fusión, ajustándose a lo previsto en el Proyecto de Fusión.

Adoptado, en su caso, el acuerdo de fusión, será publicado el correspondiente anuncio tres veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos de gran circulación en Madrid y Barcelona, respectivamente, todo ello en cumplimiento de lo exigido por el artículo 242 de la Ley de Sociedades Anónimas. Una vez publicados estos anuncios, en los que se hará constar el derecho de los accionistas y acreedores de Telefónica y Terra de obtener el texto íntegro de los acuerdos de fusión y de los balances de fusión, se abrirá el plazo de un mes para que los acreedores de las sociedades que se fusionan puedan oponerse a la fusión hasta que se les garanticen los créditos no vencidos en el

momento de la publicación, conforme al artículo 243 de la Ley de Sociedades Anónimas.

3.3.6. Otorgamiento e inscripción de la escritura de fusión

Una vez adoptados los correspondientes acuerdos de fusión, publicados los anuncios y transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o garantizado debidamente los créditos de aquéllos que sí lo hubiesen ejercitado, se procederá a otorgar la correspondiente escritura de fusión.

Con carácter previo a la inscripción de la escritura de fusión se hará constar en la escritura la anotación del Registrador Mercantil de Barcelona declarando que no existen obstáculos registrales para la inscripción de la fusión pretendida. A continuación, dicha escritura será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid y se solicitará del Registro Mercantil de Barcelona la cancelación de los asientos registrales de Terra.

3.3.7. Realización del canje

Acordada la fusión por las Juntas Generales de Accionistas de Telefónica y Terra e inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, se procederá al canje de las acciones de Telefónica por acciones de Terra en los términos establecidos en el Proyecto.

3.4. Información sobre la proyectada operación de fusión

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas, desde la publicación de la convocatoria de la Junta General correspondiente, estarán a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en el domicilio social de cada una de las sociedades participantes en la fusión, los siguientes documentos:

- (a) El Proyecto de Fusión.
- (b) El informe del experto independiente KPMG Auditores, S.L. sobre el Proyecto de Fusión.
- (c) El presente informe de los administradores de Telefónica sobre el Proyecto de Fusión y el correspondiente informe de los administradores de Terra.
- (d) Las cuentas anuales e informe de gestión de los tres últimos ejercicios de las sociedades que participan en la fusión, junto con los correspondientes informes de los auditores de cuentas.
- (e) El balance de fusión de cada una de las sociedades participantes en la fusión, acompañado del correspondiente informe de verificación emitido por los auditores de cuentas.

- (f) Los estatutos vigentes de las sociedades participantes en la fusión.
- (g) La relación de nombres, apellidos y edad, nacionalidad y domicilio de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, así como la fecha desde la que desempeñan sus cargos, y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores de Telefónica como consecuencia de la fusión.

En los términos del artículo 240.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones podrán obtener la entrega o el envío gratuito del texto íntegro de los documentos antes relacionados.

A partir de la fecha de la convocatoria estarán disponibles para su consulta en la página web de Telefónica (<http://www.telefonica.es>) y en la de Terra (<http://www.terrannetworks.es>) los documentos referidos en los párrafos precedentes.

4. ASPECTOS ECONÓMICOS DEL PROYECTO DE FUSIÓN

4.1. Balances de fusión y modificaciones

El apartado 4 del Proyecto de Fusión especifica que se considerarán como balances de fusión, a los efectos de lo previsto en el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, los cerrados por Telefónica y Terra a 31 de diciembre de 2004, que han sido verificados por los respectivos auditores de cuentas de estas sociedades y que se someterán a la aprobación de las respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas con carácter previo a la adopción del acuerdo de fusión.

Se hace constar que, en relación con la posibilidad recogida en el citado precepto legal de modificar ciertas valoraciones para recoger alteraciones que pudieran no aparecer en los asientos contables, no ha sido preciso hacer uso de dicha posibilidad con respecto a los balances de fusión de Telefónica y Terra. En consecuencia, dichos balances de fusión no recogen ninguna modificación con respecto a los respectivos balances cerrados a 31 de diciembre de 2004.

Igualmente, se hace constar que, entre la fecha del Proyecto de Fusión y la fecha de este informe no se han producido modificaciones importantes en el patrimonio de Telefónica y el de Terra.

4.2. Tipo de canje

El Proyecto de Fusión dispone en su apartado 3 que el tipo de canje establecido para la fusión es, sin compensación complementaria en dinero alguna, de dos (2) acciones de Telefónica, de un euro de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros de valor nominal cada una.

Tal y como se preveía en el Proyecto de Fusión, no se ha acordado por los administradores de Telefónica y Terra que los accionistas de Terra reciban compensación complementaria alguna en dinero.

4.3. Determinación del tipo de canje

Según se manifiesta igualmente en el apartado 3 del Proyecto de Fusión, el tipo de canje de la fusión ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios de Telefónica y Terra.

Para determinar los valores reales de los patrimonios de Telefónica y Terra y calcular el tipo de canje, se han utilizado por los administradores de Telefónica los métodos de valoración que se describen en los apartados 4.3.1 y 4.3.2 siguientes y se justifican y contrastan con otros métodos en el apartado 4.3.3 posterior. En la determinación del tipo de canje, los administradores de Telefónica también han tenido en cuenta las previsiones de abono de dividendos por ambas sociedades que se describen en el apartado 3.2.7(a) de este Informe.

Morgan Stanley & Co. Limited (en lo sucesivo, “Morgan Stanley”), como asesor financiero de Telefónica para la operación de fusión, ha expresado al Consejo de administración de esta sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica. Por su parte, Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España y Citigroup Global Markets Limited, asesores financieros de Terra para esta operación, han expresado al Consejo de administración de esta última entidad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada también es equitativa para los accionistas de Terra distintos de su accionista mayoritario, Telefónica.

4.3.1. Valor real de Telefónica

En el caso de Telefónica, la valoración se ha basado en la cotización de mercado de la Compañía. En el criterio de los administradores de Telefónica y de sus asesores financieros, este método de valoración se justifica por la elevada liquidez de la acción de Telefónica y en el hecho que las acciones a entregar por Telefónica a los accionistas de Terra como resultado de la fusión representan menos de un día de volumen de cotización en el mercado ordinario, por lo que no habría impacto negativo en el precio para aquellos accionistas que decidieran vender sus títulos en bolsa. En todo caso se hace constar que Telefónica y sus asesores financieros han utilizado distintos métodos de valoración de contraste que permiten concluir que el criterio de cotización de mercado refleja una adecuada valoración de la Compañía.

De la aplicación de este criterio resulta la atribución a Telefónica de un valor real de €66.361 millones, que es el que se ha utilizado para fijar la relación de canje. Como se ha mencionado, dicho importe ha sido calculado a partir del precio de cotización de Telefónica al cierre de la sesión bursátil del día 21 de febrero de 2005 (€14,19 por acción), descontando un total de €0,80 por acción correspondiente a los dividendos que Telefónica tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión, lo que implica un valor de €13,39 por acción. La cifra anterior -€66.361 millones- resulta de multiplicar el precio de la acción por el total de las acciones de Telefónica, 4.956 millones.

4.3.2. Valor real de Terra

Por su parte, en cuanto a Terra se refiere, los administradores de Telefónica y sus asesores financieros consideran que los distintos métodos aplicados representan diferentes enfoques de valoración y resultan complementarios. De entre estos métodos destacan los basados en (i) el descuento de flujos de caja, (ii) múltiplos de cotización de sociedades comparables, (iii) múltiplos pagados en transacciones comparables y (iv) cotizaciones de mercado. Aun cuando pueda estimarse que el método de descuento de flujos de caja recoja mejor el valor intrínseco de Terra, el acceso limitado que los asesores financieros de Telefónica han tenido al equipo de gestión de Terra, ha impedido basar las conclusiones exclusivamente en esta metodología. En todo caso, los administradores, como no podía ser de otra forma, han valorado Terra en su estado actual, sin considerar momentos históricos en que la cotización estuvo mucho más elevada. Las variaciones del valor de la compañía han obedecido a desviaciones históricas del mercado que, obviamente, no pueden tenerse en cuenta en la valoración.

El valor real de Terra utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €1.690 millones. Este valor real se ha elegido dentro de ciertos rangos para cuadrar la relación de canje de dos acciones de Telefónica por nueve acciones de Terra. Los rangos dentro de los que se ha operado han sido calculados utilizando las diferentes metodologías de valoración expresadas (un resumen de las mismas se recoge en el apartado 4.3.3 posterior) y también se ha descontado el dividendo de €0'60 que Terra tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión. De todo ello resulta un valor unitario para la acción de Terra de €2,98.

4.3.3. Metodología y procedimiento de valoración

Telefónica contrató los servicios de Morgan Stanley para recibir asesoramiento financiero en relación con la operación de fusión y con el proceso de valoración de las compañías participantes en la misma y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Como se ha indicado ya, Morgan Stanley emitió en fecha 23 de febrero de 2005 una *fairness opinion* en relación con la operación, dirigida al Consejo de administración de Telefónica, en la que concluía que, sobre la base y sujeto a lo previsto en el indicado documento, la relación de canje de la fusión y el dividendo extraordinario de 0,60 euros por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de Fusión son justos ("*fair*") desde un punto de vista financiero para Telefónica.

Con el asesoramiento de Morgan Stanley, Telefónica realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las compañías participantes en la fusión y sobre la base de los mismos, y previa negociación con Terra bajo condiciones de mercado, decidió los términos económicos de la fusión que se reflejan en el Proyecto.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Telefónica, Morgan Stanley llevó a cabo diversos análisis de valoración de las compañías en relación con la preparación de su *fairness opinion*. A continuación se resumen dichos análisis, que están basados en precios de cierre para las acciones de Telefónica y

Terra a 21 de febrero de 2005 y ajustados por los siguientes dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades:

- Telefónica:

El precio de Telefónica está ajustado por un total de €0,80 por acción por los dividendos anunciados por Telefónica (no pagaderos a los accionistas de Terra en relación a las acciones de Telefónica que recibirían en la fusión, tal y como establece el Proyecto de Fusión) que se distribuyen de la siguiente forma: (i) dividendo de €0,23 por acción a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005, a los accionistas de Telefónica; y (ii) la distribución entre los accionistas de Telefónica, de acciones propias en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión, que está previsto que se efectúe en los días sucesivos a la junta general ordinaria de accionistas (valor estimado de €0,57 por acción a precio de Telefónica de 21 de febrero de 2005).

- Terra:

El precio de Terra está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,60 aprobado por el Consejo de administración de Terra el 23 de febrero de 2005, a distribuir entre los accionistas de Terra, antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.

(i) Rango de cotización

Morgan Stanley ha revisado el rango de precios de cierre de las acciones de Telefónica y Terra para varios períodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha observado lo siguiente:

Período hasta el 21 de febrero de 2005	Telefónica	Terra
Últimos 90 Días	€12,18 - €13,76	€2,20 - €2,70
Últimos Seis Meses	€10,66 - €13,76	€2,17 - €2,70
Últimos Doce Meses	€10,40 - €13,76	€2,17 - €2,70

Morgan Stanley ha calculado que la ecuación de canje de 2 acciones de Telefónica por cada 9 acciones de Terra, tal y como recoge el Proyecto de Fusión, representa una prima del 15% sobre el precio no afectado de las acciones de Terra a fecha de 11 de febrero de 2005, y una prima del 14% sobre la media de los últimos 30 días de cotización de las acciones de Terra previos al día 21 de febrero de 2005.

(ii) Análisis de compañías comparables

Morgan Stanley ha comparado cierta información financiera de Telefónica y de Terra con proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros sobre ciertas compañías con modelos de negocio similares a los de Telefónica y Terra, respectivamente. Las compañías que han sido utilizadas para este análisis son las siguientes:

- (a) En relación a Telefónica: Belgacom, British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom, KPN, Hellenic Telecommunications (OTE), Portugal Telecom, Swisscom, Tele Danmark (TDC), Telecom Italia, TeliaSonera, Telekom Austria y Telenor; y
- (b) En relación a Terra: utilizando como referencia el precio de cierre no afectado de T-Online a 8 de octubre de 2004 (previo al anuncio por parte de Deutsche Telekom de su oferta de adquisición de las participaciones minoritarias y de la fusión subsiguiente entre Deutsche Telekom y T-Online).

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados para 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Telefónica y los beneficios estimados para 2006 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Terra. Morgan Stanley ha aplicado estos múltiplos a los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Telefónica y de 2006 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros en el caso de Telefónica, y, en el caso de Terra, proyecciones financieras del equipo de gestión de esta compañía.

Teniendo en cuenta el número de acciones de Telefónica y Terra, Morgan Stanley ha estimado el valor implícito por acción de Telefónica y Terra, respectivamente, a 21 de febrero de 2005:

Dato Financiero	Cifra del Dato Financiero	Múltiplo Aplicado en Base al Análisis de Compañías Comparables	Valor Implícito por Acción
Valor de negocio de Telefónica dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	€14.301 MM	5,6x - 6,6x	€10,89 - €13,77
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2006	€60 MM	12,6x	€2,67

Ninguna de las compañías utilizadas en el análisis de compañías comparables es idéntica a Telefónica o a Terra. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Telefónica o de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Telefónica o de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Telefónica y Terra o la industria o los mercados financieros en general. El análisis matemático (como por ejemplo el cálculo de la media o la mediana) no es en sí mismo un método representativo a la hora de utilizar información de compañías comparables.

(iii) Método de descuento de flujos de caja

Morgan Stanley ha calculado un rango de valoración por acción tanto para Telefónica como para Terra basándose en el método de descuento de flujos de caja. En relación a Telefónica, Morgan Stanley se ha basado en proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros para los años 2005 a 2010 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2011 a 2014. Para determinar el rango de valoración por acción de Telefónica, Morgan Stanley ha calculado el valor residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 1,0% y 1,5%. Los flujos de caja libre desapalancados de los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas de coste de capital medio ponderado de entre 8,0% y 9,0%. En relación a Terra, Morgan Stanley se ha basado en las proyecciones financieras de Terra facilitadas por el equipo de gestión de Telefónica (que a su vez las recibió de Terra), para los años 2005 a 2008 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2009 a 2014. Respecto a dichas proyecciones financieras así como a otra información y datos sobre Terra, incluyendo información sobre la situación fiscal de Terra, Morgan Stanley ha sido informado por el equipo de gestión de Telefónica de que dichas proyecciones financieras y otra información y datos sobre Terra, han sido preparados con base en las mejores estimaciones y juicio por parte del equipo de gestión de Telefónica acerca de la evolución financiera y de la situación fiscal de Terra. Para determinar el valor por acción de Terra, Morgan Stanley ha calculado el valor residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 3,0% y 4,0%. Los flujos de caja libre desapalancados para los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas de coste de capital medio ponderado de entre 11,5% y 12,5%. Los flujos de caja libre desapalancados incluyen los beneficios para Telefónica resultantes del negocio o de la situación fiscal u otros ahorros de Terra, así como los pagos a recibir por Terra provenientes del acuerdo de alianza estratégica firmada con Telefónica.

La siguiente tabla resume los resultados del análisis realizado por Morgan Stanley:

Hipótesis Principales	Valor de Mercado Implícito (€MM)	Valor de Mercado Implícito por Acción
Telefónica: tasa de crecimiento a perpetuidad (1,0% - 1,5%); tasa de descuento (8,0% - 9,0%)	€69.928 - €88.215	€14,11 - €17,80
Terra: tasa de crecimiento a perpetuidad (3,0% - 4,0%); tasa de descuento (11,5% - 12,5%)	€1.448 - €1.522	€2,55 - €2,68

(iv) Precios objetivo de informes de analistas financieros

Morgan Stanley ha revisado y analizado los precios objetivo de cotización publicados por analistas financieros para las acciones de Telefónica y Terra. Dichos precios objetivo reflejan las estimaciones de cotización futura de las acciones de Telefónica y Terra. El rango de precios objetivo para Telefónica y Terra se sitúa entre €13,70 y €15,70 y entre €2,30 y €2,65, respectivamente.

Los precios objetivo publicados por analistas financieros no reflejan necesariamente los precios actuales de cotización de las acciones de Telefónica y Terra. Dichas estimaciones están sujetas a incertidumbres, incluyendo la evolución financiera de Telefónica y Terra así como a las condiciones de mercado futuras.

(v) Análisis de operaciones anteriores

Morgan Stanley ha analizado la oferta pública de adquisición por parte de Deutsche Telekom sobre el 26% de T-Online que aún no poseía, y la subsiguiente fusión entre Deutsche Telekom y T-Online, anunciada el 9 de octubre de 2004.

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados de 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización y ha aplicado este múltiplo a los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras del equipo de gestión de Terra. Basado en el número de acciones, Morgan Stanley ha estimado que el valor implícito por acción de Terra a 21 de febrero de 2005 sería:

Dato Financiero	Cifra del Dato Financiero	Múltiplo Aplicado en Base al Análisis de Operaciones Precedentes	Valor Implícito por Acción
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	€52 MM	17,7x	€2,96

Ninguna de las compañías u operaciones utilizadas como parte del análisis de operaciones anteriores es idéntica a Terra o a la fusión. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Terra o la industria o los mercados financieros en general, que pudieran afectar a la cotización o valor del negocio de las operaciones con las que se está comparando la fusión en cuestión.

(vi) Análisis de la ecuación de canje

Morgan Stanley ha analizado el ratio de los precios de cierre de las acciones de Terra dividido por los correspondientes precios de cierre de las acciones de Telefónica en varios periodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha examinado las primas que derivan de la comparación de la ecuación de canje anunciada de 0,2222, tal y como se recoge en el Proyecto de Fusión, sobre las referencias indicadas en la siguiente tabla, observando lo siguiente:

	Telefónica (€/acción)	Terra (€/acción)	Ecuación de Canje Implícita	Prima Implícita⁽¹⁾
Media Últimos 90 Días	€12,18 - €13,76	€2,20 - €2,70	0,181 - 0,196	23% - 13%
Media Últimos Seis Meses	€10,66 - €13,76	€2,17 - €2,70	0,196 - 0,204	9% - 13%
Media Últimos Doce Meses	€10,40 - €13,76	€2,17 - €2,70	0,196 - 0,209	6% - 13%

(1) Prima implícita definida como ecuación de canje anunciada de 0,2222 dividida por la ecuación de canje resultante para cada media de cotización

(vii) Comparación con los criterios previstos para ofertas de exclusión de cotización

Los administradores de Telefónica, y Morgan Stanley, han determinado que el valor de Terra que ha servido para calcular la relación de canje cumple los requisitos establecidos en el apartado 3 del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991 para la determinación del precio de la oferta de exclusión de cotización. Los importes a los que conducen, ajustados por el dividendo de €0,60 por acción que tiene previsto satisfacer Terra a sus accionistas antes de la inscripción de la fusión, son los siguientes:

- (a) Valor en libros: €2,28 por acción.
- (b) Media cotización últimos 6 meses (anterior a 21/02/05): €2,31 por acción.
- (c) Precio OPA en los últimos doce meses: aunque no sería aplicable, por no haberse formulado ninguna oferta en el último año, resulta oportuno indicar que la lanzada por Telefónica en mayo de 2003 se hizo a un precio de €2,65 por acción (descontados del precio ofrecido de €5,25 el dividendo extraordinario de €2 repartido en 2004 y el dividendo extraordinario de €0,60 pendiente de reparto antes de la realización de la fusión).
- (d) Valor liquidativo: Aunque no se han hecho los cálculos exactos, los administradores de Telefónica y sus asesores financieros entienden que el valor liquidativo no sería nunca superior al valor en libros mencionado (€2,28 por acción).

De todo ello se deduce que la valoración de Terra tomada en consideración para formular la relación de canje (€2,98) es considerablemente superior al más alto de los criterios indicados.

(viii) Referencia al crédito fiscal derivado de la venta de Lycos Inc. en el ejercicio 2004

Tal y como se hace constar en la memoria de Terra correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2004, Terra ha reconocido un crédito fiscal por importe de €272 millones que resulta de multiplicar el tipo impositivo aplicable por la diferencia entre el precio de venta de las acciones de Lycos Inc. y el valor por el que se contabilizó la ampliación de capital mediante la que se adquirió esta sociedad, minorado por las correcciones que ya fueron fiscalmente deducibles con anterioridad a la venta.

En dicha memoria se hace constar también que se está evaluando la posibilidad de acreditar una mayor base imponible negativa en el ejercicio 2004 por importe máximo de hasta 7.418 millones de euros, como consecuencia de aplicar como valor de adquisición fiscal el que resultaría de tomar el valor de mercado de las

acciones de Lycos recibidas, en lugar del valor contable por el que fueron registradas por haberse acogido a lo dispuesto en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas. No obstante lo anterior, dada la posición contraria que la Administración Tributaria ha manifestado en respuestas a consultas tributarias sobre casos similares y las incertidumbres existentes sobre la decisión final que pueda adoptarse, a la fecha de formulación de las cuentas anuales no se consideró efecto contable alguno sobre las mismas, lo cual no quiere decir que no se haya tenido en cuenta a efectos de la valoración. A pesar de que las dificultades jurídicas señaladas ponen en cuestión la efectividad de dichos créditos y que, en el mejor de los casos, y en la situación actual, el tiempo probable de recuperación de los mismos será largo, se les ha atribuido un valor aproximado de €230 millones, lo que equivale a €0,40 por acción de Terra.

4.4. Valor neto contable del patrimonio de Terra que recibirá Telefónica

De acuerdo con las cuentas anuales individuales de Terra cerradas a 31 de diciembre de 2004, el valor de los fondos propios de Terra que será recibido por Telefónica ascendía en dicha fecha a la cantidad de 1.633.964 miles de euros.

4.5. Numero total de acciones de Telefónica necesarias para atender el canje

Atendiendo al tipo de canje establecido en el Proyecto de Fusión, considerando la prohibición de participar en el canje prevista en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y asumiendo, como está previsto:

- (a) que el capital social de Terra, representado actualmente por 574.941.513 acciones de 2 euros de valor nominal cada una de ellas, no se modificará hasta la inscripción registral de la fusión;
- (b) que Telefónica no modificará la participación que a la fecha del Proyecto ostentaba en Terra (436.205.419 acciones, representativas del 75,87% del capital social), salvo por la adquisición en Bolsa de 7 acciones adicionales de Terra de tal forma que, habida cuenta de la indivisibilidad de la acción y de la imposibilidad de emitir o entregar fracciones de acción, el número de acciones de Terra que hayan de acudir al canje sea múltiplo de la relación de canje, a efectos de la adecuada realización del mismo (pasando Telefónica a ser titular de 436.205.426 acciones de Terra); y
- (c) que en la fecha de realización del canje Terra no contará con más autocartera que los 7.000.000 de acciones propias mencionados en el apartado 5 del Proyecto de Fusión, y que dicha autocartera no se modificará hasta la inscripción registral de la fusión:

el número máximo de acciones de Terra que acudirían al canje sería de 131.736.087, por lo que el número máximo de acciones de Telefónica a entregar a los accionistas de Terra en canje ascendería a la cantidad de 29.274.686.

Como ya se ha señalado en el apartado 3.2.4 anterior, Telefónica dispone de un número suficiente de acciones propias en autocartera para atender el canje de la fusión exclusivamente con acciones viejas. El Consejo de administración de Telefónica prevé por ello realizar el canje íntegramente con acciones viejas de Telefónica lo cual simplifica el procedimiento.

4.6. Informe de los administradores de Terra

El informe emitido por los administradores de Terra sobre el Proyecto de Fusión en fechas recientes recoge, en sus apartados 2.4 y 2.5, una descripción pormenorizada de los criterios utilizados por sus asesores financieros (Citigroup Global Markets Limited y Lehman Brothers Europe Limited) para la valoración de Terra y Telefónica y para asistir a Terra en la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. El propio informe de los administradores de Terra concluye expresando que el tipo de canje se considera equitativo para los accionistas de Terra distintos de Telefónica.

Terra contrató los servicios de Citigroup Global Markets Limited y de Lehman Brothers Europe Limited como asesores financieros en relación con la fusión y con el proceso de valoración de Terra y Telefónica así como la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Como se ha indicado ya, ambas entidades emitieron con fecha 23 de febrero de 2005 sendas *fairness opinion* en relación con la operación de fusión dirigidas al Consejo de administración de Terra, en las que, sobre la base y sujeto a lo previsto en los indicados documentos, la relación de canje de la fusión y el dividendo extraordinario de 0,60 euros por acción (inicialmente no contemplado en la propuesta de fusión de Telefónica) que esta previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de fusión son justos (*fair*) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Terra distintos de Telefónica. El informe de los administradores de Terra sobre el Proyecto de Fusión (que como se ha indicado ya, estará disponible para su consulta en la página web de Telefónica y en la de Terra a partir de la fecha de convocatoria de las respectivas Juntas Generales Ordinarias de Accionistas) recoge un resumen de los diversos análisis de valoración de las compañías realizados por Citigroup Global Markets Limited y de Lehman Brothers Europe Limited en relación con la preparación de su *fairness opinion*.

5. CONCLUSIÓN

Por todo lo anterior, los administradores de Telefónica expresan su convencimiento de:

- (a) que el Proyecto de Fusión objeto de este Informe resulta altamente conveniente para ambas entidades y sus accionistas, puesto que la fusión permitirá integrar los negocios de Telefonía y de Internet y afrontar así con garantías de éxito los desafíos que plantean el desarrollo de la industria, el cambio tecnológico y las nuevas necesidades de la clientela; y
- (b) que la relación de canje propuesta en el Proyecto está justificada y resulta equitativa para los accionistas de ambas entidades, como confirman los informes de los asesores financieros y del experto independiente designado por el Registro Mercantil.

* * * * *

Este informe ha sido elaborado y aprobado en Madrid el 13 de abril de 2005 por los administradores de Telefónica, quienes lo suscriben a continuación. Se hace constar que los Sres. Consejeros D. Antonio Viana-Baptista y D. Enrique Used Aznar se han abstenido de participar en la redacción y suscripción de este Informe por haber entendido que estaban afectados por un potencial conflicto de interés. Por esta razón no consta su firma en el presente documento. Asimismo se hace constar que no figura la firma del Sr. Consejero D. José Fonollosa García por haber delegado su representación para esta sesión en el Sr. Consejero D. Jesús María Cadenato Matía.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE TELEFÓNICA

/f/ César Alierta Izuel

D. César Alierta Izuel

/f/ Isidro Fainé Casas

D. Isidro Fainé Casas

/f/ Fernando de Almansa Moreno-Barreda

D. Fernando de Almansa Moreno-Barreda

/f/ Jesús María Cadenato Matía

D. Jesús María Cadenato Matía

/f/ Maximino Carpio García

D. Maximino Carpio García

/f/ Carlos Colomer Casellas

D. Carlos Colomer Casellas

/f/ Alfonso Ferrari Herreo

D. Alfonso Ferrari Herreo

/f/ Gonzalo Hinojosa Fernández de Angulo

D. Gonzalo Hinojosa Fernández de Angulo

/f/ Miguel Horta e Costa

D. Miguel Horta e Costa

/f/ D. Luis Lada Díaz

D. Luis Lada Díaz

/f/ Antonio Massanell Lavilla

D. Antonio Massanell Lavilla

/f/ Mario E. Vázquez

D. Mario E. Vázquez

/f/ Antonio Alonso Ureba

D. Antonio Alonso Ureba

/f/ Pablo Isla Álvarez de Tejera

D. Pablo Isla Álvarez de Tejera

/f/ Gregorio Villalabeitia Galárraga

D. Gregorio Villalabeitia Galárraga

/f/ J. Antonio Fernández Rivero

D. J. Antonio Fernández Rivero

/f/ Jesús María Cadenato Matía

D. José Fonollosa García

**INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE
TERRA NETWORKS, S.A. SOBRE EL PROYECTO
DE FUSION POR ABSORCION DE TERRA
NETWORKS, S.A. POR TELEFÓNICA, S.A.**

Madrid, 12 de abril de 2005

ÍNDICE

1.	ASPECTOS JURIDICOS DE LA FUSIÓN	1
1.1	Características generales	1
1.2	Normativa aplicable	1
1.3	Elección de Telefónica como Sociedad absorbente	2
1.4	Procedimiento legal de fusión	2
	<i>1.4.1 Proyecto de fusión y ecuación de canje</i>	2
	<i>1.4.2 Depósito del Proyecto de fusión</i>	2
	<i>1.4.3 Informe de experto independiente</i>	2
	<i>1.4.4 Informe de los administradores</i>	3
	<i>1.4.5 Convocatoria de las Juntas generales de accionistas que deliberen y, en su caso, aprueben la fusión</i>	3
	<i>1.4.6 Publicación de los acuerdos de fusión y plazo de oposición de acreedores</i>	5
	<i>1.4.7 Escritura de fusión</i>	5
	<i>1.4.8 Realización del canje</i>	5
1.5	Procedimiento de canje de las acciones	5
1.6	Planes de opciones sobre acciones de Terra	9
1.7	Modificaciones estatutarias en la Sociedad absorbente	9
1.8	Aspectos administrativos	9
1.9	Régimen fiscal aplicable	10
2.	ASPECTOS ECONÓMICOS	10
2.1	Justificación estratégica de la fusión	10
2.2	Balance de fusión	13
2.3	Tipo de canje	13
2.4	Valor real de los patrimonios de Terra y Telefónica	14
	<i>2.4.1 Valor real del patrimonio de Telefónica</i>	14
	<i>2.4.2 Valor real del patrimonio de Terra</i>	15
2.5	Criterios de valoración	15
	<i>2.5.1 Citigroup</i>	16

2.5.2	<i>Lehman Brothers</i>	21
2.5.3	<i>Referencia al crédito fiscal derivado de la venta de Lycos Inc. en el ejercicio 2004</i>	25
2.6	Comparación con los criterios previstos para ofertas de exclusión de cotización	26
2.7	Conclusiones	27

El presente Informe ha sido elaborado por los Administradores de Terra Networks, S.A. en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 237 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (en adelante, la “**Ley de Sociedades Anónimas**”), al objeto de explicar y justificar de forma detallada, a los efectos requeridos por la legislación vigente, el Proyecto de fusión (en adelante, el “**Proyecto**” o el “**Proyecto de fusión**”) de las sociedades Terra Networks, S.A. (Sociedad absorbida, en adelante, “**Terra**”) y Telefónica, S.A. (Sociedad absorbente, en adelante, “**Telefónica**”), que ha quedado depositado en los Registros Mercantiles de Madrid y Barcelona con fechas 2 y 3 de marzo de 2005, respectivamente.

1. ASPECTOS JURIDICOS DE LA FUSIÓN

1.1 Características generales

En concordancia con lo establecido en el mencionado Proyecto, cuyos términos se dan aquí por reproducidos en todo lo necesario, la fusión proyectada consistirá en la absorción de Terra por parte de Telefónica con extinción, mediante la disolución sin liquidación de aquélla, y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la Sociedad absorbente, que adquiere, por sucesión universal, los derechos y obligaciones de la Sociedad absorbida.

Dicha transmisión universal implica la adquisición en un solo acto del total de los elementos del activo y del pasivo integrantes del patrimonio de la Sociedad absorbida: se transmiten por tanto todos los bienes, derechos y obligaciones y, en general, todas las relaciones jurídicas de la Sociedad absorbida que se mantienen vigentes aunque cambia su titular, salvo para aquellos supuestos en los que por voluntad de las partes o por disposición legal, el cambio de titular de la relación jurídica concreta lleve aparejada la resolución de esta última.

Simultáneamente, la fusión implica que los socios de la Sociedad absorbida se incorporan a la Sociedad absorbente, mediante la atribución a los mismos de las acciones representativas de parte del capital de la Sociedad absorbente, en proporción a su respectiva participación en el capital de la Sociedad absorbida.

1.2 Normativa aplicable

La regulación mercantil básica de las operaciones de fusión se contiene en los artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas y en los artículos 226 a 234 del Reglamento del Registro Mercantil.

1.3 Elección de Telefónica como Sociedad absorbente

La elección de Telefónica como Sociedad absorbente responde a su mayor dimensión y capitalización bursátil, su mayor presencia en el mercado de las telecomunicaciones y el hecho de que Telefónica mantiene en Terra una participación accionarial del 75,87% de su capital social.

1.4 Procedimiento legal de fusión

1.4.1 Proyecto de fusión y ecuación de canje

Para la realización de la fusión, la Ley de Sociedades Anónimas exige a los Administradores de las sociedades participantes la elaboración de un proyecto de fusión.

A estos efectos, con fecha 23 de febrero de 2005, todos los Administradores de Terra y Telefónica (con las salvedades que se hace constar en el propio documento) aprobaron y suscribieron el Proyecto de fusión.

El Proyecto de fusión prevé una ecuación de canje, sin compensación complementaria en dinero alguna, de dos (2) acciones de Telefónica, de un euro (€1) de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros (€2) de valor nominal cada una.

1.4.2 Depósito del Proyecto de fusión

Conforme a lo previsto en el artículo 226 del Reglamento del Registro Mercantil, un ejemplar de dicho Proyecto ha quedado depositado en los Registros Mercantiles de Madrid y Barcelona con fechas 2 y 3 de marzo de 2005 respectivamente.

El hecho del depósito del Proyecto de fusión en el Registro Mercantil de Madrid ha sido publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de fecha 14 de marzo de 2005 y en el de Barcelona en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de fecha 29 de marzo de 2005.

1.4.3 Informe de experto independiente

Asimismo, por aplicación de lo dispuesto en el artículo 236 de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de cada una de las sociedades que se fusionan solicitaron, con fecha 24 de febrero de 2005, la designación por el Registrador Mercantil de Madrid, como Registrador correspondiente al domicilio de la sociedad absorbente, la designación de

un único y común experto independiente que informase sobre el Proyecto de fusión.

Con fecha 3 de marzo de 2005, el Registrador Mercantil de Madrid designó a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente para la emisión de un único informe sobre el Proyecto de fusión y el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue.

Dentro del plazo legalmente establecido, el mencionado experto independiente ha emitido su informe, con la siguiente conclusión:

“De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- *Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el proyecto de fusión;*
- *El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es igual, por lo menos, al importe máximo del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el proyecto de fusión”.*

1.4.4 Informe de los administradores

Por otra parte, los Administradores de Terra han aprobado y suscrito con fecha de hoy el presente Informe explicando y justificando detalladamente el Proyecto de fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje, todo ello en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas

1.4.5 Convocatoria de las Juntas generales de accionistas que deliberen y, en su caso, aprueben la fusión

Una vez cumplidos lo anteriores requisitos, los órganos de administración de ambas sociedades acordarán la convocatoria de sus respectivas Juntas generales de accionistas a efectos de deliberar y, en su caso, aprobar la fusión proyectada. Se prevé que la Junta general de Terra se convoque para su celebración el día 31 de mayo de 2005, en primera y única convocatoria, y que la Junta general de Telefónica se convoque para su celebración el 24 de mayo 2005, en primera convocatoria, y el 25 de mayo de 2005, en segunda convocatoria.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas, al publicar la convocatoria de la Junta se pondrá a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en el domicilio social, los siguientes documentos:

- (a) Proyecto de fusión.
- (b) Informe del experto independiente sobre el Proyecto de fusión.
- (c) Informe de los Administradores de Terra y de Telefónica sobre el Proyecto de fusión.
- (d) Cuentas anuales e informe de gestión de los tres últimos ejercicios de Terra y de Telefónica, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.
- (e) El Balance de fusión de Terra y de Telefónica, que corresponde con el último balance anual de cada sociedad, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.
- (f) Estatutos vigentes de Terra y de Telefónica.
- (g) Relación de nombres, apellidos y edad, si fueran personas físicas, o denominación o razón social, si fueran personas jurídicas, y, en ambos casos, la nacionalidad y domicilio de los Administradores de Terra y de Telefónica, así como la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes van a ser propuestos como Administradores como consecuencia de la fusión.

Asimismo, conforme a lo previsto en el artículo 240.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones podrán solicitar, desde la fecha de publicación de la convocatoria de las respectivas Juntas Generales, la entrega o el envío gratuito de los documentos arriba relacionados.

Todos los documentos citados anteriormente serán accesibles, a partir de la fecha de la convocatoria, por vía telemática, en la página “web” de Terra (www.terranetworks.com).

1.4.6 Publicación de los acuerdos de fusión y plazo de oposición de acreedores

Conforme a lo previsto en el artículo 242 de la Ley de Sociedades Anónimas, el acuerdo de fusión será publicado por tres veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y una vez en dos periódicos de gran circulación en Madrid y Barcelona, respectivamente.

Una vez publicados estos anuncios, en los que se hará constar el derecho de los accionistas y acreedores de Telefónica y Terra a obtener el texto íntegro de los acuerdos de fusión y de los balances de fusión, se abrirá el plazo de un mes para que los acreedores de las sociedades que se fusionan puedan oponerse a la fusión hasta que se les garanticen los créditos no vencidos en el momento de la publicación, conforme al artículo 243 de la Ley de Sociedades Anónimas.

1.4.7 Escritura de fusión

Una vez adoptados los correspondientes acuerdos de fusión, publicados los anuncios y transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o garantizado debidamente los créditos de aquéllos que sí lo hubiesen ejercitado, se procederá a otorgar la correspondiente escritura de fusión.

Con carácter previo a la inscripción de la escritura de fusión se hará constar en la escritura la anotación del Registrador Mercantil de Barcelona declarando que no existen obstáculos registrales para la inscripción de la fusión pretendida. A continuación, dicha escritura será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid y se solicitará del Registro Mercantil de Barcelona la cancelación de los asientos registrales de Terra.

1.4.8 Realización del canje

Una vez inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid se procederá al canje de las acciones de Terra por acciones de Telefónica en los términos establecidos en el Proyecto de fusión, que se describen en el apartado siguiente.

1.5 Procedimiento de canje de las acciones

El procedimiento de canje de las acciones de Terra por acciones de Telefónica se describe en el apartado 5 del Proyecto de fusión.

El apartado 6 del Proyecto de fusión prevé que, de ser necesario, Telefónica podría ampliar su capital social en la cantidad necesaria y emitir el número preciso de acciones para atender el canje de las acciones de Terra, de acuerdo con la relación de canje establecida en el Proyecto y con aplicación de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas. El citado apartado prevé, asimismo, que el aumento de capital podría minorarse mediante la entrega a los accionistas de Terra de acciones viejas en autocartera de Telefónica.

Al amparo de lo previsto en el Proyecto de fusión, está previsto que para atender al canje derivado de la fusión, Telefónica utilice únicamente acciones propias en autocartera, por lo que no será necesario que Telefónica emita acciones nuevas para ese fin.

Considerando lo previsto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas (las acciones de Terra en autocartera o en poder de Telefónica no serán canjeadas por acciones de Telefónica), atendiendo a la ecuación de canje incluida en el Proyecto de Fusión (2 acciones de Telefónica por cada 9 acciones de Terra) y considerando que:

- (i) el capital social de Terra, representado actualmente por 574.941.513 acciones de 2 euros de valor nominal cada una de ellas, no va a ser modificado hasta la inscripción registral de la fusión;
- (ii) Telefónica es titular actualmente de 436.205.419 acciones de Terra, representativas del 75,87% de su capital social), y dicha participación no se va a modificar, salvo por la adquisición en Bolsa de 7 acciones de Terra, de tal forma que el número de acciones de Terra que queden en el mercado sea múltiplo de la relación de canje, a efectos de la adecuada realización del mismo; y
- (iii) Terra no cuenta con más autocartera que los 7.000.000 de acciones propias mencionados en el apartado 5 del Proyecto de fusión y que dicha autocartera no se va a modificar hasta la inscripción registral de la fusión;

el número máximo de acciones de Terra que acudirían al canje sería de 131.736.087 lo que exigirá que por parte de Telefónica se entreguen hasta un máximo de 29.274.686 acciones propias, las cuales serán inmovilizadas a partir de la fecha de adopción del acuerdo de fusión.

Por tanto, acordada la fusión por las Juntas Generales Ordinarias de Accionistas de Telefónica y Terra e inscrita aquella en el Registro Mercantil, Telefónica atenderá el canje mediante la entrega a los accionistas de Terra de acciones propias que Telefónica tiene en autocartera según la relación de canje anteriormente descrita. Dicho canje tendrá lugar, como se ha referido, una vez se inscriba la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid y se realizará por la entidad financiera y durante el período que se indique en los anuncios a

publicar en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos de los diarios de mayor circulación en Madrid y Barcelona.

El canje de las acciones de Terra por las acciones de Telefónica se efectuará a través de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) que sean depositarias de las mismas.

De acuerdo con lo dispuesto en el párrafo (d) del apartado 5 del Proyecto de fusión, los accionistas de Terra que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de Terra fijado como tipo de canje podrán adquirir o transmitir acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje. Las decisiones oportunas a estos efectos, bien de compra o bien de venta en el mercado de acciones de Terra, al objeto de alcanzar un número de acciones de Terra que sea múltiplo de nueve deberán ser tomadas por cada accionista individualmente.

Sin perjuicio de lo anterior y al amparo de lo previsto en el citado apartado 5 del Proyecto, los Consejos de Administración de Terra y Telefónica, después de las oportunas conversaciones, han considerado conveniente someter a sus respectivas Juntas generales de Accionistas la aprobación de un mecanismo orientado a facilitar la realización del canje a aquellos accionistas de Terra que sean titulares de un número de acciones que no sea múltiplo de nueve (9). Los términos y condiciones fundamentales de ese mecanismo son los siguientes:

- (i) Habida cuenta de que la relación de canje de la fusión equivale, en términos unitarios, a la entrega de una acción de Telefónica, S.A. por cada 4,5 acciones de Terra Networks, S.A., al término de la última sesión bursátil de Terra Networks, S.A., cada accionista de Terra Networks, S.A. que, por aplicación de la mencionada relación unitaria de canje de una acción de Telefónica, S.A. por cada 4,5 acciones de Terra Networks, S.A., tenga derecho a percibir un número entero de acciones de Telefónica, S.A. y le sobren fracciones o picos de acciones Terra Networks, S.A. inferiores a 4,5, podrá transmitir dichas fracciones o picos al adquirente de picos que a tal efecto designen Telefónica, S.A. y Terra Networks, S.A., todo ello en el bien entendido de que para el cálculo del pico correspondiente a cada posición de accionista se computarán la totalidad de las acciones de Terra que formen esa posición.

Igualmente, el accionista de Terra Networks, S.A. que sea titular de un número de acciones de Terra Networks, S.A. inferior a 4,5 podrá transmitir dichas acciones al adquirente de picos.

Se entenderá que cada accionista de Terra Networks, S.A. se acoge al sistema de adquisición de picos aquí previsto, sin que sea necesario que remita instrucciones a la entidad participante en IBERCLEAR

correspondiente, la cual le informará del resultado de la operación una vez concluida ésta.

- (ii) Atendiendo a la ecuación de canje acordada, se deja constancia de que, con independencia del número de acciones que conforme cada posición de accionista, los únicos supuestos de adquisición de picos que pueden producirse son los siguientes:

Número de acciones de Terra	Acciones de Telefónica que corresponden en virtud del canje	Pico de acciones de Terra sujeto al régimen de adquisición de picos
1	0	1
2	0	2
3	0	3
4	0	4
5	1	0'5
6	1	1'5
7	1	2'5
8	1	3'5
9	2	0

Por consiguiente, en toda posición de accionista, en caso de que exista pico, éste oscilará entre un mínimo de 0,5 acciones de Terra y un máximo de 4 acciones de Terra.

- (iii) El precio de adquisición de los picos se determinará en función de la media aritmética de los cambios medios ponderados de las acciones de Terra Networks, S.A. en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de Terra.

Si el pico en cuestión consiste en una acción de Terra Networks, S.A., su precio de compra será la media aritmética de los cambios medios ponderados de las acciones de Terra Networks, S.A. en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de Terra Networks, S.A.; análogamente, si el pico en cuestión es distinto de una acción, su precio de adquisición se calculará sobre la base del mismo criterio aquí acordado pero en la proporción correspondiente al concreto importe del pico.

- (iv) La entidad que resulte designada como adquirente de picos, actuando en nombre y por cuenta propia, adquirirá los picos o fracciones de acción que sobren en las posiciones que existan al término de la última sesión bursátil de Terra Networks, S.A.. Las acciones o cuotas de acciones de Terra Networks, S.A. adquiridas por la entidad adquirente de picos serán canjeadas por las acciones de Telefónica, S.A. que corresponda según el tipo de canje propuesto.

1.6 Planes de opciones sobre acciones de Terra

Conforme a lo previsto en el Proyecto de fusión, Telefónica sucederá a Terra como entidad obligada en virtud de los planes de opciones sobre acciones de Terra. Dichos planes son: (i) plan de opciones sobre acciones de Terra aprobado por la Junta general de accionistas de Terra el 1 de octubre de 1999, tal y como ha sido modificado por acuerdos de las Juntas generales de accionistas de 8 de junio de 2000 y de 7 de junio de 2001 y desarrollado por el Consejo de Administración de Terra, y (ii) planes de opciones sobre acciones resultantes de la asunción por Terra de los planes de opciones sobre acciones de Lycos Inc. aprobados por la Junta general de accionistas de Terra el 8 de junio de 2000 y modificados por la Junta General de accionistas del 7 de junio de 2001 y desarrollados por el Consejo de Administración.

De esta forma, desde la inscripción registral de la fusión, Telefónica sucederá a Terra como entidad obligada en virtud de dichos planes. Los derechos de opción sobre acciones de Terra quedarán automáticamente convertidos en derechos de opción sobre acciones de Telefónica, en los términos resultantes de la relación de canje establecida en el Proyecto de fusión. Todas las menciones a Terra o, en su caso, a Lycos Inc. o a Lycos Virginia, en los referidos planes de opciones se entenderán realizadas a Telefónica a partir de la fecha de inscripción de la fusión.

Con objeto de no perjudicar los intereses de los beneficiarios de dichos planes, Telefónica establecerá, en caso necesario, mecanismos que aseguren la debida atención de los compromisos adquiridos por Terra en relación con los indicados planes de opciones sobre acciones.

1.7 Modificaciones estatutarias en la Sociedad absorbente

En la Sociedad absorbente no se realizarán modificaciones estatutarias como consecuencia de la fusión.

Se hace constar, sin embargo, que Telefónica tiene previsto reducir el capital social para amortizar acciones propias en autocartera de acuerdo con el Programa TIES.

1.8 Aspectos administrativos

Finalmente, el apartado 15 del Proyecto de fusión señala que la efectividad de la fusión proyectada queda sujeta a la realización de las notificaciones y a la obtención de las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas compañías.

No se prevé la necesidad de realizar u obtener autorizaciones o registros en España o en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas sociedades

para la efectividad de la fusión, salvo por lo que se refiere al registro del formulario denominado F-4 que ha sido presentado por Telefónica ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América. La presentación de este formulario, así como su contenido, ha sido comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de un Hecho Relevante.

1.9 Régimen fiscal aplicable

Concurren en este supuesto los condicionantes exigidos en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, para que la fusión proyectada pueda acogerse al régimen fiscal especial establecido en el capítulo VIII del Título VII y disposición adicional segunda del mencionado Texto Refundido.

En este sentido, conforme a lo previsto en el Proyecto de fusión, se propondrá a la Junta General de Accionistas de la Sociedad la adopción del acuerdo de someter la fusión al régimen fiscal especial señalado.

2. ASPECTOS ECONÓMICOS

2.1 Justificación estratégica de la fusión

Tal y como se expone en el Proyecto de fusión, la justificación estratégica de la operación parte de la base de que Terra, al igual que muchas otras compañías de Internet, se desarrolló en el contexto de un modelo estratégico basado en la separación entre el negocio de telecomunicaciones y el negocio de provisión de servicios de Internet (ISP). Sin perjuicio de otras circunstancias anteriores, ha sido en los últimos tiempos -y, específicamente, durante los últimos doce meses- cuando verdaderamente se ha puesto en evidencia, de manera neta y clara, la crisis irreversible del modelo tradicional del proveedor de servicios de Internet puro y la paralela afirmación en el mercado de las telecomunicaciones de un nuevo modelo basado en la integración operativa de los negocios de Telefonía y de Internet.

La raíz de todo ello ha de buscarse en la emergencia, desarrollo y eclosión de la tecnología de banda ancha aplicada al acceso a Internet, que ha terminado borrando -especialmente en este último año en que se ha acelerado exponencialmente su penetración y crecimiento- la línea de separación tradicional entre los mencionados negocios.

- La irrupción de la tecnología de banda ancha ha propiciado, en efecto, una nueva dinámica del mercado de oferta con la que sólo es posible sintonizar a partir de la plena imbricación entre las funciones de red y la prestación de servicios o, si se prefiere, de la gestión integrada de las capas de conectividad,

acceso y servicios. En este escenario, los proveedores de acceso a Internet necesitan convertirse en operadores de comunicaciones para poder competir en el mercado. Y, para ello, o bien invierten en infraestructura de red (lo que puede comprometer su viabilidad dado el tiempo de maduración de la inversión y el elevado capital que se necesita para afrontarla) o bien se integran plenamente con operadores de red, que cuentan ya con la infraestructura y las capacidades técnicas y humanas precisas.

- Por otra parte, en el lado de la demanda, el cliente ya no se conforma sólo con el acceso a Internet. De forma creciente, las preferencias de los usuarios se orientan a ofertas integradas (voz, imagen, acceso a Internet, etc.) para las que es necesario tener la posición de operadores capaces de ofrecer todos los servicios que el mercado exige y competir así con otros agentes que están en disposición de proporcionar todos estos servicios al cliente final.
- Adicionalmente, la evolución tecnológica de los servicios -el rápido crecimiento de las velocidades de conexión, la complejidad técnica necesaria para suministrar contenidos audiovisuales de calidad, la interoperabilidad reclamada entre los diferentes elementos de la oferta (correo, mensajes, buzones de voz, consumo de contenidos, etc...)- exige capacidades, escala y recursos cada vez más elevados para poder seguir compitiendo en un mercado creciente en tamaño, pero cada vez más cambiante en la oferta.

Todo ello explica los movimientos de los grupos competidores dirigidos a convertir la banda ancha en el centro o núcleo de su estrategia y, consiguientemente, a reintegrar los negocios de telefonía e Internet. Los ejemplos más recientes son las fusiones de France Telecom y su filial de Internet Wanadoo y la de Deutsche Telekom y T-Online, esta última a punto de consumarse.

La propuesta de fusión de Telefónica y Terra contenida en el Proyecto de fusión obedece a la misma lógica.

A este respecto, los Consejos de Administración de ambas sociedades han considerado, en efecto, que es imprescindible encaminarse por esta senda para afrontar con garantías de éxito los desafíos que plantean el desarrollo de la industria, el cambio tecnológico y las nuevas necesidades de clientes. De esta forma, se pretende la creación de un segmento de negocio orientado al cliente, capaz de ofrecerle soluciones integradas en el mercado de las telecomunicaciones.

La fusión es vista por ello como un imperativo estratégico de primer orden y como una magnífica oportunidad para la ventaja mutua. De ella se beneficiarán tanto los accionistas de Terra como los accionistas de Telefónica.

Siguiendo lo establecido en el Proyecto de fusión, tratando de resumir los aspectos más esenciales, puede afirmarse que la integración de los negocios resultante de la fusión permitirá:

- (a) Fortalecer el posicionamiento competitivo de Terra y Telefónica en los mercados de referencia, lo que se traducirá en incremento de la clientela y aumento de la cuota de mercado. Esto es así debido a (i) la mayor capacidad de respuesta de la firma unificada frente a ofertas integradas de competidores; (ii) la mejor posición para crear nuevos servicios que optimicen el uso de las capacidades de red de Telefónica (crítica para servicios con mayor necesidad de ancho de banda, mayor seguridad, etc.) y las integren plenamente en el servicio al cliente final; (iii) el refuerzo de la oferta al mercado combinando los atributos positivos de las marcas de Telefónica y Terra, lo que permitirá fortalecer el liderazgo de la Compañía integrada; (iv) la mayor escala de las operaciones, que permitirá abordar proyectos de innovación que hoy serían más difíciles de abordar; y (v) el mejor apalancamiento de los recursos comerciales de las dos empresas: canales propios, canales terceros, publicidad conjunta, etc.
- (b) Mejorar el aprovechamiento de las bases de clientes actuales, a través de (i) la capacidad de definir y poner en marcha una estrategia global por segmentos de clientes, más allá de la visión por producto actual; (ii) el incremento de la penetración; (iii) la fidelización de los clientes existentes reduciendo las tasas de *churn* (rotación de clientes) mediante la venta empaquetada de servicios; (iv) el aumento de la venta cruzada de servicios; y (v) el consiguiente aumento de los ingresos por cliente.
- (c) Minimizar los costes y optimizar las inversiones a través de (i) la gestión integrada de redes y plataformas (provisión de servicios, facturación, CRM/atención al cliente...) con el beneficio adicional de una mayor calidad hacia el cliente final gracias a la gestión extremo a extremo; (ii) la racionalización de inversiones especialmente relevante dadas las necesidades crecientes de capacidad para gestionar nuevos servicios intensivos en uso de ancho de banda; (iii) la eliminación total de duplicidades en desarrollos de nuevos servicios; (iv) la racionalización de estructuras corporativas, eliminando duplicidades y, por tanto, mejorando la gestión e incrementando la eficiencia; y (v) la mayor facilidad para capturar sinergias de compra de contenidos y servicios.
- (d) Facilitar la explotación de las oportunidades de crecimiento en nuevos mercados utilizando el acceso a Internet con banda ancha como oferta más atractiva y competitiva de las telecomunicaciones fijas (especialmente relevante en la expansión en el mercado brasileño).
- (e) Desarrollar una única estrategia de impulso y creación de los negocios en el campo del comercio electrónico y portales generales de acceso a información y publicidad como consecuencia del importante crecimiento del acceso a Internet en banda ancha en todos los mercados.

2.2 Balance de fusión

Con arreglo a lo establecido en el apartado 1 del artículo 239 de la Ley de Sociedades Anónimas, serán considerados como Balances de fusión los balances anuales de Terra y Telefónica cerrados a 31 de diciembre de 2004. Dichos Balances han sido objeto de verificación por parte de los auditores de cuentas de las sociedades participantes en la fusión.

Se hace constar que entre la fecha del Proyecto de fusión y la fecha de este Informe no se han producido modificaciones importantes en el patrimonio de Terra ni en el de Telefónica.

2.3 Tipo de canje

El tipo de canje propuesto en el Proyecto de fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Telefónica y Terra, es, sin compensación complementaria en dinero alguna, de dos (2) acciones de Telefónica, de un euro (€1) de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros (€2) de valor nominal cada una.

En la determinación del tipo de canje señalado se han tenido en cuenta los siguientes dividendos que tienen previsto distribuir Terra y Telefónica, según lo descrito en el apartado 8 del Proyecto de fusión:

- (i) Como consecuencia de la negociación con Telefónica de los términos de la fusión bajo condiciones de mercado, Terra abonará un dividendo de 0,60 euros por acción con cargo a la cuenta de “Reserva por Prima de Emisión de Acciones”. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de Administración de Terra en su sesión de 23 de febrero de 2005 y será sometida a la aprobación de la Junta general de accionistas que delibere sobre la fusión. En todo caso, está previsto que el pago se efectúe antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil. De dicha distribución se beneficiarán exclusivamente los accionistas de Terra.
- (ii) Por parte de Telefónica:
 - (a) El pago de un dividendo a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005. Este dividendo fue anunciado por el Consejo de Administración en su sesión de 26 de enero de 2005, habiéndose establecido su importe en la cantidad fija de 0,23 euros por acción en la sesión del mismo Consejo celebrada el 23 de febrero de 2005. De dicho dividendo no se benefician los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión.

- (b) La distribución de acciones propias de Telefónica, en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de Administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004, y será sometida a la aprobación de la Junta general ordinaria de accionistas de Telefónica. Al estar previsto que la entrega de las acciones se efectúe el día 28 de junio de 2005 y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil, de dicha distribución no se beneficiarán los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión.
- (c) El pago de un dividendo con cargo a la reserva de prima de emisión que deberá abonarse el día 11 de noviembre de 2005, siempre y cuando antes de dicha fecha haya quedado inscrita en el Registro Mercantil de Madrid la escritura de fusión. En el supuesto de que la fusión se inscriba en el Registro Mercantil con posterioridad a la referida fecha, el pago se realizará el sexto día hábil bursátil siguiente a la fecha en que tenga lugar la citada inscripción. La propuesta de este dividendo fue anunciada por el Consejo de Administración de Telefónica en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004, y será sometida a la aprobación de la Junta general ordinaria de accionistas de Telefónica. El importe fijo de dicho dividendo es de 0,27 euros por acción. A diferencia de lo previsto para los dividendos anteriormente mencionados en los apartados (a) y (b), de este dividendo se beneficiarán tanto los accionistas de Telefónica como los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión.

2.4 Valor real de los patrimonios de Terra y Telefónica

2.4.1 Valor real del patrimonio de Telefónica

En el caso de Telefónica, la valoración del Consejo de Terra se ha basado en la cotización de mercado de la compañía. Este método de valoración se justifica por la elevada liquidez de la acción de Telefónica.

De la aplicación de este criterio resulta la atribución a Telefónica de un valor real de €66.361 millones, que es el que se ha utilizado para fijar la relación de canje. Como se ha mencionado, dicho importe ha sido calculado a partir del precio de cotización de Telefónica al cierre de la sesión bursátil del día 21 de febrero de 2005 (€14,19 por acción), descontando un total de €0,80 por acción correspondiente a los dividendos que Telefónica tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión, lo que implica un valor de €13,39 por acción. La cifra

anterior -€66.361 millones- resulta de multiplicar el precio de la acción por el total de las acciones de Telefónica, 4.956 millones.

2.4.2 Valor real del patrimonio de Terra

En la propuesta inicial de Telefónica, el valor real implícito de Terra ascendía a la cantidad de 1.690 millones de euros, equivalente a 2,98 euros por acción.

A efectos de contrastar la razonabilidad de este valor implícito, los bancos de inversión que han asesorado a Terra en la operación, Citigroup Global Markets Limited (“**Citigroup**”) y Lehman Brothers Europe Limited (“**Lehman Brothers**”), han realizado análisis de valoración de Telefónica y de Terra, en este último caso principalmente tomando en consideración una metodología de suma de las partes aplicando un descuento de flujos de caja a los activos operativos, de acuerdo con lo expuesto en el apartado 2.5 siguiente.

A la vista de estas valoraciones, Terra negoció con Telefónica y Telefónica aceptó la distribución previa a la fusión de un dividendo extraordinario por parte de Terra de 0,60 euros por acción en circulación, lo que implica un importe total de, aproximadamente, 337 millones de euros.

Una vez descontado este importe, los valores reales de Terra considerados por el Consejo de Administración de Terra se sitúan por debajo de 1.690 millones de euros, oscilando la prima implícita en la ecuación de canje entre, aproximadamente, un 10 y un 15%.

2.5 Criterios de valoración

Terra contrató los servicios de Citigroup y de Lehman Brothers como asesores financieros en relación con la fusión y para asesorar a Terra en el proceso de valoración de Terra y Telefónica (conjuntamente, las “**Compañías**”) y en la determinación y justificación por Terra de la relación de canje propuesta para la fusión.

Ambas entidades emitieron con fecha 23 de febrero de 2005 sendas opiniones (*fairness opinion*) en relación con la operación de fusión dirigidas al Consejo de Administración de Terra, en las que se concluía que, sobre la base y sujeto a lo previsto en los indicados documentos, la relación de canje de la fusión, tomando en consideración el dividendo extraordinario de 0,60 euros por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de fusión, es justa (“*fair*”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Terra distintos de Telefónica. Asimismo, se hace constar que Morgan Stanley & Co.

Limited, como asesor financiero de Telefónica para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de dicha sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica.

Con el asesoramiento de ambas entidades, Terra realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las Compañías y sobre la base de los mismos y previa negociación con Telefónica bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la fusión que se reflejan en el Proyecto de fusión. A este respecto, se hace constar que el dividendo extraordinario de 0,60 euros por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas con carácter previo a la fusión no estaba inicialmente contemplado en la propuesta de fusión de Telefónica y es el resultado de dicha negociación.

Citigroup y Lehman Brothers llevaron a cabo diversos análisis de valoración de las Compañías en relación con la preparación de sus respectivas *fairness opinion*. A continuación se resumen en los apartados 2.5.1 y 2.5.2 siguientes, de forma separada, cada uno de los análisis relevantes realizados por cada uno de los asesores señalados.

2.5.1 Citigroup

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros realizados por Citigroup en relación con la preparación de su *fairness opinion*.

A estos efectos, Citigroup tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de 0,23 euros por acción de Telefónica con cargo al ejercicio 2004 y el reparto propuesto por Telefónica de 1 acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, de la que los titulares de las acciones de Terra no se beneficiarían, y el dividendo propuesto de 0,60 euros por acción de Terra que se pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

A) Rango de cotización

Citigroup revisó la relación entre las variaciones en el precio de las acciones de Terra y el precio de oferta implícito en la fusión para el periodo comprendido entre el 25 de julio de 2003, fecha en la que Telefónica anunció oficialmente a la CNMV el número de acciones de Terra que adquirió en la OPA y el 11 de febrero de 2005, último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta de fusión a Terra.

El precio de oferta implícito en la fusión se calculó multiplicando el precio por acción de Telefónica ajustado, por la ecuación de canje de 2/9

y añadiendo 0,60 euros por el efecto del dividendo anticipado de las acciones de Terra a pagar con anterioridad a la fusión.

El precio por acción de Telefónica ajustado se calculó restando el dividendo en efectivo de 0,23 euros al precio por acción de Telefónica sin ajustar y, a continuación, ajustando el resultado por el dividendo anticipado en acciones de Telefónica de 1 acción por cada 25 acciones en circulación, dividendos en efectivo y en acciones de los que los accionistas de Terra no se beneficiarían.

Citigroup también ajustó el precio por acción de Terra por el dividendo en efectivo de 2,00 euros por cada acción de Terra pagado en julio de 2004, en el periodo previo al pago de dicho dividendo.

Adicionalmente, Citigroup comparó el precio de oferta implícito con la cotización de una acción de Terra el 11 de febrero de 2005 (último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta) y con los precios medios de cotización del mes anterior, de los tres meses anteriores y de los seis meses anteriores, al 21 de febrero de 2005, en el caso de Telefónica y al 11 de febrero de 2005, en el caso de Terra.

La siguiente tabla muestra los resultados de dicho análisis:

	Precio por Acción de Terra (€)	Precio de Oferta Implícito (€)	Prima
11 de febrero de 2005	3,19	3,58	12%
Cotización Media Último Mes.....	3,11	3,56	14%
Cotización Media Últimos 3 Meses	2,96	3,49	18%
Cotización Media Últimos 6 Meses	2,90	3,35	16%

B) Análisis de operaciones anteriores

Teniendo en cuenta que Telefónica controla actualmente Terra, Citigroup comparó la prima que representaba el precio de oferta implícito en la fusión sobre el precio del último día de cotización previo al anuncio y sobre el precio medio de cotización de los últimos tres meses y de los últimos seis meses, con las primas pagadas en periodos de cotización similares representadas por:

- el precio en efectivo de cuatro OPAs de exclusión recientes de compañías españolas;

- el precio en tres fusiones recientes de compañías españolas en las que accionistas significativos (titulares de menos de la mitad de los fondos propios) adquirirían los fondos propios restantes de dichas compañías; y
- el precio en dos OPAs recientes lanzadas por accionistas de control (titulares de más de la mitad de los fondos propios) de proveedores de Internet europeos para adquirir los fondos propios restantes de dichas compañías.

Las operaciones anteriores que Citigroup tomó en consideración fueron las siguientes:

OPAs de exclusión españolas

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Compañía</u>
22 de abril de 2002	Hidroeléctrica del Cantábrico
9 de diciembre de 2003	Aceralia Corporación Siderurgica, S.A.
31 de mayo de 2004	Centros Comerciales Carrefour, S.A.
4 de junio de 2004	Cementos Molins, S.A.

Fusiones españolas con accionista significativo

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Adquirente</u>	<u>Sociedad Objetivo</u>
16 de abril de 2002	FCC	Portland Valderrivas
1 de julio de 2003	ACS	Grupo Dragados
1 de agosto de 2003	Metrovacesa	Bami

Fusiones de compañías de Internet europeas con accionista mayoritario

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Adquirente</u>	<u>Sociedad Objetivo</u>
23 de febrero de 2004	France Telecom	Wanadoo
9 de octubre de 2004	Deutsche Telekom	T-Online

Por lo que respecta a la información financiera de las operaciones anteriores y las compañías involucradas en ellas, Citigroup confió en la información contenida en documentos disponibles al público. La siguiente tabla resume la mediana de las primas (descuentos) ofrecidas en estas operaciones sobre el precio del último día de cotización previo al anuncio y sobre el precio de cotización de los últimos tres meses y de los últimos seis meses previos, y en la columna de la derecha se señala, a efectos comparativos, la misma información para el precio de oferta implícito en la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica:

Periodo	Mediana de primas (descuentos) OPAs de exclusión españolas	Mediana de primas (descuentos) fusiones españolas con accionista significativo	Mediana de primas (descuentos) fusiones de compañías de internet europeas con accionista mayoritario	Prima implícita en la oferta de fusión
1 día	(2,2)%	9,3%	8,6%	12%
3 meses	2,7%	2,4%	17,3%	18%
6 meses	7,0%	7,0%	19,0%	16%

Citigroup observó que ninguna de las operaciones anteriores era idéntica a la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica.

C) Valoración de Terra

Análisis de descuento de flujos de caja

El principal método para revisar el valor de Terra utilizado por Citigroup fue un análisis de “suma de partes” sobre la base de descuento de flujos de caja para cada uno de los activos operativos individualizados de Terra y para algunos activos no operativos.

Citigroup aplicó tasas de descuento específicas para cada país con base en hipótesis de coste medio ponderado del capital para calcular el valor neto presente de los flujos de caja libres de los activos operativos de Terra proyectados por su equipo directivo, los beneficios de ahorros fiscales futuros relativos a pérdidas operativas netas y los pagos a percibir por Terra por su acuerdo de alianza estratégica con Telefónica. Sin embargo, Citigroup aplicó tasas de descuento más altas para calcular el valor neto presente del posible crédito fiscal adicional resultante de la venta de Lycos Inc. realizada por Terra el 2 de agosto de 2004, ya que la capacidad de Terra para realizar el valor de este activo contingente es especulativa y difícil de predecir.

A continuación, Citigroup ajustó el valor de Terra para reflejar la caja neta de Terra (incluyendo las cantidades adeudadas por Telefónica en virtud de acuerdos de reparto de cargas fiscales) y otros activos no operativos (incluyendo inversiones en sociedades participadas no consolidadas y en otras sociedades no enteramente participadas e ingresos anticipados por ventas).

El resultado de este análisis de “suma de partes” sobre la base de descuento de flujos de caja fue un valor implícito para las acciones de Terra de entre 2,90 euros y 3,71 euros.

Análisis de Compañías Comparables

Usando información pública disponible, Citigroup revisó la evolución del precio relativo por acción de Terra desde julio de 2003 a febrero de 2005 y el de las siguientes cinco compañías cotizadas europeas proveedoras de servicios de Internet, así como el índice ponderado de mercado formado por dichas compañías:

- freenet.de
- Iliad
- Telecom Italia Media
- Tiscali
- United Internet

Citigroup también comparó los múltiplos de valor empresarial (igual a los fondos propios, más deuda (*straight debt*), más intereses minoritarios, más acciones preferentes (*straight preferred stock*), más convertibles (*all out-of-the-money convertibles*), menos inversiones en participadas no consolidadas, menos caja) frente a los ingresos, beneficio bruto y EBITDA proyectados para el periodo 2005-2007, de las compañías mencionadas, con dichos múltiplos de Terra.

A continuación, Citigroup calculó un rango de valoraciones ilustrativas para los activos operativos de Terra aplicando desviaciones de más/menos 10% sobre la mediana de dichos múltiplos para las compañías comparables, a las proyecciones realizadas por el equipo directivo de Terra y añadiendo después la caja neta de Terra y otros activos no operativos valorados de forma coherente con el método empleado en el análisis anteriormente descrito bajo el epígrafe “*Análisis de Descuento de Flujos de Caja*”.

El resultado de este análisis de compañías comparables fue un valor implícito de la acción de Terra de entre 2,73 euros y 3,77 euros.

Citigroup observó que ninguna de las compañías seleccionadas era idéntica a Terra. En particular, Citigroup hizo notar que la rentabilidad esperada de Terra relativamente más baja para el periodo 2005-2007 sugeriría una valoración en el extremo inferior del rango.

Precios objetivo de analistas de mercado

Citigroup revisó los precios objetivo para Terra publicados por analistas de mercado entre el 1 de julio de 2004 (después del ajuste por el dividendo en efectivo de 2,00 euros por acción de Terra pagado en julio de 2004) y el 15 de febrero de 2005.

El rango de estos precios objetivo (excluyendo los valores máximo y mínimo) se situó entre 2,80 euros y 3,17 euros.

D) Valoración de Telefónica

A Citigroup no se le proporcionó ninguna información de carácter financiero o del negocio de Telefónica, incluyendo proyecciones financieras, que no sea pública y Citigroup no tuvo acceso al equipo directivo de Telefónica. Esto ha limitado los análisis de valoración con respecto a Telefónica que ha podido utilizar Citigroup.

Citigroup revisó el valor de Telefónica utilizando un análisis de “suma de partes” que utilizó varios métodos de valoración para los principales activos operativos de Telefónica, incluyendo comparables cotizadas y valor de mercado y ajustado por costes generales, activos no operativos y pasivos e intereses minoritarios.

Para los principales activos operativos de Telefónica -Telefónica Móviles, el negocio de línea fija en España y Telefónica Internacional- que conjuntamente representan la mayor parte del valor empresarial de Telefónica, el principal método de valoración empleado por Citigroup se basó en el análisis de compañías comparables. Citigroup comparó Telefónica Móviles con Telecom Italia Mobile y Vodafone y su valor de mercado, el negocio de línea fija en España con British Telecom, y Telefónica Internacional, con Telmex, Telesp, Brasil Telecom y Tele Norte Leste.

El resultado de este análisis fue un valor implícito en el rango de entre 13,36 euros y 16,39 euros por acción de Telefónica, comparado con el precio de mercado de 14,19 euros por acción de Telefónica a 21 de febrero de 2005.

Citigroup también revisó los precios objetivo para las acciones de Telefónica publicados por analistas de mercado entre el 18 de junio de 2004 y el 11 de febrero de 2005. El rango de estos precios objetivo (excluyendo los tres valores máximos y los tres mínimos) se situó entre 13,50 euros y 16,50 euros.

2.5.2 Lehman Brothers

A continuación se expone un resumen del análisis financiero principal utilizado por Lehman Brothers en relación con la emisión de su fairness opinión al Consejo de Administración de Terra.

A estos efectos, Lehman Brothers tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de 0,23 euros por acción de Telefónica con cargo al ejercicio 2004 y el reparto propuesto por Telefónica de 1 acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, de la que los titulares de las acciones de Terra no se beneficiarían, y el dividendo propuesto de

0,60 euros por acción de Terra que Terra pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

A) Valoración de Terra

Análisis por “suma de las partes”

Lehman Brothers ha realizado la valoración de Terra siguiendo un método de “suma de las partes”, y utilizando diferentes metodologías de valoración en función del tipo de activo.

Para el cálculo de la posición de caja de Terra, Lehman Brothers ha utilizado el valor en libros a fecha de 31 de diciembre de 2004. Para las inversiones financieras y demás participaciones en otras compañías, Lehman Brothers ha utilizado el valor de mercado, valor del ejercicio de la opción o el valor neto presente de los ingresos futuros provenientes de la oferta o del compromiso de compra por parte de un tercero.

Para la valoración del contrato estratégico entre Terra y Telefónica, y los intereses en joint ventures de Terra, así como los activos operativos y el crédito fiscal, Lehman Brothers ha utilizado el método de descuento de flujos de caja, para lo cual ha proyectado los flujos de caja libres atribuibles a dichos activos y ha calculado el valor neto presente descontándolos por el coste de capital medio ponderado.

Adicionalmente al método de descuento de flujos de caja, como método suplementario, los activos operativos en España de Terra también han sido valorados utilizando la metodología de múltiplos de compañías comparables, para el cual se han utilizado múltiplos implícitos de Ingresos y EBITDA de compañías y transacciones de compañías comparables a los negocios de acceso y otras divisiones de Terra España. También se han utilizado múltiplos implícitos de coste de adquisición por suscriptor y de margen bruto de compañías en negocio comparables a Terra España.

El resultado de la valoración efectuada por Lehman Brothers siguiendo una metodología de “suma de las partes” da un valor implícito por acción de Terra de €3,18.

Otras fuentes de valor

Asimismo, Lehman Brothers ha analizado otras fuentes de creación o destrucción de valor no incluidas en la valoración de “suma de las partes” tales como posibles sinergias operativas, la pérdida de los créditos fiscales históricos y la potencial capacidad para obtener valor de la realización del crédito fiscal en relación con la venta de Lycos Inc. por parte de Terra.

En consecuencia, Lehman Brothers ha calculado un ajuste al valor por acción de Terra obtenido mediante suma-de-las-partes descrito con anterioridad para reflejar el impacto agregado de todas las posibles fuentes de creación o destrucción de valor, obteniendo un valor ajustado de fusión de €3,57 por acción.

Análisis de compañías comparables

Lehman Brothers ha comparado Terra en su conjunto contra las siguientes ocho compañías:

- easynet
- freenet.de
- Iliad
- TI Media
- T-Online
- Tiscali
- United Internet
- Web.de

Lehman Brothers ha utilizado el múltiplo medio implícito de las compañías comparables resultante de dividir el valor de la compañía entre el EBITDA estimado para el 2005 y el 2006, multiplicándolo por el EBITDA estimado por Terra para esos mismos años para calcular el valor de compañía implícito de Terra, realizando con posterioridad ajustes correspondientes a otros activos y pasivos.

Como resultado de este análisis se ha obtenido una valoración implícita del equity de entre €3,05 y €3,18 por cada acción de Terra, basada en la estimación del EBITDA para Terra para el 2005 y el 2006 respectivamente.

Lehman Brothers ha señalado que, aunque el método de múltiplos de compañías comparables sirve para contrastar resultados, debido a los diferentes niveles de rentabilidad y perfil de riesgo de Terra, el análisis de compañías comparables no ha de considerarse un método de valoración relevante.

Valoración por parte de analistas financieros

Lehman Brothers también ha analizado los precios objetivos por acción para Terra en informes publicados entre abril 2004 y el 8 de febrero 2005. Lehman Brothers ajustó dos de los precios objetivos publicados en abril 2004 por el dividendo extraordinario de €2,00 por acción pagado en julio 2004.

La media de los precios objetivos de estos informes fue de €3,00, y la mediana fue de €3,00.

B) Valoración de Telefónica

Lehman Brothers no ha tenido acceso a información reservada, incluyendo estimaciones, sobre Telefónica. En consecuencia, Lehman Brothers ha analizado la valoración de Telefónica utilizando una metodología basada en la cotización en el mercado. Este método de valoración se soporta en la elevada liquidez del título.

Valoración por parte de analistas financieros

Lehman Brothers ha analizado los precios objetivos por acción para Telefónica en informes publicados entre el 11 de noviembre 2004 y el 21 de febrero 2005.

La media de los precios objetivos de estos informes fue de €14,92, y la mediana fue de €14,55.

Evolución de la cotización

Lehman Brothers ha analizado la evolución histórica de la cotización de la acción y el volumen negociado de las acciones de Telefónica entre el 25 de mayo 2003, fecha del lanzamiento de la Oferta Pública de Adquisición por Terra, hasta el 14 de febrero 2005, fecha del anuncio de propuesta de fusión con Terra realizado por Telefónica.

Lehman Brothers también ha calculado el precio medio por acción de Telefónica para el último mes, seis meses y un año con anterioridad al 14 de febrero 2005, y para el periodo entre el 25 de mayo 2003 y el 14 de febrero 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Periodo	Precio Medio (€)
1 mes	14,02
6 meses	13,05
1 año	12,67
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de Mayo, 2003.....	11,52

C) Valoración relativa

Lehman Brothers ha realizado un análisis de valoración relativa comparando la evolución de la cotización del precio por acción de Telefónica con la evolución de la cotización del precio por acción de Terra (ajustado por el pago del dividendo extraordinario de €2,00 por acción realizado el 29 de julio 2004) durante el periodo entre mayo 2003 y el 1 de febrero 2005. Lehman Brothers también ha calculado el ratio medio del precio por acción de Telefónica con el precio por acción ajustado de Terra para el mes de enero 2005, los seis meses entre agosto

2004 y enero 2005, el periodo de un año entre febrero 2004 y febrero 2005 y el periodo entre el 25 de mayo 2003 y el 4 de enero 2005.

La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Periodo	Ratio Medio
1 mes	4,49:1
6 meses	4,45:1
1 año	4,30:1
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de Mayo, 2003.....	4,02:1

Lehman Brothers señala que los ratios que se muestran no están ajustados para incluir el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción que deberá ser pagado a los accionistas de Terra con antelación a la fusión.

D) Valoración bursátil de la ecuación

Lehman Brothers ha analizado el precio implícito de la oferta de fusión basada en el ratio de 4,5 acciones de Terra por 1 acción de Telefónica, atendiendo a los precios máximos y mínimos de la cotización por acción de Telefónica durante el mes previo al 22 de febrero 2005, y el precio por acción en dicho día, e incorporando el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción de Terra.

La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

	Bajo	Alto	A 22 de febrero de 2005
Precio implícito por acción de la oferta por Terra (€).....	3,59	3,84	3,69

Lehman Brothers ha señalado que el rango del precio implícito por acción expuesto en la tabla anterior es mayor en todo caso al valor de fusión ajustado de €3,57 por acción de Terra según se recoge en el apartado “*Valoración de Terra — Otras Fuentes de Valor*”.

2.5.3 Referencia al crédito fiscal derivado de la venta de Lycos Inc. en el ejercicio 2004

Tal y como se hace constar en la memoria de Terra correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2004, Terra ha reconocido un crédito fiscal por importe de €272 millones que resulta de multiplicar el tipo impositivo aplicable por la diferencia entre el precio de venta de las acciones de Lycos Inc. y el valor por el que se contabilizó la ampliación de capital mediante la que se adquirió esta sociedad, minorado por las

correcciones que ya fueron fiscalmente deducibles con anterioridad a la venta.

En dicha memoria se hace constar también que se está evaluando la posibilidad de acreditar una mayor base imponible negativa en el ejercicio 2004 por importe máximo de hasta 7.418 millones de euros, como consecuencia de aplicar como valor de adquisición fiscal el que resultaría de tomar el valor de mercado de las acciones de Lycos recibidas, en lugar del valor contable por el que fueron registradas por haberse acogido a lo dispuesto en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas. No obstante lo anterior, dada la posición contraria que la Administración Tributaria ha manifestado en respuestas a consultas tributarias sobre casos similares y las incertidumbres existentes sobre la decisión final que pueda adoptarse, a la fecha de formulación de las cuentas anuales no se consideró efecto contable alguno sobre las mismas. A pesar de que las dificultades jurídicas señaladas ponen en cuestión la efectividad de dichos créditos y que, en el mejor de los casos, y en la situación actual, el tiempo probable de recuperación de los mismos será largo, el Consejo de Administración de Terra les ha atribuido, con el asesoramiento recibido, un valor aproximado de €0,40 por acción de Terra.

2.6 Comparación con los criterios previstos para ofertas de exclusión de cotización

A efectos indicativos únicamente, los Administradores de Terra solicitaron a su asesor financiero Lehman Brothers que realizase el cálculo de cada uno de los valores de Terra que resultarían de aplicar los criterios establecidos en el apartado 3 del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, tomando en consideración el dividendo de €0,60 por acción que tiene previsto satisfacer Terra a sus accionistas antes de la inscripción de la fusión.

Dicho análisis conduce a los siguientes valores:

- Valor teórico contable de Terra: 2,31 euros por acción (a 31 de diciembre de 2004).
- Valor liquidativo de Terra: 2,28 euros por acción.
- Cotización media de Terra durante el semestre anterior al día 14 de febrero de 2005 (media ponderada): 2,30 euros por acción.
- Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año: No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre Terra en el último año. No obstante, Terra fue objeto de una oferta pública de

adquisición por parte de Telefónica en mayo de 2003, a un precio de 5,25 euros por acción. Ajustando el precio por los 2 euros de dividendo extraordinario que ha repartido Terra entre sus accionistas entre dicha fecha y el momento actual y en los 0,60 euros que tiene previsto repartir con anterioridad a la ejecución de la fusión, el precio comparable sería 2,65 euros por acción.

En consecuencia, la valoración implícita de la acción de Terra en la fusión (2,98 euros por acción) es superior al mayor de los precios que resultaría de aplicar los criterios previstos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, ajustados por el dividendo de 0,60 euros por acción a distribuir por Terra.

2.7 Conclusiones

Por todo lo anterior, los Administradores de Terra concluyen:

- que la operación de fusión objeto de este Informe resulta altamente conveniente para ambas entidades participantes y sus accionistas, puesto que la fusión permitirá integrar los negocios de Telefonía y de Internet y afrontar así con garantías de éxito los desafíos que plantean el desarrollo de la industria, el cambio tecnológico y las nuevas necesidades de la clientela; y
- Que el tipo de canje se ha determinado en función de los valores reales de ambas Sociedades involucradas en la fusión y se considera equitativo para los accionistas de Terra distintos de su accionista mayoritario Telefónica, tal y como lo han confirmado los asesores financieros.

* * *

Sobre la base de las consideraciones expuestas, y reiterando en lo procedente el contenido del Proyecto de fusión, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de Terra Networks, S.A., con las salvedades que se indican más abajo, aprueban y suscriben el presente Informe sobre el Proyecto de fusión por absorción de Terra Networks, S.A. por Telefónica, S.A.

* * *

En Madrid, a 12 de abril de 2005.

/f/ Joaquín Faura Battle

D. Joaquín Faura Battle

/f/ Francisco Moreno de Alborán y de Vierna

D. Francisco Moreno de Alborán y de Vierna

/f/ Alfonso Merry del Val Gracie

D. Alfonso Merry del Val Gracie

/f/ Carlos Fernández-Prida Méndez-Núñez

D. Carlos Fernández-Prida Méndez-Núñez

/f/ Luis Badía Almirall

D. Luis Badía Almirall

Se hace constar expresamente que (i) todos los Consejeros dominicales de Terra Networks, S.A. designados a instancias de Telefónica, S.A., esto es, D. J. Alfonso Bustamante Bustamante, D. Enrique Used Aznar y D. Fernando Labad Sasiaín, se han abstenido de asistir e intervenir en la deliberación del Consejo de Administración de Terra Networks, S.A. sobre el presente Informe y, por tanto, no han suscrito el mismo, por entender que estaban afectados por un potencial conflicto de interés y (ii) que el Consejero D. Luis Bassat Coen se ha abstenido igualmente de participar e intervenir en las deliberaciones sobre el mismo por haber entendido que está afectado por un potencial conflicto de interés, por lo que tampoco ha suscrito el presente Informe.

**Informe de experto independiente en relación
con el proyecto de fusión por absorción de
Terra Networks, S.A. por Telefónica, S.A.**

KPMG Auditores, S.L.
Este informe contiene 28 páginas
Ref: 05m18nrm1.doc

A los Administradores de
Telefónica, S.A. y
Terra Networks, S.A.

Conforme a lo previsto en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, Dña. Eloísa Bermejo Zofio, Registrador Mercantil número IV de Madrid y su provincia, nombró a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente para la elaboración del presente y único informe sobre el proyecto de fusión por absorción de Terra Networks, S.A. por Telefónica, S.A. (en adelante, también denominadas conjuntamente como las Sociedades), y sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue, en particular, sobre si el tipo de canje de las acciones está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo, si tales métodos son adecuados, mencionando los valores a los que conducen, y las dificultades especiales de valoración, si existieren, debiendo manifestar asimismo, si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual, por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente.

1 Descripción de la operación

1.1 Identificación de las entidades participantes en la fusión

■ Telefónica, S.A. (en adelante Telefónica)

Telefónica, domiciliada en Madrid, calle Gran Vía, 28, constituida por tiempo indefinido mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid D. Alejandro Roselló Pastor el día 19 de abril de 1924 con número de protocolo 141.

Telefónica está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 12.534, Folio 21, Hoja M-6.164.

El Número de Identificación Fiscal de Telefónica es A-28015865.

■ Terra Networks, S.A. (en adelante Terra)

Terra, domiciliada en Barcelona, calle Nicaragua, 54, constituida por tiempo indefinido como Telefónica Comunicaciones Interactivas, S.A., mediante escritura pública otorgada ante el Notario de Madrid D. José Antonio Escarpín Ipiens, el día 4 de diciembre de 1998, con el número 5.276 de su protocolo. Modificada su denominación por la actual, en virtud de escritura de fecha 1 de octubre de 1999, otorgada ante el Notario de Madrid D. Francisco Arriola Garrote bajo el número 1.269 de su protocolo, y trasladado su domicilio al actual por acuerdo adoptado en Junta General Ordinaria de Accionistas, celebrada el día 8 de junio de 2000, elevado a público ante el Notario de Pozuelo de Alarcón D. Nicolás Ferrero López el día 3 de agosto de 2000 bajo el número 2.893 de su protocolo.

Terra está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona al Tomo 32.874, Folio 165, Hoja B-217.925.

El Número de Identificación Fiscal de Terra es A-82196080.

1.2 Tipo de canje de la fusión

De acuerdo con el Proyecto de Fusión formulado por los Consejos de Administración de Telefónica y Terra (en adelante el Proyecto o el Proyecto de Fusión) aprobado el 23 de febrero de 2005, el tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Telefónica y Terra será, sin compensación en dinero alguna, el siguiente:

Dos (2) acciones de Telefónica, de un euro (1€) de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros (2€) de valor nominal cada una.

En la determinación del tipo de canje se han tenido en cuenta los dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades (véase apartado 1.6 siguiente).

Asimismo, según se indica en el Proyecto, Morgan Stanley & Co. Limited (en adelante Morgan Stanley), como asesor financiero de Telefónica para esta operación (en adelante la Operación), ha expresado al Consejo de Administración de la sociedad su opinión (fairness opinion) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica. Por su parte, Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España (en adelante Lehman) y Citigroup Global Markets Limited (en adelante Citigroup), asesores financieros de Terra para la Operación, han expresado al Consejo de Administración de esta última entidad su opinión (fairness opinion) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Terra distintos de su accionista mayoritario, Telefónica.

1.3 Balances de fusión

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos previstos en el artículo 239 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los balances individuales cerrados por Telefónica y Terra a 31 de diciembre de 2004. Dichos balances han sido formulados el 23 de febrero de 2005 por los respectivos Consejos de Administración y verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la fusión, con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de fusión.

El balance de fusión al 31 de diciembre de 2004 de Telefónica ha sido auditado por Deloitte, S.L. El correspondiente informe de auditoría de fecha 4 de marzo de 2005 presenta una opinión sin salvedades.

El balance de fusión al 31 de diciembre de 2004 de Terra ha sido auditado por Deloitte, S.L. El correspondiente informe de auditoría de cuentas anuales individuales de fecha 24 de febrero de 2005 incluye los siguientes párrafos de énfasis que se transcriben literalmente:

- “3) De acuerdo con la legislación vigente, la sociedad como cabecera de grupo está obligada, al cumplir determinados requisitos, a formular separadamente cuentas consolidadas sobre las que hemos emitido con esta misma fecha nuestro informe de auditoría con la misma salvedad por incertidumbre que la descrita en el párrafo 5 del presente informe. El efecto de la consolidación, realizada en base a los registros contables de las sociedades que componen el Grupo Terra, en comparación con las cuentas individuales adjuntas, supone una disminución de los activos y del beneficio del ejercicio por importes de 303.399 y 26.945 miles de euros, respectivamente, así como un incremento de las reservas por importe de 27.717 miles de euros (véase Nota 4-c de la memoria adjunta).
- 4) Con fecha 23 de febrero de 2005 el Consejo de Administración de Terra Networks, S.A. ha aprobado el proyecto de fusión entre Telefónica, S.A. y la Sociedad. Este proceso de fusión se encuentra pendiente de aprobación por parte de sus respectivas Juntas Generales de Accionistas. En este sentido, las cuentas anuales adjuntas han sido preparadas sin considerar los efectos, si los hubiera, que pudieran derivarse de la mencionada fusión.

Terra Networks, S.A. mantiene un saldo a 31 de diciembre de 2004 en el epígrafe “Inmovilizado Financiero” por importe de 287.009 miles de euros, correspondiente a impuestos sobre beneficios anticipados y créditos activados por las pérdidas fiscales de los ejercicios 2001 y anteriores (véase nota 9). Los Administradores de Terra Networks, S.A., estiman que, sujeto al cumplimiento de determinadas tendencias e hipótesis, y basándose en las proyecciones y planes de negocio preparados por sus asesores externos para los próximos diez años en el entorno del mencionado proyecto de fusión, este importe es recuperable en el mencionado período de tiempo. Dada la propia naturaleza de cualquier plan de negocio, basado en expectativas futuras, pueden surgir diferencias significativas entre los resultados proyectados y los reales. La Dirección de Terra Networks, S.A. tiene previsto actualizar dicho plan anualmente y, en cualquier caso, siempre que la evolución del negocio lo haga necesario.”

Asimismo, dicho informe incluye la siguiente salvedad que se transcribe literalmente:

“5) Tal y como se indica en la nota 14-d)1, a la fecha actual sigue sin resolverse la reclamación, por daños y perjuicios de cuantía indeterminada, presentada por IDT (International Discount Telecommunications Corporation) contra Terra Networks, S.A., Terra Networks USA, Inc. y Telefónica, S.A. Los Administradores de la Sociedad y sus asesores legales externos consideran que Terra Networks, S.A. tiene sólidas defensas para oponerse a la reclamación, si bien en la situación actual del proceso estiman que no pueden predecir el resultado final del mismo.”

1.4 Importe máximo de la ampliación de capital a efectuar por Telefónica

Telefónica hace constar en el Proyecto de Fusión que, a la fecha de dicho Proyecto, era titular de cuatrocientos treinta y seis millones doscientas cinco mil cuatrocientas diecinueve (436.205.419) acciones de Terra, representativas del setenta y cinco con ochenta y siete por ciento (75,87%) de su capital social.

El capital social de Terra está representado por 574.941.513 acciones. Se hace constar en el Proyecto que, a la fecha del mismo, Terra era titular de siete millones (7.000.000) de acciones propias en autocartera que estaban destinadas a ser amortizadas tras haberse modificado el sistema de cobertura de los diversos planes de opciones sobre acciones de Terra otorgados a empleados y directivos. Los indicados siete millones (7.000.000) de acciones no acudirán al canje, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y disposiciones concordantes, si bien, desde la inscripción registral de la fusión, Telefónica sucederá a Terra como entidad obligada en virtud de dichos planes, que serán modificados según la relación de canje establecida en el Proyecto. Con objeto de no perjudicar los intereses de los beneficiarios de dichos planes, Telefónica establecerá, en caso necesario, mecanismos que aseguren la debida atención de los compromisos adquiridos por Terra en relación con los indicados planes de opciones sobre acciones.

Considerando que el capital social de Terra está representado por 574.941.513 acciones, y asumiendo que, en la fecha de realización de la fusión, Terra contará con una autocartera de 7.000.000 de acciones, el número máximo de acciones de Terra que podrían acudir al canje sería de 131.736.094, por lo que el número máximo de acciones de Telefónica a entregar a los accionistas de Terra en canje ascendería a la cantidad de 29.274.687,555.

Habida cuenta de la indivisibilidad de la acción, y de la imposibilidad de emitir o entregar fracciones de acción es preciso, para la adecuada realización del canje, que el número total de acciones de Terra que queden en el mercado y acudan al canje sea múltiplo de la ecuación de canje. Por ello está previsto que Telefónica adquiera siete acciones adicionales de Terra, ascendiendo en tal caso a 29.274.686 el número máximo de acciones de Telefónica necesarias para atender al canje.

Se hace constar en el Proyecto que Telefónica ampliará su capital social, si fuese necesario, en el importe preciso para hacer frente al canje de las acciones de Terra de acuerdo con la ecuación de canje establecida.

El aumento se realizaría, en su caso, mediante la emisión del número preciso de acciones de un euro (1€) de valor nominal cada una, pertenecientes a la misma y única clase y serie que las actuales acciones de Telefónica, representadas mediante anotaciones en cuenta, con aplicación, en todo caso, de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas. En particular, no se canjearán las acciones de Terra en poder de Telefónica, que serán amortizadas.

La diferencia entre el valor neto contable del patrimonio recibido por Telefónica en virtud de la fusión objeto del Proyecto y el valor nominal de las nuevas acciones emitidas por Telefónica, ajustada, en su caso por la proporción que las acciones nuevas representen sobre el total de las acciones entregadas en canje, se considerará prima de emisión.

Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de Terra a Telefónica, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquél.

De acuerdo con las cuentas anuales individuales de Terra a 31 de diciembre de 2004, el valor de los fondos propios de Terra ascendía a 1.633.964 miles de euros. Los fondos propios de Terra, netos de autocartera, ascendían en dicha fecha a la cantidad de 1.618.844 miles de euros.

Con anterioridad a la ejecución de la fusión está previsto que Terra distribuya un dividendo de €0,60 por cada acción en circulación con derecho al cobro de dividendos, lo que deberá tenerse en cuenta a efectos de la determinación del valor contable del patrimonio de Terra que será recibido por Telefónica. El importe total de dicho dividendo, considerando que la autocartera actual de Terra asciende a la cantidad de 7.000.000 de acciones, sería de 340.765 miles de euros.

En consecuencia, el importe máximo del aumento de capital que correspondería efectuar en Telefónica ascendería a 29.274.686 euros, y la prima de emisión máxima a efectuar, calculada sobre la base del patrimonio neto contable de Terra al 31 de diciembre de 2004 menos el importe total de los dividendos que Terra tiene previsto distribuir con anterioridad a la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, ascendería a un importe de 267.180 miles de euros.

Sin perjuicio de lo anterior, dicho importe máximo del aumento de capital que corresponda realizar en Telefónica en virtud de la relación establecida podrá minorarse mediante la entrega a los accionistas de Terra de acciones viejas en autocartera de Telefónica.

1.5 Fecha a partir de la cual las acciones entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales

Las acciones que, en su caso, sean emitidas por Telefónica en la ampliación de capital referida en el apartado anterior, darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Telefónica obtenidas a partir del 1 de enero de 2005.

En distribuciones que sean satisfechas con posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión, las acciones de Telefónica existentes previamente y las que se entreguen o emitan para atender al canje participarán con igualdad de derechos en proporción al valor nominal de cada acción.

1.6 Dividendos

Para la formulación del Proyecto de Fusión y la determinación del tipo de canje indicado en el apartado 1.2 anterior, los Consejos de Administración de Telefónica y Terra han tenido en cuenta las siguientes previsiones de abono de dividendos:

a) Telefónica tiene previsto los siguientes repartos:

- i. El pago de un dividendo a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005. Este dividendo ha sido anunciado por el Consejo de Administración en su sesión de 26 de enero de 2005. En la fecha del Proyecto de Fusión, el Consejo de Administración ha acordado fijar el importe de dicho dividendo en €0,23 por acción.

De dicho dividendo, no se beneficiarán, según se desprende del apartado 1.5 anterior, los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- ii. La distribución de acciones propias de Telefónica, en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de Administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil.

De dicha distribución no se beneficiarán los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- iii. El pago de un dividendo con cargo a la reserva de prima de emisión que deberá abonarse el día 11 de noviembre de 2005. La propuesta de este dividendo fue anunciada por el Consejo de Administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el importe exacto de dicho dividendo sea de €0,27 por acción.

A diferencia de lo previsto para los dividendos anteriormente mencionados en los apartados (i) y (ii), de este dividendo se beneficiarán tanto los accionistas de Telefónica como los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, no se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- b) Terra tiene previsto abonar un dividendo de €0,60 por acción con cargo a la cuenta de “Reserva por Prima de Emisión de Acciones”. La propuesta de dicha distribución ha sido acordada por el Consejo de Administración en su sesión de 23 de febrero de 2005. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Terra. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil.

De dicha distribución se beneficiarán exclusivamente los accionistas de Terra. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

1.7 Fecha de efectos contables de la fusión

Se establece como fecha a partir de la cual las operaciones de Terra se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Telefónica el día 1 de enero de 2005.

1.8 Autorizaciones administrativas

La efectividad de la fusión proyectada queda sujeta a la realización de las notificaciones y a la obtención de las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas compañías.

2 Métodos de valoración seguidos para la determinación del tipo de canje

A continuación se incluye la descripción de los métodos de valoración seguidos por los Administradores de Telefónica y Terra para determinar el tipo de canje de las acciones de conformidad con la información recibida de las compañías.

2.1 Telefónica

El importe del valor real de Telefónica utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €66.361 millones. Dicho importe ha sido calculado a partir del precio de cierre de Telefónica el día 21 de febrero de 2005 (€14,19 por acción), descontando un total de €0,80 por acción. Este ajuste se ha realizado en función de los dividendos que Telefónica tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión y que, por consiguiente, no serán atribuidos a los accionistas de Terra una vez se realice el canje. Los dividendos que se han considerado son los siguientes: (i) dividendo de €0,23 por acción a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005 a los accionistas actuales de Telefónica; y (ii) dividendo en especie, con cargo a la prima de emisión, de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, que está previsto se abone inmediatamente después de celebrada la Junta General de Accionistas que decida sobre la fusión; el valor estimado de este dividendo asciende a €0,57 por acción. El dividendo de €0,27 por acción que está previsto abonar el 11 de noviembre de 2005 no se ha tomado en consideración para realizar el ajuste porque será satisfecho con posterioridad a la inscripción de la fusión y, por tanto, al beneficiar tanto a los accionistas de Telefónica como a los accionistas de Terra, resulta neutral para la formulación de la ecuación de canje.

El importe del precio de cierre de la acción de Telefónica ajustado por los dividendos indicados asciende a €13,39 por acción y, multiplicado por un total de acciones de Telefónica de 4.956 millones, da un valor de €66.361 millones.

En opinión de las Sociedades y de sus asesores financieros, el método de valoración basado en la cotización de mercado de la compañía se justifica por la elevada liquidez por acción de Telefónica.

De acuerdo con la información recibida de Telefónica, la Dirección de Telefónica contrató los servicios de Morgan Stanley para recibir asesoramiento financiero en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las sociedades y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión.

El anexo I a este informe incluye el informe preparado por Telefónica en el que se resumen los análisis de valoración y la justificación del tipo de canje realizados por Telefónica con la asesoría financiera de Morgan Stanley.

2.2 Terra

El valor real de Terra utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €1.690 millones. Este valor real se ha basado en el método de suma de partes, basado fundamentalmente en el del descuento de flujos de caja, el cual se ha contrastado con los siguientes métodos de valoración: (i) múltiplos de cotización de sociedades comparables, (ii) múltiplos pagados en transacciones comparables, (iii) cotizaciones de mercado y (iv) precios objetivo de analistas de mercado. Asimismo, se ha descontado el dividendo de €0,60 que Terra tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión. De todo ello resulta un valor unitario para la acción de Terra de €2,98.

De acuerdo con la información recibida, Terra contrató los servicios de Citigroup y de Lehman como asesores financieros en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las Sociedades y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión.

El anexo II incluye los informes preparados por Terra con la colaboración de sus asesores financieros en esta operación, Citigroup y Lehman, en los que se resumen los análisis de valoración y la justificación del tipo de canje.

3 Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo

Los análisis y comprobaciones que hemos efectuado han tenido como objeto, exclusivamente, el cumplimiento de los requisitos contenidos en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo han sido los siguientes:

3.1 **Obtención y análisis de, principalmente, la siguiente información:**

- Proyecto de Fusión formulado y aprobado por los Consejos de Administración de Telefónica y Terra, con fecha 23 de febrero de 2005.
- Certificados de los acuerdos de los Consejos de Administración de Telefónica y Terra relativos a la aprobación del Proyecto de Fusión de fecha 23 de febrero de 2005.
- Opiniones “fairness opinion” e informes de valoración de las Sociedades preparados por Morgan Stanley & Co. Limited, Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España y Citigroup Global Markets Limited, a solicitud de los respectivos Consejos de Administración de las Sociedades.
- Información preparada por Terra y Telefónica como contestación a los requerimientos de información de CNMV relativa a la operación de fusión de fechas 25 de febrero de 2005 y 23 de marzo de 2005.
- Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas de Telefónica y Terra correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2003 y 2004, todas ellas auditadas por Deloitte, S.L. Cuentas anuales auditadas de Terra Networks España, S.A., Sociedad Unipersonal, para el ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004, auditadas por BDO Audiberia Auditores, S.L.
- Plan estratégico de Terra para el período comprendido entre 2005 y 2008, ambos inclusive.
- Presupuesto de Terra correspondiente al ejercicio 2005.

- Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de Terra, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2005 y 31 de diciembre de 2008.
 - Información económico-financiera de Terra en su formato analítico, detallada por línea de negocio, correspondiente a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2003 y 2004.
 - Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de Telefónica, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2005 y 31 de diciembre de 2008.
 - Informes fiscales y legales relativos a la operación de fusión prevista, preparados o encargados por la Dirección de cada una de las Sociedades.
 - “Strategic Alliance Framework Agreement” firmado entre Telefónica y Terra.
 - Otros contratos comerciales, accionariales, así como contratos relativos a opciones y ofertas vinculantes de compra/venta de participaciones accionariales significativas o en proceso de negociación que se han considerados relevantes para la realización de nuestro trabajo.
 - Información bursátil relativa a la cotización de las acciones de Telefónica y Terra.
 - Información bursátil relativa a la cotización de compañías comparables a Telefónica y Terra.
 - Información pública relativa a transacciones de acciones de compañías similares a Terra y Telefónica o a alguno de sus negocios, en su caso.
 - Informes preparados por analistas financieros relativos a Telefónica y Terra.
 - Otra información que se ha considerado relevante para la realización de nuestro trabajo.
- 3.2** Revisión y análisis, de acuerdo con la información disponible, de cada uno de los informes de valoración y “fairness opinion” facilitados por los respectivos bancos de inversión.
- 3.3** Revisión de las metodologías de valoración empleadas y de sus respectivos parámetros con la documentación soporte existente, utilizadas para la determinación del tipo de canje de la operación de fusión prevista.
- 3.4** Realización de análisis de sensibilidad sobre las variables más significativas que pudieran afectar a los negocios de las Sociedades y por lo tanto a los valores estimados y a la correspondiente ecuación de canje.
- 3.5** Mantenimiento de reuniones con la Dirección de cada una de las Sociedades, así como con sus asesores y auditores, con el propósito de, en su caso, recabar otra información que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo.

3.6 Obtención de una carta firmada por la Dirección de cada una de las Sociedades confirmando que según su leal saber y entender se nos ha facilitado toda la información considerado relevante para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que no se han producido acontecimientos posteriores entre la fecha de la firma de los informes de auditoría de Telefónica y Terra correspondientes al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004 y la fecha de nuestro informe, que no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudieran modificar de forma sustancial la imagen fiel del patrimonio y/o la situación financiera que se muestra en dicha fecha, y que por lo tanto pudieran afectar a la ecuación de canje.

Nuestro trabajo se ha basado en información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Sociedades. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido la integridad y exactitud de dicha información, así como que la misma refleja las mejores estimaciones de la Dirección de las Sociedades acerca de las perspectivas de sus negocios desde el punto de vista operativo y financiero.

Adicionalmente, nuestro trabajo se ha basado en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, sin perjuicio de que, en la medida de lo posible, hemos comprobado que la información presentada es consistente con otros datos proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la fusión proyectada se obtendrán sin ningún efecto adverso para Telefónica o Terra o para los beneficios esperados de la Operación que afecten de forma significativa a nuestro análisis.

Finalmente, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y por tanto no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación de fusión prevista u otras transacciones de acciones de las Sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la Operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las Sociedades, ni analizar la decisión de negocio de las Sociedades para proceder con la mencionada operación de fusión.

4 Dificultades especiales de la valoración

4.1 Todo trabajo de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y, por lo tanto, el “valor” obtenido constituye únicamente un punto de referencia para las partes interesadas en llevar a cabo una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del mismo.

- 4.2** Debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a diversos factores subjetivos.
- 4.3** En relación con el método del descuento de flujos de caja que ha sido utilizado, entre otros, por las Sociedades y sus asesores financieros para la valoración de Telefónica y Terra, el mismo, se ha basado en las proyecciones financieras de las Sociedades preparadas conforme a las hipótesis determinadas por la Dirección de cada una ellas, que recogen su mejor estimación y juicio basándose en las presentes circunstancias y su esperado desarrollo. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como inicialmente han sido definidas, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Asimismo, debe tenerse en consideración que Terra forma parte del Grupo Telefónica y que ello puede determinar una mayor interrelación de las políticas de las Sociedades. En atención a una y otra circunstancia, los resultados y los flujos de caja estimados podrían no resultar en el futuro tal y como se han previsto o, en el caso de que Terra no estuviese participada por Telefónica, tales resultados y flujos podrían diferir de los utilizados, pudiendo verse afectados, en consecuencia, los valores obtenidos.
- 4.4** De acuerdo con la información recibida en relación con la venta de la participación de Lycos Inc. por parte de Terra durante 2004, Telefónica esta considerando la posibilidad de reconocer bases imponibles negativas adicionales por un importe máximo de hasta €7.418 millones, como consecuencia de aplicar como valor de adquisición fiscal el que resultaría de tomar el valor de mercado de las acciones de Lycos Inc. recibidas, en lugar del valor contable por el que fueron registradas contablemente, todo ello conforme al procedimiento previsto en la Disposición Adicional Tercera del Real Decreto 1163/1990, de 21 de septiembre. Si bien existen determinados argumentos técnicos basados en la interpretación de la normativa fiscal aplicable que justificarían la impugnación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades para reconocer las bases imponibles negativas adicionales, la ausencia de antecedentes idénticos o equivalentes que permitan su aplicación da lugar a una incertidumbre razonable sobre su posible aceptación por parte de la Administración Tributaria y, en consecuencia, sobre la posible utilización efectiva de tales créditos fiscales por parte del Grupo de Consolidación Fiscal de Telefónica, así como sobre el momento en que tales créditos fiscales serían susceptibles de utilización.
- 4.5** En relación con el contrato marco de Alianza Estratégica entre Telefónica y Terra de fecha 12 de febrero de 2003, por el que Telefónica garantiza a Terra un margen mínimo, medido como la diferencia entre los ingresos resultantes de los servicios prestados en virtud de dicho acuerdo y los costes e inversiones directamente asociados a los mismos, de 78,5 millones de euros anuales hasta 31 de diciembre de 2008, debemos mencionar que de acuerdo con la información obtenida y reuniones mantenidas no es posible estimar con fiabilidad la probabilidad y los términos de renovación del mismo a partir de la fecha de su extinción en 31 de diciembre de 2008.
- 4.6** El informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas de Terra correspondientes al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004 incluye la siguiente salvedad que se transcribe literalmente:

“5) Tal y como se indica en la nota 17-d)1, a la fecha actual sigue sin resolverse la reclamación, por daños y perjuicios de cuantía indeterminada, presentada por IDT (International Discount Telecommunications Corporation) contra Terra Networks, S.A., Terra Networks USA, Inc. y Telefónica, S.A. Los Administradores de la Sociedad y sus asesores legales externos consideran que Terra Networks, S.A. tiene sólidas defensas para oponerse a la reclamación, si bien en la situación actual del proceso estiman que no pueden predecir el resultado final del mismo.”

En consecuencia, el rango de valores estimado podría verse afectado de no existir la actual incertidumbre sobre el resultado final de dicha reclamación.

5 Conclusiones

De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el proyecto de fusión.
- El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es igual por lo menos, al importe máximo del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el proyecto de fusión.

Nuestra conclusión debe interpretarse en el contexto del alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo, sin que de la misma pueda derivarse ninguna responsabilidad adicional a la relacionada con la razonabilidad de los métodos de valoración utilizados y del tipo de canje propuesto.

Este informe ha sido preparado exclusivamente para cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

/f/ Ana Martínez Ramón

Ana Martínez Ramón
Socio Director

12 de abril de 2005

Anexo I

Telefónica contrató los servicios de Morgan Stanley & Co. Limited (en adelante Morgan Stanley) para recibir asesoramiento financiero en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las compañías y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Morgan Stanley emitió en fecha 23 de febrero de 2005 una “fairness opinion” en relación con la Operación dirigida al Consejo de Administración de Telefónica, en la que concluía que, sobre la base y sujeto a lo previsto en el indicado documento, la relación de canje de la fusión y el dividendo extraordinario de €0,60 por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de Fusión son justos (“fair”) desde un punto de vista financiero para Telefónica.

Con el asesoramiento de Morgan Stanley, Telefónica realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las compañías y sobre la base de los mismos y previa negociación con Terra bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la Operación que se reflejan en el Proyecto de Fusión.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Telefónica, Morgan Stanley llevó a cabo diversos análisis de valoración de las compañías en relación con la preparación de su “fairness opinion”. A continuación se resumen dichos análisis, que están basados en precios de cierre para las acciones de Telefónica y Terra a 21 de febrero de 2005 y ajustados por los siguientes dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades:

- i. Precio de Telefónica: ajustado por un total de €0,80 por acción por los dividendos anunciados por Telefónica (no pagaderos a los accionistas de Terra en relación a las acciones de Telefónica que recibirían de la fusión, tal y como establece el acuerdo de fusión) que se distribuyen de la siguiente forma: (a) dividendo de €0,23 por acción a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005, a los accionistas actuales de Telefónica; y (b) la distribución entre los accionistas de Telefónica, de acciones propias en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión, que está previsto que se efectúe en los días sucesivos a la Junta General Ordinaria de Accionistas (valor estimado de €0,57 por acción a precio de Telefónica de 21 de febrero de 2005).
- ii. Precio de Terra: ajustado por el dividendo extraordinario de €0,60 aprobado por el Consejo de Administración de Terra el 23 de febrero de 2005, a distribuir entre los accionistas de Terra, antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.

Rango de cotización

Morgan Stanley ha revisado el rango de precios de cierre de las acciones de Telefónica y Terra para varios períodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha observado lo siguiente:

Período hasta el 21 de febrero de 2005	Euros	
	Telefónica	Terra
Últimos 90 días	12,18 – 13,76	2,20 – 2,70
Últimos seis meses	10,66 – 13,76	2,17 – 2,70
Últimos doce meses	10,40 – 13,76	2,17 – 2,70

Morgan Stanley ha calculado que la ecuación de canje de 2 acciones de Telefónica por cada 9 acciones de Terra, tal y como recoge el Proyecto de Fusión, representa una prima del 15% sobre el precio no afectado de las acciones de Terra a fecha 11 de febrero de 2005, y una prima del 14% sobre la media de los últimos 30 días de cotización de las acciones de Terra previos al día 21 de febrero de 2005.

Análisis de compañías comparables

Morgan Stanley ha comparado cierta información financiera de Telefónica y de Terra con proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros sobre ciertas compañías con modelos de negocio similares a los de Telefónica y Terra, respectivamente. Las compañías que han sido utilizadas para este análisis son las siguientes:

- i. En relación a Telefónica: Belgacom, British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom, KPN, Hellenic Telecommunications (OTE), Portugal Telecom, Swisscom, Tele Danmark (TDC), Telecom Italia, TeliaSonera, Telekom Austria y Telenor; y
- ii. En relación a Terra: utilizando como referencia el precio de cierre no afectado de T-Online a 8 de octubre de 2004 (previo al anuncio por parte de Deutsche Telekom de su oferta de adquisición de las participaciones minoritarias y de la fusión subsiguiente entre Deutsche Telekom y T-Online).

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados para 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Telefónica y los beneficios estimados para 2006 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Terra. Morgan Stanley ha aplicado estos múltiplos a los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Telefónica y de 2006 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros en el caso de Telefónica, y en el caso de Terra, proyecciones financieras del equipo de gestión de esta compañía.

Teniendo en cuenta el número de acciones de Telefónica y Terra, Morgan Stanley ha estimado el valor implícito por acción de Telefónica y Terra respectivamente a 21 de febrero de 2005:

Dato financiero	Importe del dato financiero (millones €)	Múltiplo aplicado en base al análisis de compañías comparables	Valor implícito por acción (€)
Valor de negocio de Telefónica dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	14.301	5,6x - 6,6x	10,89 - 13,77
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2006	60	12,6x	2,67

Ninguna de las compañías utilizadas en el análisis de compañías comparables es idéntica a Telefónica o a Terra. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Telefónica o de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Telefónica o de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Telefónica y Terra o la industria o los mercados financieros en general. El análisis matemático (como por ejemplo el cálculo de la media o la mediana) no es en sí mismo un método representativo a la hora de utilizar información de compañías comparables.

Método de descuento de flujos de caja

Morgan Stanley ha calculado un rango de valoración por acción tanto para Telefónica como para Terra basándose en el método de descuento de flujos de caja. En relación a Telefónica, Morgan Stanley se ha basado en proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros para los años 2005 a 2010 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2011 a 2014. Para determinar el rango de valoración por acción de Telefónica, Morgan Stanley ha calculado el valor residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 1,0% y 1,5%. Los flujos libres de caja desapalancados de los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas coste de capital medio ponderado de entre 8,0% y 9,0%. En relación a Terra, Morgan Stanley se ha basado en las proyecciones financieras de Terra facilitadas por el equipo de gestión de Telefónica (que a su vez las recibió de Terra), para los años 2005 a 2008 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2009 a 2014.

Respecto a dichas proyecciones financieras, así como a otra información y datos sobre Terra, incluyendo información sobre la situación fiscal de Terra, Morgan Stanley ha sido informado por el equipo de gestión de Telefónica de que dichas proyecciones financieras y otra información y datos sobre Terra, han sido preparados con base en las mejores estimaciones y juicio por parte del equipo de gestión de Telefónica acerca de la evolución financiera y de la situación fiscal de Terra. Para determinar el valor por acción de Terra, Morgan Stanley ha calculado el valor residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 3,0% y 4,0%. Los flujos libres de caja desapalancados para los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas coste de capital medio ponderado de entre 11,5% y 12,5%. Los flujos libres de caja desapalancados incluyen los beneficios para Telefónica resultantes del negocio o de la situación fiscal u otros ahorros de Terra, así como los pagos a recibir por Terra provenientes del acuerdo de alianza estratégica firmado con Telefónica.

La siguiente tabla resume los resultados del análisis realizado por Morgan Stanley:

Hipótesis principales	Valor de mercado implícito (millones €)	Valor de mercado implícito por acción (€)
Telefónica: tasa de crecimiento a perpetuidad (1,0%-1,5%); tasa de descuento (8,0%-9,0%)	69.928 - 88.215	14,11 – 17,80
Terra: tasa de crecimiento a perpetuidad (3,0%-4,0%); tasa de descuento (11,5%-12,5%)	1.448 – 1.522	2,55 – 2,68

Precios Objetivo de Informes de Analistas Financieros

Morgan Stanley ha revisado y analizado los precios de cotización publicados por analistas financieros para las acciones de Telefónica y Terra. Dichos precios objetivo reflejan las estimaciones de cotización futura de las acciones de Telefónica y Terra. El rango de precios objetivo para Telefónica y Terra se sitúa entre €13,70 y €15,70 y entre €2,30 y €2,65, respectivamente.

Los precios objetivo publicados por analistas financieros no reflejan necesariamente los precios actuales de cotización de las acciones de Telefónica y Terra. Dichas estimaciones están sujetas a incertidumbre, incluyendo la evolución financiera de Telefónica y Terra, así como a las condiciones de mercado futuras.

Análisis de operaciones anteriores

Morgan Stanley ha analizado la oferta pública de adquisición por parte de Deutsche Telekom sobre el 26% de T-Online que aún no poseía, y la subsiguiente fusión entre Deutsche Telekom y T-Online, anunciada el 9 de octubre de 2004.

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados de 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización y ha aplicado este múltiplo a los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras del equipo de gestión de Terra. Basado en el número de acciones, Morgan Stanley ha estimado que el valor implícito por acción de Terra a 21 de febrero de 2005 sería:

Dato financiero	Importe del dato financiero (millones €)	Múltiplo aplicado en base al análisis de operaciones precedentes	Valor implícito por acción (€)
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	52	17,7x	2,96

Ninguna de las compañías u operaciones utilizadas como parte del análisis de operaciones anteriores es idéntica a Terra o a la fusión. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Terra o la industria o los mercados financieros en general, que pudieran afectar a la cotización o valor del negocio de las operaciones con las que se está comparando la fusión en cuestión.

Análisis de la ecuación de canje

Morgan Stanley ha analizado el ratio de los precios de cierre de las acciones de Terra dividido por los correspondientes precios de cierre de las acciones de Telefónica en varios períodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha examinado las primas que derivan de la comparación de la ecuación de canje anunciada de 0,2222, tal y como se recoge en el acuerdo de fusión, sobre las referencias indicadas en la siguiente tabla, observando lo siguiente:

	Telefónica (€/acción)	Terra (€/acción)	Ecuación de canje implícita	Prima implícita ⁽¹⁾
Media últimos 90 días	12,18 – 13,76	2,20 – 2,70	0,181 – 0,196	23% - 13%
Media últimos seis meses	10,66 – 13,76	2,17 – 2,70	0,196 – 0,204	9% - 13%
Media últimos doce meses	10,40 - 13,76	2,17 – 2,70	0,196 – 0,209	6% - 13%

(1) Prima implícita definida como ecuación de canje anunciada de 0,2222 dividida por la ecuación de canje resultante para cada media de cotización

Anexo II

Terra contrató los servicios de Citigroup Global Markets Limited (en adelante Citigroup) y de Lehman Brothers Europe Limited (en adelante Lehman Brothers) como asesores financieros en relación con la Operación y con el proceso de valoración de Terra y Telefónica y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Ambas entidades emitieron con fecha 23 de febrero de 2005 sendas “fairness opinion” en relación con la Operación dirigidas al Consejo de Administración de Terra, en las que se concluía que, sobre la base y sujeto a lo previsto en los indicados documentos, la relación de canje de la fusión y el dividendo extraordinario de €0,60 por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de Fusión son justos (“fair”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Terra distintos de Telefónica.

Con el asesoramiento de ambas entidades, Terra realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las Compañías y sobre la base de los mismos y previa negociación con Telefónica bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la Operación que se reflejan en el Proyecto de Fusión.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Terra, Citigroup y Lehman Brothers llevaron a cabo diversos análisis de valoración de las Compañías en relación con la preparación de sus respectivas “fairness opinion”. A continuación se resumen, de forma separada, los análisis realizados por cada uno de los asesores señalados.

1 Citigroup

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros realizados por Citigroup en relación con la preparación de su “fairness opinion”. A estos efectos, Citigroup tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de €0,23 por acción de Telefónica con cargo al ejercicio 2004 y el reparto propuesto por Telefónica de 1 acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, de la que los titulares de las acciones de Terra no se beneficiarían, y el dividendo propuesto de €0,60 por acción de Terra que se pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

Evolución histórica del precio de la acción

Citigroup revisó la relación entre las variaciones en el precio de las acciones de Terra y el precio de oferta implícito en la fusión para el período comprendido entre el 25 de julio de 2003, fecha en la que Telefónica anunció oficialmente a la CNMV el número de acciones de Terra que adquirió en la OPA y el 11 de febrero de 2005, último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta de fusión a Terra. El precio de oferta implícito en la fusión se calculó multiplicando el precio por acción de Telefónica ajustado por la ecuación de canje de 2/9 y añadiendo €0,60 por el efecto del dividendo anticipado de las acciones de Terra a pagar con anterioridad a la fusión. El precio por acción de Telefónica ajustado se calculó restando el dividendo en efectivo de €0,23 al precio por acción de Telefónica sin ajustar y, a continuación, ajustando el resultado por el dividendo anticipado en acciones de Telefónica de 1 acción por cada 25 acciones en circulación, dividendos en efectivo y en acciones de los que los accionistas de Terra no se beneficiarían. Citigroup también ajustó el precio por acción de Terra por el dividendo en efectivo de €2,00 por cada acción de Terra pagado en julio de 2004, en el período previo al pago de dicho dividendo.

Adicionalmente, Citigroup comparó el precio de oferta implícito con la cotización de una acción de Terra el 11 de febrero de 2005 (último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta) y con los precios medios de cotización del mes anterior, de los tres meses anteriores y de los seis meses anteriores, al 21 de febrero de 2005, en el caso de Telefónica y al 11 de febrero de 2005 en el caso de Terra. La siguiente tabla muestra los resultados de dicho análisis:

	Precio por acción de Terra (€)	Precio de oferta implícito (€)	Prima
11 de febrero de 2005	3,19	3,58	12%
Cotización media último mes	3,11	3,56	14%
Cotización media últimos tres meses	2,96	3,49	18%
Cotización media últimos seis meses	2,90	3,35	16%

Análisis de operaciones anteriores

Teniendo en cuenta que Telefónica controla actualmente Terra, Citigroup comparó la prima que representaba el precio de oferta implícito en la fusión sobre el precio del último día de cotización previo al anuncio y sobre el precio medio de cotización del último mes, de los últimos tres meses y de los últimos seis meses, con las primas pagadas en períodos de cotización similares representadas por:

- el precio en efectivo de cuatro OPAs de exclusión recientes de compañías españolas;
- el precio en tres fusiones recientes de compañías españolas en las que accionistas significativos (titulares de menos de la mitad de los fondos propios) adquirirían los fondos propios restantes de dichas compañías; y
- el precio en dos OPAs recientes lanzadas por accionistas de control (titulares de más de la mitad de los fondos propios) de proveedores de Internet europeos para adquirir los fondos propios restantes de dichas compañías.

Las operaciones anteriores que Citigroup tomó en consideración fueron las siguientes:

OPAs de exclusión españolas

Fecha del anuncio	Compañía
22 de abril de 2002	Hidroeléctrica del Cantábrico
9 de diciembre de 2003	Aceralia Corporación Siderúrgica, S.A.
31 de mayo de 2004	Centros Comerciales Carrefour, S.A.
4 de junio de 2004	Cementos Molins, S.A.

Fusiones españolas con Accionista Significativo

Fecha del anuncio	Adquirente	Sociedad objetivo
16 de abril de 2002	FCC	Portland Valderrivas
1 de julio de 2003	ACS	Grupo Dragados
1 de agosto de 2003	Bami	Metrovacesa

Fusiones de compañías de Internet europeas con Accionista Mayoritario

Fecha del anuncio	Adquirente	Sociedad objetivo
23 de febrero de 2004	France Telecom	Wanadoo
9 de octubre de 2004	Deutsche Telekom	T-Online

Por lo que respecta a la información financiera de las operaciones anteriores y las compañías involucradas en ellas, Citigroup se basó en la información contenida en documentos disponibles al público. La siguiente tabla resume la mediana de las primas (descuentos) ofrecidas en estas operaciones sobre el precio de cotización previo al anuncio y sobre el precio de cotización del último mes, de los últimos tres meses y de los últimos seis meses previos, y en la columna de la derecha se señala, a efectos comparativos, la misma información para el precio de oferta implícito en la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica.

Período	Mediana de primas (descuentos) OPAs de exclusión españolas	Mediana de primas (descuentos) fusiones españolas con accionista significativo	Mediana de primas (descuentos) fusiones de compañías de Internet europeas con accionista mayoritario	Prima implícita de la oferta de fusión
1 día	(2,2%)	9,3%	8,6%	12%
3 meses	2,7%	2,4%	17,3%	18%
6 meses	7,0%	7,0%	19,0%	16%

Citigroup observó que ninguna de las operaciones anteriores era idéntica a la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica.

Valoración de Terra

Análisis de Descuento de Flujos de Caja

El principal método para revisar el valor de Terra utilizado por Citigroup fue un análisis de “suma de partes” sobre la base de descuento de flujos de caja para cada uno de los activos operativos individualizados de Terra y para algunos activos no operativos. Citigroup aplicó tasas de descuento específicas para cada país con base en hipótesis de coste medio ponderado del capital para calcular el valor neto presente de los flujos de caja libres de los activos operativos de Terra proyectados por su equipo directivo, los beneficios de ahorros fiscales futuros relativos a pérdidas operativas netas y los pagos a percibir por Terra por su acuerdo de alianza estratégica con Telefónica. Sin embargo, Citigroup aplicó tasas de descuento más altas para calcular el valor neto presente del posible crédito fiscal adicional resultante de la venta de Lycos Inc., realizada por Terra el 2 de agosto de 2004, ya que la capacidad de Terra para realizar el valor de este activo contingente es especulativa y difícil de predecir. A continuación, Citigroup ajustó el valor de Terra para reflejar la caja neta de Terra (incluyendo las cantidades adeudadas por Telefónica en virtud de acuerdos de reparto de cargas fiscales) y otros activos no operativos (incluyendo inversiones en sociedades participadas no consolidadas y en otras sociedades no enteramente participadas e ingresos anticipados por ventas). El resultado de este análisis de “suma de partes” sobre la base de descuento de flujos de caja fue un valor implícito para las acciones de Terra de entre €2,90 y €3,71.

Análisis de compañías comparables

Usando información pública disponible, Citigroup revisó la evolución del precio relativo por acción de Terra desde julio de 2003 a febrero de 2005 y el de las siguientes cinco compañías cotizadas europeas proveedoras de servicios de Internet, así como el índice ponderado de mercado formado por dichas compañías:

- freenet.de
- Iliad
- Telecom Italia Media
- Tiscali
- United Internet

Citigroup también comparó los múltiplos de valor empresarial (igual a los fondos propios, más deuda (“straight debt”), más intereses minoritarios, más acciones preferentes (“straight preferred stock”), más convertibles (“all out-of the money convertibles”), menos inversiones en participadas no consolidadas, menos caja) frente a los ingresos, margen bruto y EBITDA proyectados para el período 2005-2007, de las compañías mencionadas, con dichos múltiplos de Terra. A continuación, Citigroup calculó un rango de valoraciones ilustrativas para los activos operativos de Terra aplicando desviaciones de más/menos 10% sobre la mediana de dichos múltiplos para las compañías comparables, a las proyecciones realizadas por el equipo directivo de Terra y añadiendo después la caja neta de Terra y otros activos no operativos valorados de forma coherente con el método empleado en el análisis anteriormente descrito bajo el epígrafe “Análisis de Descuento de Flujos de Caja”. El resultado de este análisis de compañías comparables fue un valor implícito de la acción de Terra de entre €2,73 y €3,77.

Citigroup observó que ninguna de las compañías seleccionadas era idéntica a Terra. En particular, Citigroup hizo notar que la rentabilidad esperada de Terra relativamente más baja para el período 2005-2007 sugeriría una valoración en el extremo inferior del rango.

Precios Objetivo de Analistas de Mercado

Citigroup revisó los precios objetivo para Terra publicados por analistas de mercado entre el 1 de julio de 2004 (después del ajuste por el dividendo en efectivo de €2,00 por acción de Terra pagado en julio de 2004) y el 15 de febrero de 2005. El rango de estos precios objetivo (excluyendo los valores máximo y mínimo) se situó entre €2,80 y €3,17.

Valoración de Telefónica

A Citigroup no se le ha proporcionado ninguna información de carácter financiero o del negocio de Telefónica, incluyendo proyecciones financieras, que no sea pública y Citigroup no ha tenido acceso al equipo directivo de Telefónica. Esto ha limitado los análisis de valoración con respecto a Telefónica que ha podido utilizar Citigroup.

Citigroup revisó el valor de Telefónica utilizando un análisis de “suma de partes” que utilizó varios métodos de valoración para los principales activos operativos de Telefónica, incluyendo comparables cotizadas y valor de mercado y ajustado por costes generales, activos no operativos y pasivos e intereses minoritarios. Para los principales activos operativos de Telefónica – Telefónica Móviles, el negocio de línea fija en España y Telefónica Internacional– que conjuntamente representan la mayor parte del valor empresarial de Telefónica, el principal método de valoración empleado por Citigroup se basó en el análisis de compañías comparables. Citigroup comparó Telefónica Móviles con Telecom Italia Mobile y Vodafone y su valor de mercado, el negocio de línea fija en España con British Telecom, y Telefónica Internacional, con Telmex, Telesp, Brasil Telecom y Tele Norte Leste. El resultado de este análisis fue un valor implícito en el rango de entre €13,36 y €16,39 por acción de Telefónica, comparado con el precio de mercado de €14,19 por acción de Telefónica a 21 de febrero de 2005.

Citigroup también revisó los precios objetivo para las acciones de Telefónica publicados por analistas de mercado entre el 18 de junio de 2004 y el 11 de febrero de 2005. El rango de estos precios objetivo (excluyendo los tres valores máximos y los tres mínimos) se situó entre €13,50 y €16,50.

2 *Lehman Brothers*

A continuación se expone un resumen del análisis financiero utilizado por Lehman Brothers en relación con la emisión de su “fairness opinion” al Consejo de Administración de Terra. A estos efectos, Lehman Brothers tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de €0,23 por acción de Telefónica con cargo al ejercicio 2004 y el reparto propuesto por Telefónica de 1 acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, de la que los titulares de las acciones de Terra no se beneficiarían, y el dividendo propuesto de €0,60 por acción de Terra que Terra pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

Valoración de Terra

Análisis por “suma-de-las-partes”

Lehman Brothers ha realizado la valoración de Terra siguiendo un método de “*suma-de-las-partes*”, y utilizando diferentes metodologías de valoración en función del tipo de activo. Para el cálculo de la posición de caja de Terra, Lehman Brothers ha utilizado el valor en libras a fecha 31 de diciembre de 2004. Para las inversiones financieras y demás participaciones en otras compañías, Lehman Brothers ha utilizado el valor de mercado, valor del ejercicio de la opción o el valor neto presente de los ingresos futuros provenientes de la oferta o del compromiso de compra por parte de un tercero. Para la valoración del contrato estratégico entre Terra y Telefónica, y los intereses en joint ventures de Terra, así como los activos operativos y el crédito fiscal, Lehman Brothers ha utilizado el método de descuento de flujos de caja, para lo cual ha proyectado los flujos de caja libres atribuibles a dichos activos y ha calculado el valor neto presente descontándolos por el coste de capital medio ponderado.

Adicionalmente al método de descuento de flujos de caja, como método suplementario, los activos operativos en España de Terra también han sido valorados utilizando la metodología de múltiplos de compañías comparables, para el cual se han utilizado múltiplos implícitos de Ingresos y EBITDA de compañías y transacciones de compañías comparables a los negocios de acceso y otras divisiones de Terra España. También se han utilizado múltiplos implícitos de coste de adquisición por suscriptor y de margen bruto de compañías en negocio comparables a Terra España.

El resultado de la valoración efectuada por Lehman Brothers siguiendo una metodología de “suma-de-las-partes” da un valor implícito por acción de Terra de €3,18.

Otras fuentes de valor

Asimismo, Lehman Brothers ha analizado otras fuentes de creación o destrucción de valor no incluidas en la valoración de “suma-de-las-partes” tales como posibles sinergias operativas, la pérdida de los créditos fiscales históricos y la potencial capacidad para obtener valor de la realización del crédito fiscal en relación con la venta de Lycos Inc. por parte de Terra. En consecuencia, Lehman Brothers ha calculado un ajuste al valor por acción de Terra obtenido mediante “suma-de-las-partes” descrito con anterioridad para reflejar el impacto agregado de todas las posibles fuentes de creación o destrucción de valor, obteniendo un valor ajustado de fusión de €3,57 por acción.

Análisis de compañías comparables

Lehman Brothers ha comparado Terra en su conjunto con las siguientes ocho compañías:

- easynet
- freenet.de
- Iliad
- TI Media
- T-Online
- Tiscali
- United Internet
- Web.de

Lehman Brothers ha utilizado el múltiplo medio implícito de las compañías comparables resultante de dividir el valor de la compañía entre el EBITDA estimado para el 2005 y el 2006, multiplicándolo por el EBITDA estimado por Terra para esos mismos años para calcular el valor de compañía implícito de Terra, realizando con posterioridad ajustes correspondientes a otros activos y pasivos. Como resultado de este análisis se ha obtenido una valoración implícita del equity de entre €3,05 y €3,18 por cada acción de Terra, basada en la estimación del EBITDA para Terra para el 2005 y el 2006, respectivamente.

Lehman Brothers ha señalado que, aunque el método de múltiplos de compañías comparables sirve para contrastar resultados, debido a los diferentes niveles de rentabilidad y perfil de riesgo de Terra, el análisis de compañías comparables no ha de considerarse un método de valoración relevante.

Valoración por parte de Analistas Financieros

Lehman Brothers también ha analizado los precios objetivos por acción para Terra en informes publicados entre abril de 2004 y el 8 de febrero de 2005. Lehman Brothers ajustó dos de los precios objetivos publicados en abril de 2004 por el dividendo extraordinario de €2,00 por acción pagado en julio de 2004. La media de los precios objetivos de estos informes fue de €3,00 y la mediana fue de €3,00.

Valoración de Telefónica

Lehman Brothers no ha tenido acceso a información reservada, incluyendo estimaciones, sobre Telefónica. En consecuencia, Lehman Brothers ha analizado la valoración de Telefónica utilizando una metodología basada en la cotización en el mercado.

Valoración por parte de analistas financieros

Lehman Brothers ha analizado los precios objetivos por acción para Telefónica en informes publicados entre el 11 de noviembre de 2004 y el 21 de febrero de 2005. La media de los precios objetivos de estos informes fue de €14,92, y la mediana fue de €14,55.

Evolución histórica del precio de la acción

Lehman Brothers ha analizado la evolución histórica de la cotización de la acción y el volumen negociado de las acciones de Telefónica entre el 25 de mayo de 2003, fecha del lanzamiento de la Oferta Pública de Adquisición por Terra, hasta el 14 de febrero de 2005, fecha del anuncio de la propuesta de fusión con Terra realizado por Telefónica. Lehman Brothers también ha calculado el precio medio por acción de Telefónica para el último mes, seis meses y un año con anterioridad al 14 de febrero de 2005, y para el período entre el 25 de mayo de 2003 y el 14 de febrero de 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Período	Precio Medio (€)
1 mes	14,02
6 meses	13,05
1 año	12,67
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de mayo de 2003	11,52

Valoración Relativa

Lehman Brothers ha realizado un análisis de valoración relativa comparando la evolución de la cotización del precio por acción de Telefónica con la evolución de la cotización del precio por acción de Terra (ajustado por el pago del dividendo extraordinario de €2,00 por acción realizado el 29 de julio de 2004) durante el período entre mayo de 2003 y el 1 de febrero de 2005. Lehman Brothers también ha calculado el ratio medio del precio por acción de Telefónica con el precio por acción ajustado de Terra para el mes de enero de 2005, los seis meses entre agosto de 2004 y enero de 2005, el período de un año entre febrero de 2004 y febrero de 2005 y el período entre el 25 de mayo de 2003 y el 4 de enero de 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Período	Ratio Medio
1 mes	4,49:1
6 meses	4,45:1
1 año	4,30:1
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de mayo de 2003	4,02:1

Lehman Brothers señala que los ratios que se muestran no están ajustados para incluir el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción que deberá ser pagado a los accionistas de Terra con antelación a la fusión.

Valoración bursátil de la contraprestación

Lehman Brothers ha analizado el precio implícito de la oferta de fusión basada en el ratio de 4,5 acciones de Terra por 1 acción de Telefónica, atendiendo a los precios máximos y mínimos de la cotización por acción de Telefónica durante el mes previo al 22 de febrero de 2005, y el precio por acción en dicho día, e incorporando el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción de Terra. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

	Bajo	Alto	A 22 de febrero de 2005
Precio implícito por acción de la oferta por Terra (€)	3,59	3,84	3,69

Lehman Brothers ha señalado que el rango del precio implícito por acción expuesto en la tabla anterior es mayor en todo caso al valor de fusión ajustado de €3,57 por acción de Terra según se recoge en el apartado “Valoración de Terra – Otras fuentes de valor”.