DOCUMENTO 6

SEGRETO
DECLASSIFICATO SEDUTA 21/01/04
DOC. N. 65/53
BOZZA
SEDUTA 07/04/04
DECLASSIFICATO
RISERVATO
ROMA, 27/11/2002
PROT. N° 289 /TKS

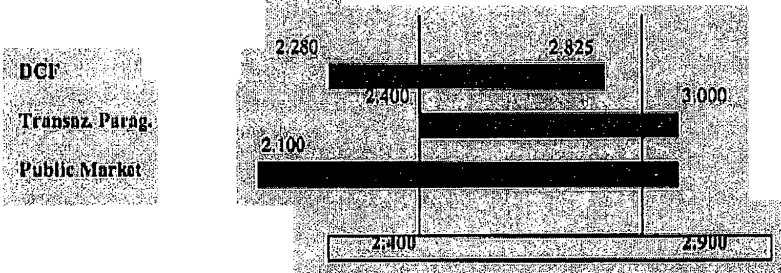
Progetto Serbia

Aggiornamento della valutazione al 13.05

La presente nota è volta a fornire ulteriori elementi di riflessione al fine della definizione del prezzo della transazione alla luce dei più recenti sviluppi negoziali e delle ultime analisi di sensitività fatte.

- **L'intervallo di valore originale.**

Il range di valutazione originale validato dalla consulenza UBS risultava pari a **2.400 - 2.900** milioni di marchi giustificabile per un valore pari a 2.280 - 2.825 da metodi analitico-previsivi fondati sull'analisi dei flussi di cassa prospettici prodotti dalla societa' (DCF).
Il complemento a 2.900 risultava invece giustificabile sulla base di confronti con transazioni paragonabili (opportunamente corrette per tenere conto del diverso livello di ricchezza del paese) ed anche (seppure con minore margine di confidenza) sulla scorta di una ipotesi di quotazione nel medio termine. Tali confronti conducono a valori al più nell'ordine di 3.000 mil.DM.



In estrema sintesi quindi, considerando come base il valore medio del DCF (2.550 mil. DM) la valutazione originale attribuiva alla transazione un premio massimo potenziale nell'intorno di 450 milioni di DM (3.000 - 2.550 mil.DM) che, in ultima analisi veniva in parte proposto nel prezzo (2.700 mil.DM) come surplus rispetto al valore medio del DCF (+150 mil.DM circa).

Nella tabella di seguito si espongono i confronti con transazioni precedenti non corretti per il livello di ricchezza del paese.

TV/Line	Telecom Serbia	Matav 1	SPT	Matav 2
Per line $	864	2.118	1.802	1.728
Per POP $	168	321	376	311
X sales	4,4	3,9	6,8	2,9
X EBDIAT	7,0	n/a	12,9	7,9
X EBIT	10,5	20,8	16,2	13,6

BOZZA

Parte del valore del range sarebbe ascrivibile al valore della licenza mobile (2° operatore GSM) stimato originariamente da UBS nell'intorno di 40/90 mil.DM. Una valutazione alternativa del business in un'ottica (stand-alone) di protezione e conservazione del valore dell'investimento sulla rete fissa consentirebbe una valorizzazione decisamente superiore (100/200 mil.DM). Tale ipotesi, che è valida nell'assunto sfidante di pervenire in 10 anni ad una penetrazione prossima al 12% con la leadership di mercato, è solo parzialmente ricompresa nel range originale.

- **Modifiche intercorse.**

Rispetto alle valutazioni originali i principali elementi differenziali riguardano:

1) L'assenza della legge tariffaria.

Si ricorda che l'impostazione originale prevedeva un incremento one-shot in termini reali nel 1997 del 30% più l'implementazione di un meccanismo di price-cap RPI+x ove il valore x veniva assunto positivo (dal 3% al 5%) dall'anno 1998 all'anno 2001.

Evidentemente, l'assenza di certezze circa l'approvazione di un contratto di programma conferisce al business un più elevato grado di rischio. Ai fini della revisione del valore, tale superiore grado di rischio non è stato scontato nell'assunto ottimistico che un eventuale "best effort" del governo per l'approvazione futura di tale legge o regolamento similare consenta in ultima analisi di pervenire ad un analogo risultato.
E' stato invece analizzato l'impatto del mancato incremento tariffario reale nel 1997 del 30%. Esso in pratica, si sostanzia in una perdita di valore reale nel 1997 dovuto al mancato recupero dell'inflazione e quindi anche in un ritardo nell'implementazione del processo di ribilanciamento tariffario. In sostanza, il mancato incremento reale del 1997 si rifletterebbe anche negli esercizi successivi implicando un minor valore quantificabile nell'intorno di 475 milioni DM (17% circa del valore originale).

2) Minore incremento dell'utenza nel 1997 e nel 1998.

Tale assunto che riduce la dinamica del piano di sviluppo è ascrivibile ad uno stato della rete d'accesso assai peggiore rispetto alle previsioni. Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 90 milioni DM (3% circa del valore originale)

3) Possibile superiore livello di investimento unitario nel 1997 e nel 1998 del 10%/15%.

Tale dato, che non è stato ancora verificato con i tecnici di rete, sarebbe ascrivibile sia alla ripartizione delle spese fisse di rete su di un minore numero di linee incrementali sia, come visto, ad uno stato della rete meno performante rispetto alle attese. Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 80/110 milioni DM (4% circa del valore originale)

BOZZA

4) Presenza della "Golden Share". Tale vincolo sebbene riduca la liquidita' dell'asset e l'autonomia gestionale della societa' non è stato scontato nella valutazione.

5) Imputazione di un onere per l'occupazione delle frequenze GSM e l'assenza del comodato gratuito sugli immobili.
Il dato relativo al costo delle frequenze è oggi sconosciuto, qualora rilevante andrebbe opportunamente valutato.
L'onere per affitti potrebbe invece approssimarsi nell'intorno di 30 mil. DM per anno. Tale imputazione di costo può avere una incidenza sul valore complessivo relativa venendo in buona sostanza riassorbito nel medio periodo nel montante dei costi operativi. Ai fini negoziali tale variazione negli accordi può essere quantificata nell'intorno di 150/160 mil. DM.

6) Tax holiday. Probabilmente il tax holiday è applicabile nel 4° e nel 5° anno solo al 49% dell'utile imponibile.
Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 25 milioni DM (1% circa del valore originale).

Riepilogo Var. di valore		% di Imputazione	
	Mil. DM		
Effetto Prezzi	-475	100%	-475
Effetto Linee	-90	100%	-90
Effetto Capex	-110	80%	-88
Effetto Tasse	-25	100%	-25
Effetto Affitti	-160	30%	-48
Totale	-860		-726

In sintesi, le variazioni intercorse modificano sostanzialmente al ribasso le proiezioni economiche dell'iniziativa (-25%/-30%) consigliando, nel tentativo di far convergere il prezzo verso le risultanze derivanti dall'analisi del business plan, la ricerca di ulteriori generatori di valore. In effetti, il tasso di ritorno per l'azionista (calcolato utilizzando come flussi in uscita il prezzo e come flussi in entrata i dividendi ed il valore finale dell'azienda) risulta pari al 16 % circa (calcolato come media tra il tasso a 10 anni - 18% - e quello a 15 anni - 14,5% -) risulta inferiore al tasso di sconto (pari al 19% circa).

In quest'ambito si è ipotizzato di elevare il valore soggettivo per Telecom assumendo:

a) l'inserimento di un Management Fee
b) l'acquisizione del controllo del gestore radiomobile e quindi la piena valorizzazione dello stesso.
c) alternativamente al MF, assumendo incluso nel prezzo l'acquisto di azioni privilegiate

- **Il Management Fee.**

Il calcolo è stato fatto conservativamente su di una estensione temporale di 8 esercizi ovvero pari al periodo di esclusiva (incluso i 6 mesi 1997) assumendo un valore pari al 3% del fatturato.

BOZZA

L'ipotesi di otto anni è proponibile in analogia con l'esperienza Argentina e Boliviana (con riferimento a Cuba il valore del MF - oggi fisso - era stato calcolato pari al 2% del fatturato su di una estensione temporale di 7 anni indipendentemente dalla durata dell'esclusiva).
In Argentina infatti, il fee - che è circa pari al 3% del fatturato - è valido fino alla scadenza del periodo di esclusiva (ovvero entro breve), mentre in Bolivia esso è pari a circa il 10% del fatturato dell'anno prima e viene percepito sulla base di contratti biennali rinnovabili sino all'apertura alla competizione prevista per l'anno 2001.

L'impatto del Management fee non è elevato in quanto da un lato, la società godendo di un *tax holiday* non scarica per cinque anni tale costo fiscalmente e dall'altro, (come peraltro nel caso Boliviano) poichè TI avrà una quota elevata, il margine per l'arbitraggio tra il valore dedotto dai flussi aziendali (che viene accolto da TI pro-quota al 49%) ed il valore dell'MF ricevuto (che viene accolto da TI al 100%) è abbastanza contenuto.
In tale contesto, l'opzione MF è valida qualora a percepire tali introiti sia una società in perdita fiscale (quale p.es. STET International, che dispone di perdite fiscali per oltre 120 miliardi o TMI). In caso contrario, se si assume la tassazione piena in Italia al 53% sul ricavo marginale il grossing-up da richiedere alla società andrebbe a ridurre il valore dei flussi aziendali più che proporzionalmente rispetto al valore ricevuta da TI per cassa come fee. Si rileva peraltro che l'analisi del MF in sede di valutazione non è univoca avendo riscontrato casi di valutazione al netto delle tasse (STET Hellas) e casi di valutazione ante-tasse (Bolivia).
Nel caso in parola si è assunto che la società percettrice consuntivi un margine imponibile su tali commesse nell'intorno del 20%.
Poichè l'effetto del management fee è comunque limitato si consiglia un valore non superiore al 3%/4% al fine di non minare la performance reddituale della società ed anche per coerenza con il canone di concessione percepito dallo stato (2% del fatturato su 8 anni).

- **Le azioni privilegiate.**

Poichè la società è in utile e gode di un'esenzione fiscale, una proposta alternativa può essere quella di acquisire allo stesso prezzo anche azioni privilegiate opportunamente valutate con uno sconto sulle azioni ordinarie o sulla sulla base dei dividendi percepiti.
L'ipotesi fatta è di acquisire azioni privilegiate per un ammontare pari al 15% del capitale totale (15% privilegio; 85% ordinarie) evidenzia un risultato per Telecom analogo a quanto contratto tramite un MF pari al 3% sul fatturato calcolato su di una base temporale di 8 anni.
Tale ipotesi se interessante dal punto di vista economico può essere di difficile applicazione pratica dal punto di vista negoziale poichè introduce classi di azioni già rifiutate come garanzia per i pagamenti vincolati alle performance societarie.

- **La nuova scala di valori.**

BOZZA

Quanto di seguito esposto ricolloca gli elementi citati al fine ultimo di pervenire ad una quantificazione del valore economico come da Business Plan, e quindi al fine di quantificare l'eventuale premio di posizionamento strategico o di mercato o, altrimenti, la riduzione di prezzo.

Ipotesi 1) Introduzione del management Fee

Mil. DM	Min	Medio	Max
Valore DCF Originale (UBS)	**2.280**	**2.553**	**2.825**
Mobile	40	60	90
Valore Rete Fissa Originale	**2.240**	**2.493**	**2.735**
Riduzioni rete Fissa	-726	-726	-726
Nuovo valore	1.514	1.767	2.009
Valorizzazione del Mobile:			
Valore max del mobile stand-alone	150	150	150
Premio di maggioranza sul Mobile	30	30	30
Totale Mobile	180	180	180
Valore Totale	**1.694**	**1.947**	**2.189**
Introduzione del Management Fee:			
Minor valore società (*)	-116	-123	-128
Valore Società con MF	**1.578**	**1.824**	**2.061**
Valore per Telecom:			
Management Fee (netto tasse)	147	147	147
Valore Quota Azionaria	773	894	1.010
Totale Telecom (a)	**920**	**1.040**	**1.156**
Target Price Fase 1	1.323	1.323	1.323
Sconto da fase 2 (49%) (b)	-403	-283	-167
Premio % (b/a)	44%	27%	14%
Premio totale implicito fase 2	823	577	340
Premio totale fase 1	420	147	-125

(*) Il minor valore della società è ascrivibile all'imputazione dei fees in Telecom Serbia. Tale dato esclude il minor valore relativo al minore dell'opportunità relativa al tax holiday concesso dalle autorità serbe. Tale minor valore, virtuale, è quantificabile in 35 mil. DM. Tale dato è altresì al netto del minor impatto dell'effetto tasse di cui al punto 6 quantificato in 5 mil. DM.

Come esposto, nonostante le valorizzazioni del mobile e del management fee/azioni privilegiate, la conferma del prezzo proposto nella fase 1 (1.323 mil.DM) implica il

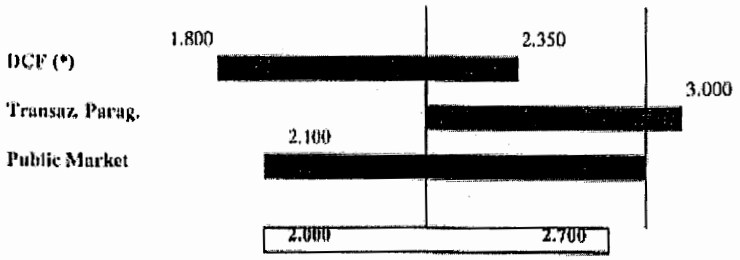
BOZZA

riconoscimento di un premio sostanziale sul valore risultante dal DCF pari, nell'ipotesi mediana, al 30% circa (oltre 500 mil. DM).

In tale contesto, poichè la valorizzazione delle milestones è esclusivamente legata alle risultanze del DCF, si consiglia di (anche in funzione del livello di premio eventualmente riconosciuto nel prezzo):

1) sicuramente di ridurne il valore complessivo in funzione delle risultanze del nuovo piano (nell'ordine di 400 mil.DM vs 500 mil.DM dell'ipotesi originale)
2) di togliere tale opportunità di incremento dei corrispettivi concessi riconoscibili alla parte serba.

In sintesi, l'eventuale conferma del prezzo originale trova al più giustificazione nelle transazioni paragonabili o in ipotesi di successo nella quotazione della società fra 5/7 anni.



(*) il DCF include il surplus per Telecom relativo al MF/azioni privilegio.

Rispetto alle transazioni paragonabili sopra esposte l'operazione in parola conserva margini di rischio superiori dovute alla particolarita' del processo negoziale che, di fatto limita parzialmente l'accesso all'informazione economica e, soprattutto, l'attendibilita' dei dati contabili.
Con riferimento alle tariffe il livello di rischio è materialmente superiore rispetto alle transazioni di cui sopra in buona sostanza solo con riferimento a MATAV non essendo stata definita al tempo della transazione SPT la regola tariffaria per la quale risultava comunque necessaria una rinegoziazione annuale sebbene in un contesto di recupero inflattivo.

Per contro, l'operazione in parola dimostra alcuni punti migliorativi rispetto alle citate esperienze che includono:

- un superiore livello di "corporate governance",
- un più esteso monopolio (8 anni contro 5 per SPT),
- assenza di "performance targets" nella licenza fissa e mobile,
- l'estensione DECT e DCS 1.800 e la garanzia di un regime duopolistico sui servizi cellulari,
- un superiore livello potenziale di dividendi rispetto ad SPT (apparentemente la società potrebbe distribuire dividendi, deliberati a valere sull'utile 1998).

BOZZA

Tali considerazioni possono ragionevolmente giustificare un superiore peso nella definizione del range di valore delle transazioni paragonabili.

E' tuttavia chiaro che il riconoscere un prezzo pari a massimo del range (2.700 mil. DM) implica il riconoscimento di un plusvalore analogo a quanto riscontrabile nei prezzi proposti in sede di gara "open". In altri termini, lo spostare parte sostanziale dell'analisi del valore strategico sulle transazioni paragonabili, limita di fatto il tasso di ritorno atteso al di sotto del tasso di sconto Equity del 19% circa (l'IRR atteso inclusivo dell'MF, risulta pari al 17% circa inteso come media tra un 15% circa su 15 anni ed un valore prossimo al 19% se calcolato con la quantificazione del valore terminale già al decimo anno). Si ricorda che si perverrebbe ad un IRR medio nell'ordine del 19% riconoscendo un prezzo pari al più a 1.100/1.150 mil DM circa (49% di 2.200/2.300).

Evidentemente quindi, qualora ci si posizioni sul valore estremo del range (2.700 mil. DM) non vi sarebbe spazio per l'imputazione di debiti finanziari in capo alla nuova società (salvo una proporzionale riduzione del prezzo), che sembrano approssimarsi a 200 milioni di DM di cui circa 140 mil. DM a medio-lungo termine.

DOCUMENTO 7

RISERVATO
DECLASSIFICATO
SEDUTA 07/04/04

SEGRETO
DECLASSIFICATO
SEDUTA 21/01/04

ROMA, 27/11/2002
PROT. N° 298 /TKS

DOC. N. 65/56

Strictly Private and Confidential

UBS

TELECOM ITALIA

Project Overland

Volume I: Due Diligence Report

30 May 1997

4. Assessment of Key Risk Factors

Most of the information presented in the data room has been (solely) prepared for the DR and hence no original data was available. Clarifications were rendered in English through a translator as per the Serbian language. Errors and omissions in the translation cannot be entirely excluded.

From our point of view, the assessment of the quality and reliability of information is extremely difficult, especially since neither the Target nor its advisers made any representation whatsoever on the DR information.

On some aspects, the DD provided new facts compared to the information acquired before, raising doubts with regards to the completeness and reliability of current as well as projected financial and operating data previously made available. Nevertheless, we were able to ascertain some positive elements for the Transaction such as a favourable fiscal regulation.

4.1 Environmental Risks

The environmental framework of Telekom Srbija was not specifically dealt with during the explicit due diligence review. Nevertheless, external conditions will set the framework for future operations and will drive the development of the telecommunications sector. The report also reviews the major factors concerning the flow of funds and financial transactions in general.

Political

- Serbia has today a highly insecure political situation, especially in view of the national elections for both parliament and for presidency due in for December 1997.
- The required regulatory environment cannot be put in place on time due to policy reasons.

Macroeconomics

- A continued unstable political situation, an isolation of Yugoslavia from the international community and an absence of international institutions such as IMF, EBRD and World Bank would have severe negative effects on the economic development of the country.
- It is highly uncertain whether the recent improvement of inflation will be sustainable and the GDP growth estimates taken as a basis for the JV business plan are hence risky.
- The macroeconomic problems raise the risk for a sudden devaluation and the pegging of YUD to DEM could prove not to be sustainable (e.g. current problems of the Czech Republic).

Protection of investments

- A proper legal protection of foreign investment is missing. An agreement in respect to the protection of foreign investments has been closed with the Netherlands, but so far not with Italy. Although limited, potential risk of an expropriation / confiscation remains.

Taxation

- Serbia has a very favourable tax environment designed to promote foreign and corporate investments. However, sustainability of such a tax regulation is questionable as it differs fundamentally from IAS (e.g. double counting of tax deductibility in respect to capital expenditures and investments).

- The status of the double tax treaty between FRY and Italy / Netherlands is unclear and could need to be renewed. The timing of such an agreement is uncertain.

Accounting principles

- The Serbian GAAP significantly differs from the IAS, especially in respect to revaluation principles and inflation accounting.
- Serbian companies had the choice to do either one or two revaluations in 1994, which has had a major impact on the balance sheet.

Profit repatriation, dividends and royalties

- There appears to be no legal restriction on the repatriation of profits in terms of maximum amounts and timing of flows.
- The fiscal treatment of management fees is unclear as these have not occurred in Serbia so far.

Credit financing

- Due to the instability of the currency the availability of local financing has been very limited. There is no domestic long term financing available and short term financing has been prohibitively expensive.
- It is hardly possible to obtain international finance other than supplier credits as Serbia is not a member of any multilateral financial institutions.

Banking and transfer of funds

- Problems might occur for the convertibility of dinars into foreign currency as the National Bank has no obligation to buy its own currency and the commercial market for foreign currencies is illiquid.

4.2 Personnel Risks

- The number of personnel and cost per head was in March higher than previously stated, although not material. On an annual basis, we expect these differences to be neutralised by inflation by end of the year.
- The terms for the personnel transfer and future employee rights, especially in respect to redundancies, need to be solved prior to the Closing.
- There will be no material unfunded pension liabilities in Telekom Srbija as PTT has been paying its annual contributions to the state pension fund regularly in the past. Current "voluntary" contributions of the Target will be discontinued as from change of ownership.

4.3 Financial Risks

General

- The Management Information Systems of PTT are apparently functioning well and Telekom Srbija information reconcile with the publicly available PTT information in Serbian.
- The financial data as per end of 1996 provided to Telecom Italia in previous reports are consistent in all material aspects with Telekom Srbija's pro-forma balance sheet and income statement for in the Price Waterhouse Report.
- Neither in the due diligence process nor in other meetings we were presented with any budget or financial planning documentation suggesting that such information is either not available or not favourable to the seller.

Profit & loss account

- The commercial basis for the proposed shared service agreement between the Post and Telekom Srbija seems to be designed primarily to secure a minimum annual fee income for the Post and is not related to the real cost level.
- The annual depreciation charge is unreliable and will need to be determined at a later stage. This is mainly due to the uncertainty related to the current book value of the tangible assets which is caused by the high inflation environment in Serbia. The final net book value of these assets will affect the level of book equity and the depreciation charges. This will have an impact on the ability to distribute dividends and the debt capacity (gearing) of the Target.
- Potential tax liabilities could be in the areas of turnover tax, personal tax, etc. but this should not have a material impact.

Assets

- Fixed assets of DEM 2.8 bn in the pro-forma statement may be seriously overvalued and are in progress to be revalued. Transfer from PTT to Telekom Srbija should occur immediately prior to Closing and should be subject to a post-closing audit.
- The book value of inventory may be overvalued and accounts receivable include doubtful state enterprise accounts hence the value of these items should be subject to a post-closing audit. The billing procedures seem satisfactory.

Liabilities

- PTT liabilities directly related to telecommunications assets and operations will be transferred to Telekom Srbija. Based on DR information, Telekom Srbija had debt of DEM 102.5 mn as per May 1997. Assuming cash to be in line with the end of 1996 level of DEM 26.4 mn (DEM 9.4 mn in foreign currencies in April) this would imply a net debt of DEM 76.1 mn.
- The foreign long-term debt consists mainly of supplier credits at interest rates below market rates ("vendor financing"). Accordingly, the market value of these credits is lower than the current nominal value. Discounted at the Serbian pre-tax cost of debt, the Net Present Value (NPV) of net debt is DEM 63.7 mn.
- In addition to this debt, the company has WIP related domestic creditors of DEM 63.7 mn and investment commitments of DEM 540 mn (NPV DEM 493.2 mn).

4.4 Commercial Risks

- Tariff issues are currently approved by the Ministry of Trade. The Government has not provided any guarantees for the future tariff policy for Telekom Srbija.
- We were not provided with any legal documentation regarding the fixed wire concession, the GSM license nor the commercial agreements between Telekom Srbija and Mobtel.
- PTT indicated initially a capex requirement of DEM 1,435 per line and DEM 350 per substitution which is very low in a peer comparison. This now appears highly unrealistic in view of the almost complete lack of local access network and the high number of existing party lines (668,826 party lines equal to 34% of connected lines as of 31 March 1997).
- PTT is not willing to provide any information supporting its claim of a significant waiting list of approximately 850,000 subscribers. We have remained sceptical since the beginning regarding this claim and the complete absence of documentation underpins our position.
- During the DR it became apparent that the PTT investment commitment with regard to municipality lines is not DEM 165 per line as indicated, but DEM 660. The likelihood of completion of such contracts (419,000 until year 2000, as opposed to 250,000 what we were told before) as well the automatic transferability of those assets to Telekom Srbija cannot be properly assessed.

DOCUMENTO 8

6781

DOC. N. 66/1

Roma, 3 giugno 1997

A: **Sig. Pres. Dott. Aldo De Sario**
Sig. A.D. Dott. Massimo Masini
Sig. D.G. Antonio Aloia

DA: **Affari Legali e Societari**

SERBIA

Si trasmette copia di una procura con relativa lettera di accompagnamento inviata da tale Christophe de Kalbermatten e ricevuta questo pomeriggio alle ore 17.00.

Allo stato, riteniamo che i consiglieri di S.I.N. non abbiano i poteri per rilasciare la richiesta procura non avendo STET International Netherlands assunto alcuna delibera in merito ad iniziative in Serbia, né essendo stata a ciò autorizzata dalla controllante STET International.

Si sottolinea che il testo di procura inviato, su cui non possiamo entrare nel merito data la totale assenza di informazioni sulla prospettata operazione, il cui perfezionamento sembrerebbe essere fissato per la fine della settimana in corso, ha contenuto indeterminato non prevedendo nè quale sia il prezzo per l'ipotizzato acquisto del 49% della società serba nè descrivendo, neanche sinteticamente, gli altri contratti/accordi che la S.I.N. dovrebbe sottoscrivere. Riterremmo comunque indispensabile che il gruppo di lavoro che ha in carico il progetto, produca gli elementi necessari, per consentire l'esecuzione di decisioni che siano state debitamente approvate e deliberate.

Si fa comunque presente che la scrivente Funzione non è stata in grado, nè lo sarà per questioni di tempistica, di valutare ed entrare nel merito dei contratti ed altra documentazione afferente all'iniziativa in oggetto.

Si segnala infine che secondo quanto riferito nella lettera di trasmissione della procura, tre originali debitamente notarizzati e legalizzati sarebbero necessari per la firma dei contratti (a Belgrado) e per il "closing" dell'operazione (a Zurigo).

Si ricorda che la procedura per la legalizzazione/consolarizzazione della procura richiede tempi tecnici incomprimibili e non compatibili con la tempistica ipotizzata, salvo che per una eventuale autentica di firma notarile in Italia.

Restiamo in attesa di istruzioni.



DOCUMENTO 9

DOC. N. 37/1

Progetto Serbia

Aggiornamento e sintesi

- **Il progetto.**

Acquisizione del 29% di Telecom Serbia. L'operazione verrà formalizzata tramite la controllata olandese S.I.N..
Il progetto verrà finalizzatto insieme al gestore greco OTE il quale acquisirà una quota in Telecom Serbia pari al 20%. E' altresì prevista per OTE l'opportunità di acquisire da S I N un ulteriore 4% del target entro 6 mesi dal closing. Tale opzione sarà esercitabile dal partner greco previo consenso dell'azionista serbo.

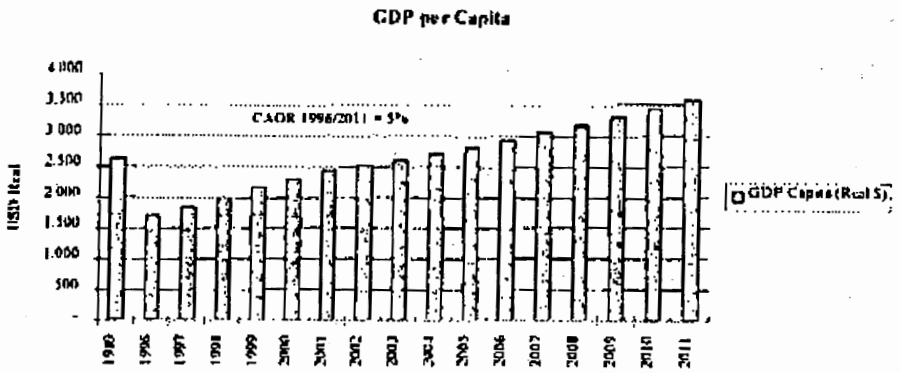
Telecom Serbia nasce in concomitanza con l'operazione in parola tramite il conferimento degli assets di telecomunicazione posseduti dal PTT locale in una "Shell Company" di nuova costituzione.

Telecom Serbia sarà titolare di un diritto ventennale (rinnovabile) per l'esercizio di tutti i servizi di telecomunicazione su rete fissa. Tale diritto sarà esclusivo per i primi otto anni. Al closing, è altresì prevista l'assegnazione in capo a Telecom Serbia di una licenza radiomobile GSM in regime concorrenziale (è già presente un operatore, Mobtel,con circa 15.000 abbonati). Relativamente alla licenza mobile si rileva che è in corso un contenzioso in tra il PTT stesso e Mobtel la quale vanterebbe diritti di esclusiva per le frequenze 150, 450 e 800/900. Sebbene tale contenzioso sia giudicato risolvibile dalla controparte senza impatti né per Telecom Serbia né per gli acquirenti, SIN e OTE corrisponderanno la parte di prezzo relativa al business radiomobile solo nel caso di positiva soluzione della controversia.

- **Il Paese.**

La Serbia è un paese di 9,9 milioni di abitanti che dimostra un prodotto interno lordo contenuto (17 miliardi di dollari nel 1996 pari a circa 1.700 $ per capita) a fronte di una elevata crisi economica indotta dalla guerra e dal regime di sanzioni imposto dalla comunità internazionale.
Dal 1989 al 1993 infatti, il livello del PIL si è ridotto del 54% posizionandosi sui valori degli anni '60. Evidentemente la crisi ha comportato iperinflazione e quindi un ulteriore deterioramento delle condizioni economiche del paese.

Per i prossimi 3 anni è prevista una forte ripresa economica (soggetta in qualche misura anche al riallacciarsi dei rapporti con il Fondo Monetario Internazionale) che potrebbe posizionarsi su tassi di crescita nell'ordine dell'8% reale.



Nel 1996 l'inflazione è stata pari al 59% in calo rispetto al 1995 (110%) grazie alla politiche governative di contenimento della base monetaria. Per il 1997 si attende un saggio annuo nell'ordine del 30%/35%.

Ad oggi il cambio Dinaro/marco è pari a 3,5 sul mercato nero (3,3 il cambio ufficiale) a fronte di un valore di dicembre 1996 pari a 4,2 evidenziando quindi un certo apprezzamento della valuta (parte del calo del PIL è ascrivibile a fenomeni monetari).

Il dinaro non è oggi liberamente convertibile non essendo la Banca Centrale obbligata alla cessione di valuta pregiata. Alternativamente, in funzione della liquidità corrente del mercato valutario, le imprese miste possono acquistare valuta presso banche private. In altri termini la convertibilità del dinaro è punto critico almeno nel breve-medio periodo sebbene il governo abbia dato assicurazione circa la conversione delle poste relative ai soci entranti

- **La società.**

Di seguito si riportano i principali dati (pro-forma) relativi all'esercizio 1996 e la nostra più recente stima per il 1997.

Dati Bil.	1.996	1997E
Linee (000)	1.911	2.156
Ricavi	614	970
MOL	383	592
% sul Fatt.	62%	61%
Redd. Oper.	256	75
Utile netto (*)	181	196

(*) incluso proventi straordinari