

**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

---

<b>1.</b>	<b>ASPECTOS JURIDICOS DE LA FUSIÓN</b>	<b>1</b>
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
<b>2.</b>	<b>ASPECTOS ECONÓMICOS</b>	<b>10</b>
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

<b>2.5.2</b>	<b><i>Lehman Brothers</i></b>	21
<b>2.5.3</b>	<b><i>Referencia al crédito fiscal derivado de la venta de Lycos Inc. en el ejercicio 2004</i></b>	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](http://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:

<b>Número de acciones de Terra</b>	<b>Acciones de Telefónica que corresponden en virtud del canje</b>	<b>Pico de acciones de Terra sujeto al régimen de adquisición de picos</b>
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:

	<b>Precio por Acción de Terra (€)</b>	<b>Precio de Oferta Implícito (€)</b>	<b>Prima</b>
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 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

<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:

<b>Periodo</b>	<b>Mediana de primas (descuentos) OPAs de exclusión españolas</b>	<b>Mediana de primas (descuentos) fusiones españolas con accionista significativo</b>	<b>Mediana de primas (descuentos) fusiones de compañías de internet europeas con accionista mayoritario</b>	<b>Prima implícita en la oferta de fusión</b>
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:

<u>Periodo</u>	<u>Precio Medio (€)</u>
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:

<b>Periodo</b>	<b>Ratio Medio</b>
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:

	<b>Bajo</b>	<b>Alto</b>	<b>A 22 de febrero de 2005</b>
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.

\_\_\_\_\_  
D. Joaquín Faura Battle

\_\_\_\_\_  
D. Francisco Moreno de Alborán y de Vierna

\_\_\_\_\_  
D. Alfonso Merry del Val Gracie

\_\_\_\_\_  
D. Carlos Fernández-Prida Méndez-Núñez

\_\_\_\_\_  
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 Sasiáin, 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.

**NOTA:** En relación con lo indicado en el apartado 1.4.5 del Informe de los Administradores de Terra Networks, S.A. sobre el Proyecto de fusión, se hace constar que la Junta general de Terra Networks, S.A. ha quedado finalmente convocada para su celebración el 2 de junio de 2005 en única convocatoria y que la Junta general de Telefónica, S.A. ha quedado finalmente convocada para su celebración el 30 de mayo de 2005 en primera convocatoria y el 31 de mayo de 2005 en segunda convocatoria.