



- **Mobilkom Austria**

È stata proposta e definita una partecipazione coordinata in nuove iniziative che riguardano paesi limitrofi (Slovacchia, Croazia, Slovenia), con un accordo sulle modalità di collaborazione o di ripartizione di competenze (fra Mobilkom Austria, SMH, TIM e Stet International).

- **IMPSAT Corp.**

E' proseguito il negoziato con i soci, che si è recentemente concretizzato nella offerta di acquisto della nostra partecipazione formulata dalla controparte a fronte dell'impossibilità di pervenire ad un accordo per il trasferimento del controllo a SIN. La transazione potrebbe concludersi nei primi mesi dell'anno, generando una plusvalenza nell'ordine del 60%; la maggiore criticità è legata alla richiesta della controparte di un impegno di non concorrenza per cinque anni, decisamente inaccettabile nei termini proposti.

- **CUBA**

Trattative dirette sono state aperte con la Sherritt per la cessione di una quota della partecipazione ETECSA (con l'obiettivo di liquidare la parte di investimento non essenziale al mantenimento del nostro ruolo operativo e gestionale, di coinvolgere nell'iniziativa uno dei maggiori investitori esteri oggi presenti nella realtà cubana e di ripartire l'impegno finanziario a carico degli investitori stranieri per i programmi di sviluppo della società).

È proseguito inoltre il negoziato con DOMOS per la chiusura transattiva del contenzioso in corso, portando ad un avvicinamento delle posizioni in vista della formalizzazione di un accordo vantaggioso per Stet International Netherlands, che coinvolga tanto la parte messicana che quella cubana.

- **ENTEL Bolivia**

A seguito di un'azione di sensibilizzazione costante e particolarmente laboriosa, che ha scontato la fase di assestamento conseguente all'esito delle recenti elezioni in Bolivia (in particolare, cambio della maggioranza e ristrutturazione della compagine governativa, con conseguente totale cambiamento degli interlocutori istituzionali), è stato avviato con il Governo boliviano il percorso procedurale che potrà portare alla modifica della "catena" di controllo della partecipazione. Si potrà pertanto procedere a breve alla programmata modifica della struttura azionaria di SIN (con il passaggio della quota di maggioranza a Telecom Italia e la diluizione della partecipazione STET International) senza incorrere nelle pesanti sanzioni previste dai contratti di privatizzazione boliviani.



• INDIA

Sono stati definiti accordi con il Gruppo Bharti al fine di procedere alla capitalizzazione di Bharti Telenet, trasferire alla Stet International Netherlands (o suo controllata) la partecipazione attualmente detenuta da Stet International, ampliare la presenza operativa di TIM nelle attività cellulari e creare le condizioni per un eventuale futura cessione della partecipazione nelle attività di rete fissa.

Per quanto concerne gli aspetti di programmazione e ottimizzazione finanziaria è stata elaborata e proposta agli azionisti un'ipotesi di aumento di capitale per SIN e SMH che consenta di coprire le esigenze di investimento a breve termine e, nel contempo, eliminare le posizioni di indebitamento che, come noto, producono interessi passivi fiscalmente indeducibili.

Le proposte da noi formulate hanno trovato un riscontro nelle delibere assunte dagli azionisti Telecom Italia e TIM; l'intera materia sarà oggetto comunque, nel prossimo futuro, di affinamenti basati sulle nuove previsioni di fabbisogno ricavate dai piani delle partecipate e dalla progressiva realizzazione degli stessi.

Infine, è entrata sostanzialmente a regime una procedura di monitoraggio delle attività degli organi sociali delle partecipate estere, svolta in collegamento con la Funzione Affari Societari della Capogruppo. La piena efficienza del processo richiede, peraltro, un'intensificazione e sistematizzazione dei flussi informativi con le strutture della Capogruppo impegnate nel coordinamento operativo delle partecipate (strutture che, peraltro, stanno completando la propria organizzazione interna), nonché una presenza diretta di rappresentanti SIN e SMH negli organi sociali delle principali partecipazioni. Quest'ultimo aspetto, più volte segnalato nel passato, è stato oggetto di un esame congiunto con la Direzione Internazionale di Telecom Italia al fine di elaborare una proposta per la relativa approvazione da parte dell'Area Affari Societari.

Spero di avere rappresentato chiaramente la realtà attuale, le criticità operative e gli obiettivi a breve/medio termine delle holding olandesi; resto a disposizione per fornirti ulteriori dettagli e approfondimenti su quanto sopra.

Un buon saluto

Massimo Masini
Massimo Masini

Egregio Signor
Dott. Tommaso Tommasi di Vignano
Amministratore Delegato
Telecom Italia
Via Flaminia, 189
00100 Roma

DOCUMENTO 22**DOC. N. 65/32****AZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE DI BREVE TERMINE**

Il business Plan redatto dalla Societa' presenta uno sviluppo estremamente interessante con circa 210.000 nuovi clienti acquisiti nel 1998 ed investimenti per 840 mil. DEM. Tale piano, sebbene rappresenti l' obiettivo di medio termine non e' tuttavia al momento sostenibile per assenza di fondi a condizioni favorevoli.

Ne deriva, in attesa della finalizzazione di contratti di finanziamento sull' estero (Asset based / Project finance / Shareholder P.F.) una temporenea riduzione del piano delle spese. Tale periodo e' comunque necessario in quanto:

- a) il mercato domestico del credito per dimensione e per costo non e' accessibile
- b) il mercato estero del credito richiede il completamento di alcuni passi strutturali non ancora conclusi (p.es Audit/ ingresso nella Community e conto in valuta / Piano a M.L.T.).

In tale contesto si propone che per un periodo di 4 mesi o comunque fino alla finalizzazione di tali finanziamenti non siano in nessun caso accessi nuovi prestiti con il sistema bancario locale.

Pertanto C.d.A. dispone che la Societa' potra' sostenere spese nella misura massima del proprio livello di autofinanziamento. Cio' implica, fatto salvo quanto sopra, quanto segue:

- 1) Il cash flow operativo dovrà essere utilizzato prioritariamente per la normale gestione della Societa' (spese operative correnti) e per quelle spese di investimento strettamente connesse all' avvio operativo della stessa (es. logistica);
- 2) Non dovranno essere firmati nuovi contratti di fornitori (categoria Project) salvo che non si negozino termini di pagamento che escludono anticipi all' atto della stipula e pagamenti a saldo con meno di 180 giorni dalla consegna o 120 dall' esecuzione della prestazione. Tale posizione e' sicuramente valida per il mobile il cui sviluppo e' necessario per rispettare i termini della licenza. Con esclusivo riferimento al progetto radiomobile per quanto concerne le prestazioni e le forniture minori relative all' utilizzo di risorse produttive locali , sara' concessa autorizzazione alla spesa ovvero priorita' nell' utilizzo delle risorse finanziarie disponibili generate internamente all' azienda.
- 3) Non dovranno essere attivate nuove forniture all' interno di contratti quadro (anche se assunti dal PT);

- 4) I pagamenti per tutte le fatture pervenute e che pverranno dal 1 ottobre '97 al 28 febbraio '98 a fronte di vecchi contratti (anche se assunti da PT) dovranno essere completamente congelati (C+T.-3)
- 4) Comunque i pagamenti per debiti verso fornitori stranieri in valuta dovranno essere sospesi ;
- 5) Verra' estinto il debito oneroso nei confronti delle Banche (comprensivo di interessi) utilizzando il prestito dei Soci;
- 6) Eventuali proposte di investimento correlate a realizzazioni commerciali con ritorno a breve saranno sottoposte al vaglio del Comitato Esecutivo che si riunira' per cio' una volta al mese;
- 7) Assumendo che tali disposizioni possono ridurre lo sviluppo commerciale a breve, si invita la Societa' a elaborare per il 1998 alla luce di quanto disposto entro il termine di 30 giorni una previsione a finire 1997 ed un piano 1998. Tale piano verrà redatto nell'assunto della disponibilita' di fondi a tassi internazionali a marzo 1998. In quest' ambito si manifesta fin d' ora la disponibilita' dei Soci a coadiuvare la Societa' nella ricerca dei fondi sul mercato e , in subordine, a finanziare direttamente il piano con un'intervento (ora stimato intorno ai 200 milioni di DEM) . Ne deriva, anche nell' eventualita' di ottenere fondi in un contesto di Project Finance, che almeno 30 giorni prima di tale data sara' disponibile un piano a MLT (3/4 anni).

DOCUMENTO 23



Doc.73/7

Un business senza frontiere

PER IL GRUPPO TELECOM ITALIA IL RAFFORZAMENTO DELLA PRESENZA
ALL'ESTERO È UN FATTORE CHIAVE DI SUCCESSO. STIAMO ACCELERANDO
IL RITMO PER ALLARGARE IL NOSTRO RAGGIO D'AZIONE VERSO
I MERCATI PIÙ PROMETTENTI PER TASSO DI CRESCITA E REDDITIVITÀ.
IN PARTICOLARE IL NOSTRO INTERESSE È RIVOLTO ALL'EUROPA,
CHE CONSIDERIAMO IL PRIMO MERCATO DI RIFERIMENTO,
E ALL'AMERICA LATINA.

Serbia

In giugno è stata acquisita una partecipazione del 29% nell'operatore nazionale Telekom Serbia in collaborazione con il gestore greco OTE. La Società ha una licenza per vent'anni sui servizi di rete fissa, con l'esclusiva fino al 2005. Ha inoltre una licenza ventennale per operare nei servizi mobili Gsm come secondo operatore nazionale.

Importanti, soprattutto in prospettiva, le iniziative avviate in America Latina.

Brasile

Il consorzio Vicunha Telecomunicacoes Ltda, partecipato da Stet Mobile Holding con il 43,15%, si è aggiudicato la licenza per i servizi cellulari di banda B nel distretto n° 9 (Bahia, S. Salvador e Sergipe). Inoltre Vicunha Telecomunicacoes si è aggiudicata nei primi mesi del 1998 la gara per l'assegnazione della licenza in banda B nello Stato Minas Gerais. Lo Stato conta 17 milioni di abitanti ed è una zona di forte sviluppo industriale, confinante con la regione di Bahia e Sergipe, vicinanza da cui possono scaturire notevoli sinergie. Il Gruppo Telecom Italia si qualifica di fatto come azionista di riferimento del consorzio, i cui piani prevedono di raggiungere i 450 mila clienti entro il 2000.

Cuba

Si è concluso il contenzioso giudiziario promosso dalla società cubana Utisa nei riguardi delle società messicane Cotisa/Citel, che ha visto il coinvolgimento di Stet International Netherlands, titolare del 25% delle azioni di Citel, corrispondenti, in via indiretta, al 12,25 % delle azioni del gestore cubano Etec S.a.. A seguito di una transazione è stato possibile acquisire in via diretta la proprietà del 12,25% di Etec S.a. e rilevare un'ulteriore quota del 17,04%.

Con quest'ultima operazione, la quota complessiva detenuta nel capitale del gestore cubano è salita al 29,29%. Stet International Netherlands ha concluso nel mese di luglio un accordo con ITT (la Società americana che possedeva e gestiva la rete telefonica cubana prima della sua nazionalizzazione da parte del Governo cubano nel 1960) in base al quale, a fronte di una compensazione economica, la ITT si è impegnata a non promuovere contro Telecom Italia e le sue controllate, alcuna azione ai sensi del Libertad Act o di altre analoghe norme per un periodo di 10 anni. A seguito del raggiungimento di detto accordo, il Dipartimento di Stato statunitense ha ufficialmente comunicato che l'investimento di Stet International Netherlands in Cuba non rientra nell'ambito di applicazione del Libertad Act.

Altri paesi

Meritano un cenno le attività in India nell'ambito dell'accordo con il gruppo Bharti, concretizzate con l'assegnazione alla società Bharti Telenet di una licenza di telefonia fissa nello stato di Madhya Pradesh.

DOCUMENTO 24

DOC. N. 67/4



27/10/98

Segreteria Dr. De Sario
n. 2705 data 20-X-98

19 ottobre 1998

Egr. Sig.
Dott. Aldo De Sario
Amministratore Delegato
Stet International
Via V. Bellini 22
00198 ROMA

Ciao Aldo

leggendo questo articolo forse comprenderai le mie parole e il mio atteggiamento
incline a consolidare il patrimonio estero in essere prima di impegnarci in nuove iniziative.

La Serbia è il caso più drammatico (su cui tra l'altro nessuno sa niente sugli scopi
iniziali, la situazione attuale, le prospettive) ma in altri Paesi esistono criticità gestionali
molto gravi.

Mi sembra difficile, se non assurdo, ignorare tale aspetto sotto il profilo professionale
e personale.

Ciao ciao Aldo


Massimo Masini



1077 ZX Amsterdam
'Athene' 3111
Stadhouderskade 6th floor

Telephone (+31 20) 3010950
Telex (+31 20) 3011101

STET INTERNATIONAL NETHERLANDS N.V.

Chamber of Commerce of
Amsterdam n° 33254142

Riserve prosciugate, investimenti esteri azzardati

La Serbia è prossima al collasso economico

DAL NOSTRO INVIO

BELGRADO — Per molti mesi la comunità internazionale aveva sperato che l'offensiva di Slobodan Milosevic nel Kosovo si sarebbe fermata se non altro per ragioni economiche.

La campagna militare avviata da Belgrado lo scorso marzo per espellere quello che chiamano "terorismo albanese" ha comportato costi altissimi. Un milione di marchi al giorno, aveva annunciato qualche tempo fa il vice-primo ministro serbo, l'ultranazionalista Vojislav Seselj: «Ma secondo i nostri calcoli, la spesa è stata almeno doppia», dice Milutin Djukic, uno dei più accreditati economisti indipendenti di Belgrado.

La situazione della Jugoslavia serbo-montenegrina, avevano previsto in molte caselle occidentali, è tutt'oggi vicina al collasso economico, da rendere impossibile una campagna militare di lunga durata. Le riserve valutarie si stancheggiano ridotte a meno di 130 milioni di dollari (dati ufficiali non ve ne sono), mentre nei primi otto mesi dell'anno il deficit commerciale ha toccato il miliardo e mezzo di dollari. Non ci sono investimenti esteri e la disoccupazione supera il 30%, mentre gli stipendi di statali e le pensioni vengono pagati con mesi di ritardo.

Ciò solo politici abbigliano, pur nonostante la crisi economica, il regime se lo volesse, potrebbe continuare la campagna nel Kosovo ancora a lungo. Per il semplice motivo che è finanziato solo per un terzo dal bilancio federale. Il resto dei finanziamenti proviene dal contabilaggio di Stato di sigarette, caffè, alcolici, che lo scorso anno ha fruttato almeno un miliardo di marchi, afferma Djukic.

Da anni l'esercito jugoslavo è stato indebolito da Milosevic, per rafforzare la polizia speciale trasformandola nella sua milizia personale fornita da "pretoriani". Gli stipendi sono bassissimi per i militari, mentre i poliziotti sono pagati almeno il doppio. Ma si tratta pur sempre di emolumenti in dinari, non superiori all'equivalente di 400 marchi al mese. Le forze impegnate in Kosovo in questi mesi invece sono state pagate molto di più e in valuta pregiata, con i marchi rastrellati dal contabilaggio e dal mercato nero di Stato», spiega l'economista belgradese.

La Nato dà a Milosevic altri 10 giorni di tempo

DAL NOSTRO INVIO

BELGRADO — Rinvio di dieci giorni (probabilmente estendibili a ulteriori cinque) dell'ultimatum Nato a Belgrado per il ritiro delle forze di polizia speciale dal Kosovo, che doveva scadere questa mattina. Lo ha deciso ieri a Bruxelles il Consiglio atlantico, formato dagli ambasciatori dei 16 Paesi membri dell'Alleanza (a Bonn il Bundestag ha infatti approvato a schieramento maggioranza la partecipazione tedesca a un'eventuale azione Nato).

Milosevic nuovamente graziato dalla comunità internazionale, nel nome di una presunta salvaguardia della stabilità nei Balcani? «No» — risponde un diplomatico occidentale.

In pressione militare rimane inviolata; ma la scadenza di sabato era troppo stretta per poter essere rispettata.

Il Governo di Belgrado intanto ha aggiunto l'urea con il presidente dell'Organizzazione per la sicurezza e la cooperazione in Europa (Ose): Borislav Geremic, sull'urlo in Kosovo di 200 verificatori che dovranno monitorare la situazione sul campo, difficilmente controllabile con satelliti-spia (e anche gli aerei della missione alleata avranno non pochi problemi a osservare le reali condizioni operative a terra, a causa delle catene di boschi). Un primo contingente dell'Ose, con esempli organizzativi, formato da un centinaio di uomini, in gran parte militari, lo abbia civili, partì già domani per Pristino.

Mentre la macchina organizzativa internazionale si mette in moto per evitare una catastrofe umanitaria per le decine di migliaia di profughi albanesi ancora accampati nei boschi, resta tuttora irrisolto il problema del ritiro in Serbia delle forze speciali di polizia. Ci vorranno ancora giorni per capire se si tratti solo di ritardi tecnici o se la comunità internazionale si troverà a fronteggiare una "nuova Brasilia", con un Milosevic impegnato per l'ennesima volta nel gioco balcanico dei rimandi e delle promesse mancate.

E.R.

La guerra in Kosovo è stata appoggiata da una larga tota della popolazione serba, finiti per il tradizionale atteggiamento nazionalista verso quella che è considerata la "cellula della schiavitù", ogni per la sostanziale ignoranza di quanto accadeva realmente nei villaggi albanesi bombardati e distruitti dalle truppe speciali di Belgrado, genocidio contro i popoli preesistenti del regime sugli organi d'informazione. In questo modo l'attenzione della gente è stata distolta dai gravissimi problemi economici del Paese.

Poi, nelle ultime settimane, il bersaglio è stato spostato sulla Nato e sulla comunità internazionale, mentre la propaganda rinfacciava a dimisori i simoni della popolazione per l'aggressione dell'Alleanza atlantica contro la Jugoslavia, evocando bombardamenti a tappeto su Belgrado, i problemi economici veritativamente messi in secondo piano grazie agli appelli al protezionismo.

La gente di Belgrado nei giorni passati era realmente terrorizzata, ma i controlli alle

casse dei supermercati ultimamente semivuoti. Nessuno cosa, all'accaparramento. «Non abbiamo i soldi sufficienti per farlo», spiegavano massai e pensionati. E tuttavia, ciò non una voce di protesta si è levata contro la flessa di guerra del 4%, decisa dal Governo serbo all'inizio della scorsa settimana, che ha fatto lievitare i prezzi in maniera insostenibile per la maggior parte della popolazione, che vive con un introdotto medio familiare di non più di 400 marchi al mese e fronte di un costo della vita che a Belgrado è paragonabile a quello medio europeo.

«Voglio proprio vedere se ora che la minaccia di guerra è passata la tassa sarà soppressa», diceva ieri un pensionato uscendo dal supermercato C-Market, la catena di proprietà del ministro del Commercio del Governo serbo. Nessuno crede che ciò accadrà, ma è difficile che il malcontento esploda, perché la società jugoslava sembra ormai esaurita e incapace di reagire a qualsiasi avvenimento.

Elena Rapush

DOCUMENTO 25

DOC. N. 67/4

163/78

dott. Massimo Masini
Chief Executive Officer - Amministratore Delegato

Raro Vito,

probabilmente non ti sarà sfuggito l'articolo del Financial Times - A parte le considerazioni sul ritorno economico dell'investimento, non ti nasconde la mia preoccupazione sullo "stato dell'arte" in Serbia e sulle necessità di chiudere al più presto altri accordi gestionali e contratti di cessione. Mi dispiace "caricarti"

With Compliments

di un'altra grane, ma forse sono nel caos e
non so se tu sei pronto di riferimenti.
Se fai le mie coordinate e svolgi il ruolo «negotiator»
e a coprire la responsabilità operativa come
Amministratore Delegato o lo SIEF, mi consigli
di avere un incontro con la direzione
generale per lo stesso internazionale,
in ottica di solida cessione.

Un cordiale saluto *Masini*



26 febbraio 1998

Greeks review Telekom Serbia plans

By Karin Hope in Athens
and Guy Diamond in Belgrade

Greece's public telecoms operator, OTE, is reviewing the planned purchase of an additional 4 per cent stake in Telekom Serbia, because of troubled relations with its Balkan partner.

OTE's objections focus on alleged political interference in the running of Telekom Serbia and financial irregularities in the state-owned company. Its worries come at a time when Serbia itself is eager to continue the privatisation process to bolster government finances.

OTE and Telecom Italia joined forces last year to acquire 49 per cent of the Serbian operator. OTE paid DM475m (\$380m) for a 20 per cent stake with the option of buying another 4 per cent from the Italian operator this year. The remaining 11 per cent is controlled by the Serbian

government. A senior OTE executive said: "We have to reconsider our whole relationship with Telekom Serbia. There is a series of problems - financial, management and cultural - that need to be resolved. It will be three or four years before we see any return on our investment."

The Serbian acquisition, which was directly negotiated with the Socialist government of President Slobodan Milosevic, marked a breakthrough for both the Greek and Italian operators but was criticised by industry analysts for its lack of transparency.

Telecom Italia failed in open tender to buy into the Czech and Hungarian telecoms operators, while OTE's offer to buy equity stakes in the Bulgarian and Macedonian state operators were rejected by the respective governments.

The deal threw the Serbian gov-

ernment a financial lifeline and also demonstrated that Yugoslavia could attract foreign investment, despite US accusations that her entry to international financial institutions.

However, the Serbian government's determination to keep a tight grip on the company has caused friction with its Italian and Greek partners. Telekom Serbia's general manager, Milan Nesovic, is a political appointee who previously served as governor of the restive Serbian province of Kosovo.

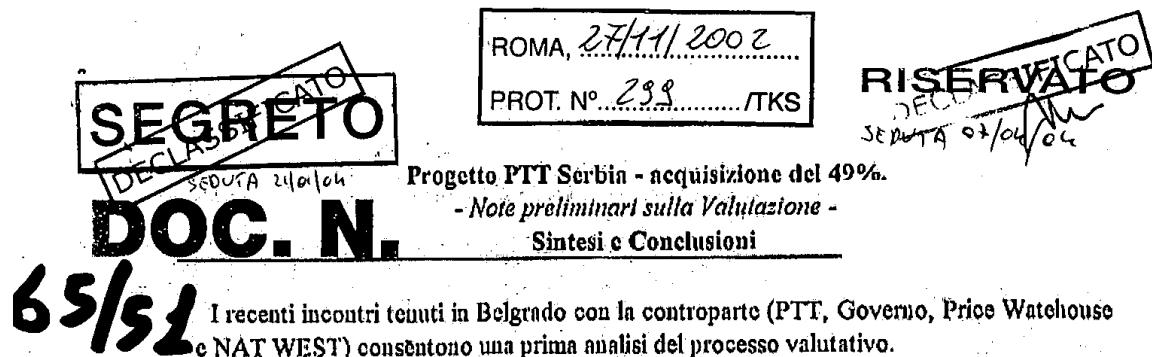
The government received the entire DM475m proceeds from the sale, leaving the company starved of funds for investment. Telekom Serbia is also burdened with YD600m (\$64m) of debt resulting from its separation last year from Serbia's postal and telecoms utility.

Under the terms of the deal, the Serbian government retained the right to set tariff for fixed-wire telephone.

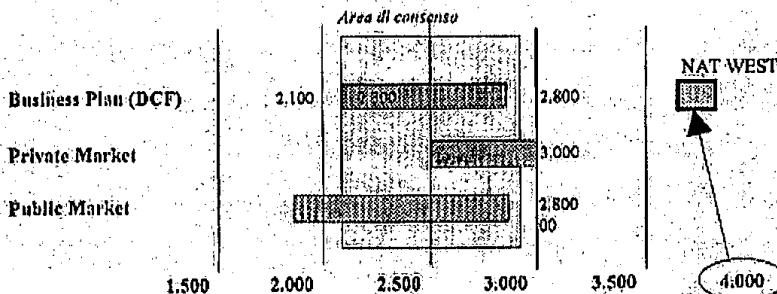
I greci rivedono i progetti su Telekom Serbia

OTE sta rivedendo la progettata acquisizione di un'ulteriore quota del 4% in Telekom Serbia, a causa di problemi presenti nei rapporti con l'operatore. OTE sostiene che vi siano irregolarità finanziarie ed interferenze politiche nella gestione dell'operatore. L'anno scorso, OTE e Telecom Italia avevano unito le proprie forze per acquisire il 49% dell'operatore serbo. OTE pagò 380 milioni di dollari per una quota del 20%, con l'opzione di acquisire un altro 4% dall'operatore italiano quest'anno. L'acquisizione del 49% di Telekom Serbia venne criticata dagli analisti del settore per la sua mancanza di trasparenza. Telecom Italia non riuscì ad aggiudicarsi quote dell'operatore ceco e di quello ungherese nel corso di gare pubbliche, mentre le offerte di OTE per acquisire quote negli operatori statali di Bulgaria e Macedonia vennero respinte dai rispettivi governi. (NP)

DOCUMENTO 26



L'analisi dei diversi piani economico-finanziari redatti, ed anche il confronto critico con le transazioni paragonabili (*Private Market*) e con l'esperienza borsistica (*Public Market*) permette una prima definizione del valore della società (incluso la licenza mobile per il secondo operatore) nell'intorno di 2.100-2.900 milioni DM. Ne consegue, in caso di acquisto del 49% (senza aumenti di capitale), un esborso per STET nell'intorno di 1.000-1.400 milioni DM.



Il valore proposto presuppone il realizzarsi di diverse condizioni chiave che coinvolgono tra gli altri: lo sviluppo economico-commerciale del 1997; i contenuti della licenza; la regolamentazione tariffaria ed anche il ruolo strategico del socio entrante.

Come si evince dal grafico la parte superiore dell'area di probabile consenso è in buona sostanza giustificabile con quanto riscontrabile sul mercato delle aste competitive (Private Market) che, evidentemente, tendono a valorizzare il premio strategico di presenza o di posizionamento su nuovi mercati. Peraltro, l'analisi condotta da STET ha previsto l'opportuna correzione dei parametri risultanti dalle transazioni paragonabili (Repubblica Ceca ed Ungheria) al fine della contabilizzazione della più contenuta ricchezza attuale e prospettica del paese in oggetto (in prima approssimazione si stima che la controparte non abbia considerato tali aggiustamenti).

In quest'ambito, si stima che il superiore valore proposto da NAT WEST sia anche ascrivibile:

- 1) ad un livello di investimenti e costi eccessivamente contenuto (e quindi non accettabile nel contesto di una ristrutturazione del sistema delle TLC)

M

2) ad una sostanziale sovrafflotta della capacità di spesa dell'utenza addizionale.

Peraltro, lo stesso Business Plan recepisce comunque diverse delle istanze proposte dalla controparte per il 1997 che, in ultima analisi, conducono ad una crescita del giro d'affari per l'anno in corso nell'ordine del 75% (da 640 milioni DM a 1.100 milioni DM).

Tale performance (che da un lato implica il cambiamento di scala e dall'altro escluderebbe la necessità di future ricapitalizzazioni) è anomala e dunque critica ai fini della determinazione del valore.

In quest'ambito il riconoscere alla controparte valori elevati (> 2.500 milioni DM) si potrebbero suggerire i seguenti scenari alternativi per ridurre il rischio dell'acquirente:

- a) un pagamento dilazionato dove il prezzo unitario della seconda tranne della transazione venga vincolato al raggiungimento degli obiettivi previsti (e recepiti dal Business Plan) per l'anno 1997/8;
- b) nel caso in cui insorgessero anche fabbisogni di cassa (non coperti da fonti di finanziamento terze) si potrebbe prospettare la possibilità di corrispondere tale seconda tranne tramite un aumento di capitale riservato al socio entrante, vista la scarsa disponibilità del Governo serbo a partecipare alle eventuali future capitalizzazioni.

In quest'ambito, si ricorda altresì che STET diede originariamente la propria disponibilità a ricercare sui mercati internazionali i fondi a titolo di debito eventualmente necessari a finanziare lo sviluppo. Qualora STET (in presenza di un mercato del credito insufficiente od estremamente oneroso) accettasse di garantire il debito contratto dal PTT, tale garanzia, ai fini della valutazione, verrebbe in buona sostanza assimilata al capitale di rischio e quindi ad un incremento di prezzo.

Si segnala infine che, per la definizione delle condizioni relative alla licenza ed alla regolamentazione tariffaria da inserire nell'annesso al M.O.U., sarebbe opportuno coinvolgere esperti legali nel campo regolatorio (la controparte si è predisposta allo scopo).

DOCUMENTO 27**DOC. N. 37/1****SERBIA TELECOM**

La valutazione di Serbia Telecom è stata fatta con la logica seguente:

1. Assunzioni e dati iniziali forniti dai serbi
2. Preparazione da parte di UBS, sulla base di queste assunzioni, di un Business Plan (B.P. serbo)
3. Verifica e convalida delle assunzioni e dei dati
4. Preparazione da parte di UBS, sulla base delle assunzioni riviste, di un nuovo Business Plan (B.P. UBS)

Circa le assunzioni fornite dai serbi (Serbia PTT, Natwest, Price Waterhouse e CesMeCom), sono state prese per buone, tra le altre, quelle riguardanti:

- Crescita del GDP (12%) no ricalcolo
- Separazione tra Poste e Telecomunicazioni
- Regolamentazione
- Politica delle tariffe
- Penetrazione totale a fine periodo (2006) 40% / 59%
- Assenza di debiti della Serbia Telecom alla sua nascita
- Non tassazione degli utili per 5 anni

Sono state invece riconsiderate le assunzioni relative a:

- crescita delle linee (più lenta di quanto previsto dai serbi, pur con lo stesso obiettivo finale di penetrazione) ↘ 15%
- sostituzione delle linee esistenti (si prevede di sostituire la maggior parte delle linee esistenti e di rifare completamente la rete, ora per lo più analogica) ↘ media
- investimento per linea (più alto di quello ipotizzato dai serbi, sulla base delle valutazioni fatte sullo stato della rete)
- consumi dei nuovi abbonati sulle linee incrementali (più basso di quello considerato dai serbi)

✓ spese / disponibilità e paghe Wankelhet

In queste condizioni risulta che:

1. il valore DCF della società secondo il B.P. serbo è compreso tra 3700 e 4300 milioni di DM
2. il valore DCF della società secondo il B.P. UBS è compreso tra 2100 e 2600 milioni di DM

Confrontando i valori medi dei due intervalli di valutazione, il passaggio dal B.P. serbo al B.P. UBS avviene con queste ^{le differenze sarebbero} ~~componenti~~ ^{te} ~~ingente~~ ~~valORIZZAZIONI~~

- B.P. serbo	3878 milioni di DM
- assunzione rivista sul trend di crescita delle linee	-132 " " "
- assunzione rivista sulla sostituzione delle linee	-282 " " "
- assunzione rivista sull'investimento per linea	-458 " " "
- assunzione rivista sul consumo dei nuovi abbonati	-647 " " "
- B.P. UBS	2359 milioni di DM

Dato che questa valutazione riguarda solo la rete fissa, ad essa va aggiunto, ^{la} un valore di 40 - 100 milioni di DM per la licenza GSM.

La congruità della valutazione del B.P. UBS viene anche confermata dal confronto critico con le transazioni ^{prezzi di} ~~paragonabili~~ ^{rendono} ~~che darebbero~~ ^{ende} ~~corrispondono~~ un valore da 1700/2900 milioni DM e con l'esperienza borsistica (2250 - 2930 milioni DM).

Va comunque considerato che, vista la loro criticità complessiva ^{potenzialmente anche a lungo} ~~in tutto il~~ ^{tempo} ~~lavoro~~, nel processo di valutazione, è necessario che tutte le assunzioni recepite siano chiaramente espresse nel MOU.

Infine è da notare che il non raggiungimento degli obiettivi di fatturato definiti dalla parte serba per il 1997 (+70% rispetto al 1996) avrebbe un notevole impatto sulla valutazione: sarebbe quindi opportuno legare il pagamento di una parte del prezzo totale (per esempio quella che dovesse superare la valutazione di 2500 milioni di DM) al raggiungimento di tali obiettivi.

10 marzo 1997

Institute la Nazionale
in modo tale che

nel corso del
lavoro

DOCUMENTO 28

DOC. N. 35/1

Progetto Serbia
Aggiornamento della valutazione

La presente nota è volta a fornire un aggiornamento del range di valutazione sulla scorta dei più recenti sviluppi negoziali.

Il range di valutazione originale 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 società (DCF). Il complemento a 2.900 risulta invece riconducibile a confronti con transazioni paragonabili opportunamente corretti per tenere conto del diverso livello di ricchezza del paese che conducono a valori nell'ordine di 3.000 mil.DM. (Nella tabella di seguito si espongono i confronti con transazioni precedenti non corretti per il livello di ricchezza del paese).

FW/Line	Telecom Serbia	Matav 1	SPT	Matav 2
Per line S	864	2.118	1.802	1.728
Per POP S	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

Parte del valore del range è ascrivibile al valore della licenza mobile (2 operatori GSM) stimato nell'intorno di 100/200 milioni DM nell'assunto assai sfidante di pervenire in 10 anni ad una penetrazione prossima al 12% con la leadership di mercato.

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. È stato invece analizzato l'impatto del mancato incremento tariffario nel 1997 del 30% che, in pratica, si sostanzia in una perdita di valore reale nel 1997 dovuto al mancato recupero dell'inflazione ed in un ritardo nell'implementazione del processo di ribilanciamento tariffario. Tale decremento reale ma non l'incremento del 30% verrebbe recuperato nel corso del 1998.

Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 480 milioni DM (17% circa del valore originale).

Minore incremento dell'utenza nel 1997 e nel 1998. Tale assunto che riduce l'incremento del 1997 da 250.000 a 165.000 e quello del 1998 da 340.000 a 250.000 è ascrivibile ad uno stato della rete d'accesso assai peggiore rispetto alle previsioni. Il dato del 1997 è in linea con il valore delle "milestone" inserite nel contratto pari a 250.000 su 12 mesi (nell'ipotesi di closing a giugno) assumendo per il primo semestre 1997 una media di installazioni mensili pari a circa 7.000 nuovi clienti (calcolato come estrapolazione lineare del dato consuntivo del primo trimestre dell'anno in corso). Nel corso del 1999 e del 2000 si assume inoltre di connettere rispettivamente 300.000 e 350.000 nuovi clienti contro una previsione precedente pari a 318.000 e 247.000.

Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 90 milioni DM (3% circa del valore originale)

3) Superiore livello di investimento per linea nel 1997 e 1997 del 15% ascrivibile alla ripartizione delle spese fisse di rete su di un minore numero di linee incremental, ed anche, come visto, ad uno stato della rete meno performante rispetto alle attese. In sintesi il costo per linea 1997 passa da 2.257 DM a 2.595 DM mentre quello 1998 cresce da 1.827 DM a 2.101 DM.

Il minor valore ascrivibile a tale correzione è quantificabile nell'intorno di 110 milioni DM (4% circa del valore originale)

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

5) Imputazione di un onere per l'occupazione delle frequenze GSM. Tale dato è oggi sconosciuto. Ciò implicherebbe quindi una maggiore cautela nella valutazione della licenza mobile.

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)