

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

Madrid, 13 de abril de 2005

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

D. César Alierta Izuel

D. Isidro Fainé Casas

D. Fernando de Almansa Moreno-Barreda

D. Jesús María Cadenato Matía

D. Maximino Carpio García

D. Carlos Colomer Casellas

D. Alfonso Ferrari Herreo

D. Gonzalo Hinojosa Fernández de Angulo

D. Miguel Horta e Costa

D. Luis Lada Díaz

D. Antonio Massanell Lavilla

D. Mario E. Vázquez

D. Antonio Alonso Ureba

D. Pablo Isla Álvarez de Tejera

D. Gregorio Villalabeitia Galárraga

D. J. Antonio Fernández Rivero

D. José Fonollosa García

NOTA: En relación con lo indicado en el apartado 3.3.4 del Informe de los Administradores de Telefónica, S.A. sobre el Proyecto de Fusión, se hace constar que la Junta General de Telefónica, S.A. ha quedado finalmente convocada para su celebración el día 30 de mayo de 2005 en primera convocatoria y el día 31 de mayo de 2005 en segunda convocatoria, y que la Junta General de Terra Networks, S.A. ha quedado finalmente convocada para su celebración el día 2 de junio de 2005 en única convocatoria.