

- U.B.S. — con riferimento al *Business Plan* — non è stata in condizione di verificare l'accuratezza e la consistenza sia dei dati patrimoniali, sia di quelli economici messi a disposizione da P.T.T. (Doc. 4).

U.B.S. conclude raccomandando che STET/TELECOM contenga la propria offerta nell'intervallo di valore (incluso il *management fee*) tra i 2.000 ed i 2.900 Mil. DM (tale valore tiene anche conto del mobile).

“Note preliminari sulla Valutazione” (4 marzo 1997).

In tale documento (Doc. 5) si sottolinea che, se la STET accettasse di garantire i debiti necessari a finanziare lo sviluppo, «*tale garanzia, ai fini della valutazione, verrebbe in buona sostanza assimilata al capitale di rischio e quindi ad un incremento di prezzo*».

Al contrario, come si vedrà meglio in seguito, ai fini della valutazione non si terrà conto delle esigenze di cassa necessarie per finanziare lo sviluppo; esigenze di cassa che si dimostreranno consistenti sin dai mesi immediatamente successivi al *closing*.

“Aggiornamento della valutazione” (13 maggio 1997).

Nel documento in oggetto (Doc. 6), si pone in evidenza che il *range* di valutazione originale contenuto nella consulenza U.B.S. risultava pari a 2.400 — 2.900 Mil. DM, giustificabile per un valore pari a 2.280 — 2.825 dal metodo del *Discounted cashflows* (D.C.F.).

Nel documento si descrive, poi, il processo che ha condotto ad un aggiornamento della valutazione. In particolare, l'aggiornamento risulta determinato dai seguenti fattori:

- assenza di legge tariffaria (si sottolinea, peraltro, il fatto che «*l'assenza di certezze circa l'approvazione di un contratto di programma conferisce al business un più elevato grado di rischio*»);
- minore incremento dell'utenza (si pone in evidenza «*uno stato della rete di accesso assai peggiore rispetto alle previsioni*»);
- maggiori investimenti occorrenti (determinati dalla «*ripartizione delle spese fisse di rete su di un minore numero di linee incremental*», nonché da «*uno stato della rete meno performante rispetto alle attese*»);
- *Golden Share* (che ridurrebbe «*la liquidità dell'asset e l'autonomia gestionale della società*»);

- assenza di comodato per gli immobili ed onere previsto per le frequenze GSM;
- minore *tax holiday*.

Le circostanze sopra descritte modificherebbero al ribasso le proiezioni economiche dell'iniziativa nella misura del 25%/30%.

Vengono, allora, svolte considerazioni in ordine alle proposte per elevare il valore di TELEKOM SERBIA attraverso:

- *Management fee*;
- Azioni privilegiate.

Per effetto dell'introduzione del *management fee*, la valutazione sulla base del metodo *D.C.F.* risulterebbe compresa tra 920 Mil. DM e 1.156 Mil. DM.

Si sottolinea che, anche con l'effetto del *management fee* e delle azioni privilegiate, il prezzo prospettato per la fase 1 (1.323 Mil. DM) comporterebbe un premio per il venditore — nell'ipotesi intermedia — di oltre 500 Mil. DM.

Nel documento si conclude consigliando:

- sicuramente di ridurre il valore complessivo nell'ordine di 400/500 Mil. DM;
- di togliere l'opportunità di incremento del prezzo riconoscibile a parte serba.

Infatti, come si pone in chiara evidenza, «*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*». Tuttavia, «*rispetto alle transazioni paragonabili... l'operazione in parola conserva margini di rischio superiori dovuti alla particolarità del processo decisionale che, di fatto, limita parzialmente l'accesso all'informazione economica e, soprattutto, l'attendibilità dei dati contabili*».

Si osserva, infine, che il riconoscere un prezzo corrispondente a 2.700 Mil. DM limiterebbe il tasso di ritorno atteso al di sotto del tasso di sconto (v. par. 9). Inoltre, il riconoscimento di un tasso dell'*equity* pari al tasso di sconto comporterebbe la determinazione del prezzo di 1.100/1.150 DM (corrispondente ad una valutazione di 2.200/2.300).

Appare evidente che una accorta valutazione dell'affare non poteva prescindere dalle valutazioni sopra esposte; a maggior ragione poiché tali valutazioni provenivano dalla stessa struttura interna della STET e, quindi, erano certamente nella disponibilità dei vertici. In altre parole, con tali premesse valutative, vi era la

“piena consapevolezza” (e la “volontà”, visto che la cosa si è in realtà verificata) che, se il *management* della STET avesse concluso l'affare al prezzo prospettato di 2.700 Mil. DM, avrebbe pagato un sovrapprezzo consistente (400/500 Mil. DM sul totale).

Due diligence (30 maggio 1997).

La due diligence dell'U.B.S. pone in evidenza tutta una serie di criticità.

In particolare, si precisa che la maggior parte delle informazioni presentate nella *data room* sono state preparate all'uopo e non erano disponibili i documenti dai quali hanno tratto origine. Dal punto di vista di U.B.S. il riscontro della qualità e dell'affidabilità delle informazioni è stato estremamente difficile (Doc. 7).

Inoltre, le immobilizzazioni esposte in 2.800 Mil. DM possono essere state fortemente sopravvalutate ed il trasferimento delle stesse da *P.T.T.* a TELEKOM SERBIA deve avvenire prima del *closing* ed essere sottoposto ad una verifica successiva; il valore di libro delle rimanenze di magazzino può essere sopravvalutato, mentre i crediti includono posizioni di dubbia esigibilità, sicché debbono essere sottoposti anch'essi a verifica successiva al *closing*.

Infine, U.B.S. osserva che il processo di ammortamento è inaffidabile e dovrà essere rideterminato successivamente. Il valore di libro delle immobilizzazioni e dei relativi ammortamenti avrà un impatto sul patrimonio netto, sulla possibilità di distribuire dividendi e sulla capacità di credito.

Lettera della Direzione “Affari Legali e Societari” (3 giugno 1997).

In una lettera inviata il 3 giugno 1997 dagli “Affari Legali e Societari” (Doc. 8) si sottolinea come, a tale data, vi sia una «totale assenza di informazioni sulla prospettata operazione, il cui perfezionamento sembrerebbe fissato per la fine della settimana in corso»; si aggiunge, inoltre, che l'operazione «ha contenuto indeterminato non prevedendo... quale sia il prezzo per l'ipotizzato acquisto del 49% della società serba».

E' quantomeno curioso che, a pochi giorni dal perfezionamento di un'operazione di dimensioni così rilevanti, l'Ufficio “Affari Legali e Societari” non fosse a conoscenza neppure degli elementi essenziali dello stipulando contratto. Tale circostanza non può che essere letta nel senso del desiderio degli “Autori” dell'operazione di mantenere la segretezza sino al giorno del *closing*, quasi che vi fosse qualcosa di importante da nascondere.

“Aggiornamento e sintesi della valutazione” (4 giugno 1997).

In tale documento (**Doc. 9**) si descrive l'operazione, consistente nell'acquisto del 29% della TELEKOM SERBIA per il tramite della controllata S.I.N. L'operazione dovrà essere fatta di concerto con l'O.T.E., che acquisirà il 20% della TELEKOM SERBIA e si riserverà la facoltà di acquisire da S.I.N. un ulteriore 4% entro sei mesi dal *closing*.

Il prezzo riconosciuto da S.I.N. e da O.T.E. è pari a 1.568 Mil. DM.

Viene posta in rilievo la circostanza che «il dinaro non è oggi liberamente convertibile non essendo la Banca Centrale obbligata alla cessione di valuta pregiata»; ed ancora che «la convertibilità del dinaro è punto critico almeno nel breve-medio periodo». Tale circostanza è stata confermata, nella audizione del 5 marzo 2003 avanti alla Commissione d'inchiesta, dall'ing. Tebrio ROSATI.

Si sottolinea che la Serbia *«dimostra un prodotto interno lordo abbastanza contenuto... a fronte di una elevata crisi economica indotta dalla guerra e dal regime di sanzioni imposto dalla comunità internazionale»*; si aggiunge, inoltre, che *«la crisi economica ha comportato iperinflazione e quindi un ulteriore deterioramento delle condizioni economiche del paese »*.

Da tale documento emerge che il valore della partecipazione, tenuto conto del *management fee*, è pari a 2.719 Mil. DM. Peraltro, nello stesso documento si precisa che il relativo tasso di ritorno dell'investimento è compreso tra il 12% ed il 15%, cioè assume un valore nettamente inferiore rispetto al tasso di sconto dell'*equity* del 19% (in altri termini, l'investimento ha un tasso di ritorno non remunerativo). Lo stesso documento dà atto che, se si fosse applicato un tasso del 19%, il valore complessivo (comprensivo della licenza del mobile) avrebbe dovuto essere non superiore a 2.300 Mil. DM. Per pervenire al valore di 2.719 Mil. DM si sarebbe dovuto tenere conto delle transazioni paragonabili.

Nel descrivere il metodo delle transazioni paragonabili, si sottolinea come *«l'operazione in parola conserva elementi di rischio superiori dovuti alla particolarità del processo negoziale che, di fatto, ha limitato l'accesso all'informazione economica e l'attendibilità dei dati contabili»*.

Come sottolineato dal documento, l'operazione comporterà *«un fabbisogno netto di TELEKOM SERBIA nell'ordine di 100/150 Mil. DM al netto dei dividendi distribuiti; a tali ammontari vanno aggiunti i debiti contratti dalla società radiomobile che si stimano parimenti nell'ordine di 100/150 Mil. DM in 4 anni»*. Inoltre, si aggiunge, *«tali importi verrebbero raccolti da TELEKOM SERBIA a titolo*

di debito (in quest'ambito non si esclude la necessità di una garanzia da parte dei soci entranti)». Si sottolinea, peraltro, che — come già posto in evidenza — la *due diligence* sollevava forti perplessità sulla possibilità di distribuire dividendi.

L'analisi dei flussi di cassa pone, peraltro, in evidenza un flusso di cassa positivo per il 1997.

E' importante sottolineare come gli "Autori" dell'affare conoscessero sin da subito il rischio di dover garantire i debiti che la TELEKOM SERBIA si sarebbe vista costretta a contrarre per finanziare l'attività e, contrariamente a quanto sostenuto in un documento precedente (v. *infra*), non se ne sia tenuto conto nella valutazione. Quindi, delle due l'una: o si deve ritenere che il prezzo pagato sia stato ulteriormente sopravvalutato non essendosi tenuto conto dei debiti sopraggiunti; oppure si deve concludere che l'affare si sarebbe rivelato, in seguito, peggiore rispetto alla valutazione effettuata, ma per effetto di circostanze note all'epoca della valutazione. In entrambi i casi, non si può che ritenere che il prezzo dell'affare sia stato ulteriormente "gonfiato".

Closing (10 giugno 1997).

Il prezzo al *Closing* viene determinato in 1.568 Mil. DM per il 49% (corrispondente a 3.242 per l'intero; equivalente a 2.719 tenuto conto dell'effetto del *management fee*), di cui la parte incondizionata pari a **1.443 Mil. DM** (corrispondente a **2.944 Mil. DM per l'intero**) e *cash* pari a 1.245 Mil. DM (corrispondente a 2.540 Mil. DM per l'intero).

Nel contratto di trasferimento della partecipazione (**Doc. 10**), all'art. 9, si prevedeva una *due diligence* di *post closing* da eseguirsi entro 90 giorni. Tale verifica *a posteriori* riguardava soltanto alcuni elementi posti alla base della valutazione. Ed in particolare: la sussistenza delle autorizzazioni, la mancata violazione di norme di legge, la insussistenza di liti, la disponibilità delle azioni, e così via. Non si faceva, invece, alcun riferimento agli elementi di natura economica e patrimoniale che invece avevano costituito le basi di riferimento per la determinazione del prezzo. E' da rilevare, come meglio si vedrà in seguito, la mancanza di alcuna clausola prudenziale nel contratto. In altri termini, come è possibile pensare che in un contratto di tale rilevanza non si prevedesse la possibilità di verificare *a posteriori* quei dati che la parte serba — ma anche la stessa STET — aveva fornito senza alcuna possibilità di verifica? E' difficile pensare bene...

Ratifica del Consiglio di Amministrazione.

Secondo la maggior parte delle persone sentite dalla Commissione d'inchiesta (vd. resoconti stenografici: CHIRICHIGNO — 9.01.2003 — pag. 13; PASCALE — 23.10.2002 — pag. 10; RASI — 25.02.2004 — pag. 3; RIGHETTI — 15.05.2003 — pag. 27), una partecipazione del tipo di TELEKOM-SERBIA poteva essere acquisita soltanto se, prima, vi fosse stata una decisione del Consiglio di Amministrazione della STET.

In realtà, le trattative per l'acquisizione della partecipazione nella TELEKOM SERBIA sono state condotte dai vertici della STET e della TELECOM, senza mai coinvolgere il Consiglio di Amministrazione. Infatti, soltanto a ridosso della stipulazione del *closing* (in data 9 giugno 1997), l'operazione è stata ratificata dal Consiglio di Amministrazione della STET International (**Doc. 11**).

Nella STET la decisione di acquistare la partecipazione era stata trattata fra le "varie ed eventuali" di un Consiglio di Amministrazione del 6 giugno 1997 e, cioè, pochi giorni prima del *closing*.

In particolare, per quanto riguarda il contenuto del verbale consiliare si sottolinea che *«la controllata STET International Netherlands, con apposita delibera del proprio Consiglio di Amministrazione in data 5 giugno u.s., dati i ristrettissimi tempi disponibili, su indicazione della capogruppo STET e a seguito delle negoziazioni e delle valutazioni condotte dalla stessa STET e dall'azionista TELECOM Italia, ha deliberato l'acquisizione di una quota azionaria della società serba Telekom Serbia».*

Tale circostanza lascia intendere che sull'intera operazione — che per la sua dimensione avrebbe assorbito enormi risorse — si voleva far scendere un velo di inspiegabile mistero, da scoprirsi soltanto ad operazione praticamente conclusa e nei limiti dell'adempimento formale della ratifica.

Inoltre, è interessante notare come l'intervento della STET nella conclusione dell'affare sia stato determinante, tant'è che nello stralcio di verbale sopra riportato si pone in chiara evidenza il fatto che l'acquisto è avvenuto *«su indicazione della capogruppo STET e a seguito delle negoziazioni e delle valutazioni condotte dalla stessa STET e dall'azionista TELECOM».* Poiché l'operazione — come ampiamente argomentato — si è rivelata essere contraria ai canoni della corretta amministrazione, non è difficile cogliere in capo alla STET una palese responsabilità nei confronti della STET International Netherlands (responsabilità ora prevista espressamente dall'art. 2497, 1° comma, c.c.). Tutto ciò inoltre evidenzia, sotto il profilo politico, l'anomalia della intera operazione.

Per quanto riguarda TELECOM ITALIA, nella riunione del 18 marzo 1996, il consiglio di amministrazione aveva dato l'assenso alla costituzione di una società con il Governo serbo, impegnando la TELECOM Italia a partecipare all'iniziativa per un importo non superiore a 1.200 miliardi di lire in tre anni e dando mandato al Presidente, al V. Presidente e all'Amministratore delegato.

In relazione alla delibera del 18.3.1996, il dott. Francesco CHIRICHIGNO (all'epoca, amministratore delegato di TELECOM Italia) ha, però, fermamente e ripetutamente ribadito dinanzi alla Commissione il 9 gennaio 2003 (dopo averlo fatto dinanzi ai P.M. di Torino) di non avere alcuna memoria della delibera stessa (al riguardo, ha parlato di un "falso ideologico" - pag. 13 stenogr.); il dott. CHIRICHIGNO ha puntualizzato che una delibera siffatta non poteva essere presa, senza una preventiva autorizzazione da parte di STET (autorizzazione che non vi è stata) e che, in ogni caso, si sarebbe trattato di una "delibera a studiare" e non di una "delibera a fare".

Lo stesso dott. Ernesto PASCALE ha dichiarato di non ricordarsi di tale delibera (il consiglio di amministrazione aveva preso in considerazione un'ipotesi diversa che "è durata lo spazio di un mattino"), finendo, poi, con l'escludere che una delibera siffatta potesse essere adottata ("sarebbe stata del tutto anormale").

Inoltre, il dott. Francesco RIGHETTI (all'epoca segretario del consiglio di amministrazione di TELECOM) ha puntualizzato di fronte alla Commissione il 14.5.2003 che: *"deliberazioni relative a partecipazioni (e, in particolare, alla costituzione in Serbia di una società partecipata al 51% dal governo serbo e al 49% da TELECOM ITALIA) sono state, più volte, messe all'ordine del giorno, ma che non si era mai arrivato a deliberare perché, per fare queste operazioni, la STET aveva una sua società (la STET International) che non permetteva a TELECOM di fare operazioni all'estero"* (pag. 24 stenogr.); non ha escluso, però, che con la detta delibera sia stato deciso di rimettere a STET (STET International) la trattazione della partecipazione in oggetto, atteso che TELECOM ITALIA non poteva acquisire TELEKOM-SERBIA, senza disposizioni STET.

Considerazioni sui rapporti STET-TELECOM

Dai rapporti fra la controllante STET e la controllata TELECOM si evince chiaramente che, senza una preventiva apposita delibera del C.d.A. della prima, il C.d.A. della seconda non avrebbe potuto legittimamente deliberare l'acquisizione di partecipazioni in altre società. Da ciò consegue che la discussa delibera del 18 marzo 1996 del C.d.A. TELECOM — al di là del duplice problema di una certa farraginosità oggettiva del testo sul punto specifico e della sua effettiva adozione, problema quest'ultimo sollevato, come si è visto, dall'Amministratore Delegato CHIRICHIGNO, dal Consigliere RASI e dal Segretario RIGHETTI — non presenta alcuna rilevanza legittimante ai fini della conduzione e del perfezionamento dell'operazione TELEKOM-SERBIA, appunto perché non preceduta da una delibera del CdA di STET di analogo contenuto. La riprova indiscutibile di ciò va individuata, oltre che nel fatto che nei mesi successivi è dato registrare una “stagnazione” nella trattativa con la controparte serba, nel tentativo di seguire la rituale procedura, che voleva, in primo luogo, una pronuncia di STET. Ed, infatti, nel successivo periodo ottobre-novembre 1996, si è tentato di avere il *placet* di STET attraverso il contatto che il “mediatore” VITALI tenta di avere, senza successo, con l'A.D. di STET, PASCALE (che, invece, “dirotta” il VITALI stesso su ALOIA di STET INTERNATIONAL, società del gruppo deputata a trattare l'acquisizione di partecipazioni).

Fallito questo tentativo, per la ferma opposizione di PASCALE (che invita, fra l'altro, CHIRICHIGNO a “bloccare” TOMMASI nella conduzione della trattativa in questione), avviene (casualmente?) la sostituzione di PASCALE con lo stesso TOMMASI nella carica di A.D. di STET.

Sostituzione dei vertici STET e TELECOM ITALIA. Avvento di TOMMASI DI VIGNANO e conclusione dell'affare TELEKOM SERBIA.

E' doveroso sottolineare come la sostituzione dei vertici di STET (AGNES - PASCALE entrambi riconfermati da pochi mesi) e di TELECOM ITALIA (SILVESTRI - CHIRICHIGNO), avvenuta fra il gennaio ed il marzo 1997 — sostituzione decisa istituzionalmente dal Ministro del Tesoro (azionista di riferimento di STET) Carlo Azeglio CIAMPI, ma voluta politicamente dal Presidente del Consiglio Romano PRODI (in tal senso, Francesco CHIRICHIGNO ha riferito alla Commissione il 9 gennaio 2003 di essergli stato confidato da

Massimo D'ALEMA, MACCANICO e DRAGHI, che a volere la sua “fine” o, meglio, la sua non riconferma, era stato PRODI — pag. 16, stenogr.) — **sia venuta a coincidere (solo temporalmente?) con la forte accelerazione impressa (dal febbraio 1997) alla trattativa TELEKOM SERBIA, fino al closing (9 giugno 1997).**

E tale accelerazione, impressa da TOMMASI, trova la propria giustificazione in una delibera del C.d.A. STET nel frattempo intervenuta (delibera del 30 gennaio 1997). In essa è contenuta una delega amplissima a TOMMASI, che implicitamente ricomprende anche le operazioni di acquisto delle partecipazioni non di controllo. E' singolare che in tale delibera TOMMASI sia qualificato addirittura “capo azienda”.

Che la sostituzione dei vertici di STET e di Telecom Italia sia avvenuta su decisione del Governo è, inequivocabilmente ed autorevolmente, precisato da Mario DRAGHI (in Commissione il 30 aprile 2003) che puntigliosamente fa rimarcare che il Governo è costituito dal Presidente del Consiglio, dal sottosegretario alla Presidenza.....

Al riguardo, va evidenziato che i vertici sostituiti avevano conseguito risultati gestionali eccezionalmente positivi, tanto da non sapersi spiegare, tutt'ora, la(e) ragione(i) della loro sostituzione. Tuttavia, alcuni personaggi (vd. stenogr. audizione DRAGHI del 31.04.2003, pag. 7) sentiti dalla Commissione hanno parlato di una (presunta) contrarietà di detti vertici alla privatizzazione di STET-TELECOM; altri personaggi (vd., in particolare, ALOIA — pag. 13, stenogr. del 9.01.2003; ARGENTINO — pag. 9 stenogr. del 29.01.2003) hanno spiegato, invece, come PASCALE e CHIRICHIGNO non fossero, in linea di principio, contrari alla privatizzazione, ma ad un certo modo di intendere la stessa.

In sostanza, non è dato sapere quali concrete, specifiche professionalità (rispetto all'obiettivo della privatizzazione) facessero preferire **TOMMASI DI VIGNANO** a PASCALE. Lo stesso Dott. Mario DRAGHI (all'epoca, direttore generale del Tesoro), “compulsato” sul punto dalla Commissione (nell'audizione del 30.4.03), non è stato in grado di fornire precise e convincenti spiegazioni.

Del resto – si ribadisce – ad occuparsi esclusivamente della privatizzazione fu ROSSI e non TOMMASI DI VIGNANO.

Anzi, ROSSI, nel puntualizzare che TOMMASI era cresciuto nell'azienda pubblica, ritiene che il medesimo, sul piano “culturale”, potesse entrare in rotta di collisione con la privatizzazione (Guido ROSSI, in Commissione il 26 febbraio 2003).

Nello specifico, inoltre, va decisamente rimarcato come PASCALE e CHIRICHIGNO fossero decisamente contrari all'operazione TELEKOM-SERBIA; in particolare, PASCALE (di concerto con ALOIA) non condivideva affatto la presenza di mediatori nella conduzione dell'operazione stessa, nonché il ricorso alla trattativa privata (atteso che normalmente si procedeva con gare pubbliche).

E non è affatto escluso che questa contrarietà sia stata la causa (o la concausa) della loro sostituzione (in tal senso, un "pensiero", anche se "tardivo", è stato fatto dagli stessi interessati PASCALE e CHIRICHIGNO; l'ipotesi è adombrata anche da ARGENTINO).

E' indubbio, comunque, che la sostituzione dei detti vertici abbia spianato la strada all'avvento di Tomaso TOMMASI DI VIGNANO, legato "a filo doppio" (per pregressi rapporti nati ai tempi in cui egli era amministratore delegato di IRITEL, società del Gruppo IRI, rapporti consolidatisi nel tempo) a Romano PRODI e ad Enrico MICHELI (da considerarsi, a tutti gli effetti, i suoi grandi sponsor politici). Questa circostanza è concordemente riferita da Guido ROSSI, Francesco CHIRICHIGNO, Ernesto PASCALE, Gaetano RASI, Domenico PORPORA, Antonio ARGENTINO.

TOMMASI DI VIGNANO, subentrando a PASCALE nella carica di A.D. di STET e mantenendo la carica di direttore generale di TELECOM ITALIA (nonostante la fortissima opposizione da parte di CHIRICHIGNO, che temeva si potessero concentrare nel TOMMASI stesso il ruolo di controllore e quello di controllato), viene a trovarsi in una posizione assolutamente dominante rispetto, in generale, alla gestione delle due Aziende e, nello specifico, alla conduzione dell'affare TELEKOM SERBIA (conduzione che egli stesso aveva avviato sin dal 1994).

Molti personaggi sentiti dalla Commissione, concordemente ed esplicitamente, indicano il TOMMASI come il "capo-azienda", il "monarca" (come efficacemente lo definisce il Prof. ROSSI, subentrato ad AGNES nella carica di presidente di STET), dotato di poteri "esorbitanti" (e di ciò lo stesso ROSSI si lamenta con DRAGHI).

Questa posizione dominante — da attribuirsi verosimilmente alla detta formidabile "sponsorizzazione politica", più che alla forza della sua personalità (al riguardo, va ricordato che il Prof. RASI, in modo impressivo, definisce TOMMASI "un uomo prono a quello che gli ordinavano PRODI e MICHELI") — mette il TOMMASI stesso in condizioni di decidere, comunque, l'acquisto della

partecipazione in TELEKOM SERBIA, nonostante le gravissime controindicazioni economiche sopra evidenziate.

Al riguardo, meritano di essere sottolineate le dichiarazioni rese — nell'audizione del 5.3.2003 — dall'ing. Tebrio ROSATI, valido tecnico di TELECOM ITALIA: “conoscendo il dott. TOMMASI (e stimandolo) e nutrendo dubbi sull'operazione, il fatto che TOMMASI stesso l'abbia portata avanti, mi fa pensare che forse era una cosa che doveva fare” (pag. 17 del resoconto stenografico).

In tale contesto, poco (o nulla) rileva che dall'inchiesta “de qua” non sia emersa alcuna circostanza che riveli un intervento diretto e/o esplicito di Romano PRODI e di Enrico MICHELI sulla conduzione e sulla conclusione dell'affare TELEKOM-SERBIA, avendo provveduto a tutto il loro uomo di (totale) fiducia.

Necessità di copertura finanziaria (30 luglio 1997).

Ad un mese e mezzo dalla stipulazione del *closing* viene rilevata l'esigenza di copertura del fabbisogno finanziario della TELEKOM SERBIA (Doc. 12).

Tale circostanza denota — come si è detto — la mancata considerazione in sede di valutazione della partecipazione dell'impatto finanziario negativo che l'operazione avrebbe comportato.

Si tenga, inoltre, conto che la necessità di ulteriori esborsi finanziari non era prevista nel *budget* relativo al 1997. Ciò costituisce una ulteriore dimostrazione del fatto che si sia trattato di un pessimo affare, i cui rischi peraltro erano ben noti al *management* in quanto chiaramente posti in evidenza nel par. 4.3 della c.d. *due diligence*.

“Breve aggiornamento e Situazione finanziaria” (31 agosto 1997).

In un documento del 31 agosto 1997 (Doc. 13), si dichiara che *«permangono forti problemi circa la trasparenza e l'attendibilità dei dati»*.

Inoltre, la *performance* degli incassi di agosto è stata inferiore del 24% rispetto alle attese.

Infine, si segnala la necessità di un finanziamento a favore della TELEKOM SERBIA di importo superiore rispetto a quello ipotizzato alla fine di luglio.

L'impressione che se ne trae è quella di una operazione che manifesta una voragine sempre maggiore dal punto di vista delle esigenze finanziarie. Si è, in sostanza, posto in essere un “affare” che sin dall'inizio dava profondi segni di debolezza; un affare, cioè, in cui non solo si è pagato un prezzo esorbitante, ma in

relazione al quale vi è la necessità di fornire ulteriori fonti finanziarie di ammontare sempre crescente. Ma la cosa più deteriore consiste nel fatto che, sebbene vi fosse la consapevolezza dell'esigenza di ulteriori finanziamenti sin da subito, di questi non si sia tenuto conto ai fini della valutazione.

Lettera CICCHETTI - MASINI (30 settembre 1997).

In tale lettera (Doc. 14) si pone in evidenza il fatto che la TELEKOM SERBIA non ha liquidato il *management fee*, e che occorre elargire un finanziamento pari a 29 Mil. DM. da parte di S.I.N.

Ancora una volta l'operazione si rivela peggiore del previsto: non solo vi è la necessità di ulteriori finanziamenti, ma occorre rinunciare anche al *management fee* della cui incidenza si è tenuto conto ai fini della valutazione (al fine di ridurre a 2.719 Mil. DM il valore dell'intero, corrispondente al prezzo pagato).

Lettera RICCARDO-CARLO (30 settembre 1997).

Tale documento (Doc. 15) porta la firma di Riccardo ed è indirizzato a Carlo. In esso si sottolinea che lo sviluppo delle linee è ridotto (-40% nel '97 e -20% nel '98) e che il Margine Operativo Lordo (M.O.L.) è inferiore del 15%/20% rispetto alle aspettative.

Problematiche finanziarie (29/10/1997).

La Direzione "Area Finanza Strategica-Finanza internazionale", in una lettera inviata il 29 ottobre 1997 (Doc. 16), sottolinea l'esistenza di diverse criticità. In particolare:

- in ordine alla struttura organizzativa, «non esiste ancora una organizzazione definita, né chiarezza sulle responsabilità»;
- relativamente all'area finanziaria, «non esiste una situazione giornaliera di liquidità/debitoria della società e la produzione della stessa è estremamente macchinosa e comunque sempre imprecisa e inaffidabile»; «non esiste conseguentemente la possibilità di effettuare alcun tipo di gestione di tesoreria»; «tutto il sistema di incassi/pagamenti è nelle mani della "struttura serba" sulla quale non viene esercitato alcun controllo»;
- infine, si sottolinea «la pressoché totale mancanza d'informazione relativa ai dati di traffico con la conseguente impossibilità di gestire i

rapporti con i corrispondenti internazionali, con gravi riflessi anche dal punto di vista della relativa gestione finanziaria».

L'insieme delle circostanze sopra delineate, che incidono profondamente sulla valutazione in bilancio della partecipazione nella TELEKOM SERBIA, avrebbe dovuto essere richiamata in dettaglio nella nota integrativa al bilancio, cosa che non avvenne in spregio dei principi di chiarezza e di rappresentazione veritiera e corretta (art. 2423, 1° comma, c.c.).

Progetto di finanziamento alla Telekom Serbia (29/10/1997).

Ancora una volta viene prospettata la necessità di un finanziamento a favore della TELEKOM SERBIA (**Doc. 17**).

Ciò è sintomatico — lo si ripete — delle profonde incertezze, ben note al *management*, sulle quali si è fondata la trattativa per l'acquisto della partecipazione.

Due diligence post closing

L'incarico di *post closing* venne affidato all'ARTHUR ANDERSEN, come stabilito nel contratto.

La relazione sul lavoro svolto (**Doc. 18**) pone in chiara evidenza i limiti dello stesso, considerato che i controlli dovevano essere fatti esclusivamente con riferimento ad alcuni elementi marginali del contratto e non riguardavano, invece, i dati rilevanti al fine della determinazione del prezzo. Di conseguenza, le risultanze del *post closing* non potevano che avere una rilevanza molto limitata⁷.

La modesta portata dell'indagine di *post closing* trova altresì conferma nel fatto che CICHETTI ha dichiarato che il *post closing* ha confermato la congruenza con i dati contrattuali (e non poteva che essere così, considerato che i dati oggetto di verifica non comprendevano gli elementi economici e patrimoniali che avevano influito sulla valutazione).

A titolo di completezza, pare peraltro opportuno richiamare l'attenzione sulla circostanza che il bilancio della TELEKOM-SERBIA del periodo dal 1° giugno 1997 al 31 dicembre 1997 ha ricevuto un giudizio con richiami di informativa da parte della società di revisione (**Doc. 19**). In particolare, la società di revisione

⁷ Si segnala, peraltro, che nella relazione vengono poste in rilievo alcune discrepanze fra i dati contabili e i dati effettivi, sottolineando che le stesse avrebbero dovuto formare oggetto di discussione fra il *management* e gli azionisti di TELEKOM-SERBIA. Si vedano, ad esempio, i richiami sugli *assets* alle pp. 23 e s. della relazione.

richiama l'attenzione sui seguenti punti: *a)* il rischio di una svalutazione del dinaro; *b)* il cambiamento di stima degli impianti poiché i valori di costo non erano affidabili a causa della vetustà degli impianti stessi; *c)* la distruzione di alcuni impianti in conseguenza delle azioni militari in corso.

Piano economico-finanziario 1997/1998 (3 novembre 1997).

In tale documento (**Doc. 20**) si pone in evidenza come la più rilevante, ma non unica, criticità aziendale risieda nella gestione finanziaria. In particolare, si sottolinea ancora una volta la necessità di ulteriori interventi finanziari da parte dei soci.

Criticità della Telekom Serbia (7 gennaio 1998).

Con lettera inviata in data 7 gennaio 1998 (**Doc. 21**), Massimo MASINI comunica a Tomaso TOMMASI DI VIGNANO che «*previo esame e analisi delle rilevanti criticità in essere, è stato erogato un finanziamento dei soci, destinato a favorire una ristrutturazione della situazione debitoria della società ed un alleggerimento degli oneri connessi*».

Le “*rilevanti criticità*” richiamate nella lettera non potevano non incidere sulla valutazione di bilancio della TELEKOM SERBIA.

Documento senza data.

In tale documento (**Doc. 22**), si pone in evidenza come il *business plan* del 1998 non sia sostenibile. Si sottolinea, inoltre, che il *Cash-flow* operativo è insufficiente e si prospetta il totale congelamento dei pagamenti.

Bilanci della STET INTERNATIONAL NETHERLANDS.

All'epoca dei fatti, ed in particolare dal 10 aprile 1997, la STET INTERNATIONAL NETHERLANDS era partecipata al 58,82% dalla STET INTERNATIONAL e per il 41,18% dalla TELECOM ITALIA.

La partecipazione nella TELEKOM-SERBIA è stata iscritta nel bilancio al 31 dicembre 1997 per 948.886.000 fiorini olandesi, cioè presumibilmente al prezzo di costo. Tale importo è stato aumentato a 1.032.261.000 fiorini olandesi nel bilancio al 31 dicembre 1998. Soltanto nel bilancio al 31 dicembre 1999 la partecipazione è stata svalutata a 626.467.000 fiorini olandesi.

E' importante sottolineare che nel bilancio al 31 dicembre 1997 non è stato iscritto il valore del corrispondente patrimonio netto e del risultato di esercizio, poiché "no financial informations available", cioè non erano disponibili i dati.

All'epoca della redazione del bilancio il Consiglio di Amministrazione della Società era certamente al corrente del fatto che la partecipata si trovava in difficoltà finanziarie. Pertanto, la valutazione della partecipazione avrebbe dovuto essere molto più attenta.

Al 31 dicembre 1998 il valore del patrimonio netto della partecipata è stato espresso in 13.351.324.000 dinari ed il risultato di esercizio in 818.984.000 dinari, con la precisazione che tali dati erano "based on draft financial statement", cioè i dati risultavano da una "bozza" di bilancio.

Infine, nel bilancio al 31 dicembre 1999 la partecipazione è stata iscritta ad un valore di 626.467.000 fiorini olandesi, con una svalutazione di 405.794.000 rispetto al bilancio dell'esercizio precedente. Anche per tale anno non sono stati riportati i valori del patrimonio netto e del risultato di esercizio, in quanto "not available", cioè non disponibili.

Risulta inspiegabile il motivo per cui la svalutazione sia stata operata soltanto nel 1999, quando i gradi di incertezza sul suo valore erano già noti pochi mesi dopo la stipulazione del contratto di trasferimento della partecipazione. Ed anche se si volesse pensare all'effetto della dichiarazione dello stato di guerra, avvenuto il 24 marzo 1999, si potrebbe obiettare che esso era già certamente noto in occasione della redazione del bilancio al 31 dicembre 1998. Il Consiglio di Amministrazione della STET INTERNATIONAL NETHERLANDS, nella relazione di accompagnamento al bilancio al 31 dicembre 1999, argomentò la svalutazione sulla base della conseguenza della guerra in termini di preclusione a fare affari nel Kosovo e della svalutazione della valuta locale.

Infine, sempre nella prospettiva dell'indagine, è interessante notare come nella relazione al bilancio al 31 dicembre 1997 si dia atto che, al fine dell'acquisto della partecipazione nella TELEKOM-SERBIA, la TELECOM ITALIA abbia erogato un prestito infruttifero alla STET INTERNATIONAL NETHERLANDS pari a 702 milioni di marchi.

Bilanci della STET INTERNATIONAL.

I bilanci della STET INTERNATIONAL al 31 dicembre 1997, 1998 e 1999 espongono la partecipazione nella STET INTERNATIONAL NETHERLANDS a 1.547.389 milioni di lire.

La corrispondente quota di patrimonio netto della partecipata oscilla da 1.439.853 milioni di lire, al 31 dicembre 1997, a 1.615.443 milioni di lire, al 31 dicembre 1998, a 1.389.369 milioni di lire al 31 dicembre 1999.

Pare opportuno rilevare che i dati relativi alla quota di patrimonio netto della S.I.N. non fossero, come invece richiesto dall'art. 2427 c.c., esposti nel bilancio della STET INTERNATIONAL, ma siano stati desunti dal bilancio della S.I.N.

Bilancio consolidato al 31 dicembre 1997 del GRUPPO TELECOM ITALIA.

Nella relazione sulla gestione (**Doc. 23**) non si fa alcuna menzione delle profonde criticità che caratterizzano la valutazione della partecipazione nella TELEKOM SERBIA.

Tale circostanza incide in misura significativa sulla veridicità e correttezza del bilancio consolidato stesso.

Perplexità sugli “scopi iniziali” (19 ottobre 1998).

Con lettera datata 19 ottobre 1998 (**Doc. 24**), Massimo MASINI — sottolineando la drammaticità del caso della Serbia - richiama ad Aldo DE SARIO la totale incertezza sugli “scopi iniziali” dell'operazione, oltre che sulle criticità gestionali molto gravi (De Sario e Masini erano due dei tre consiglieri del C.d.A. della S.I.N. che deliberò l'acquisizione di Telekom-Serbia il 5 giugno 1997).

All'interno della struttura vi era, dunque, piena consapevolezza che la conclusione del contratto “nascondeva” qualcosa.

Lettera manoscritta.

Massimo Masini (amministratore delegato della STET International nel periodo dal 14 aprile 1992 al 30 giugno 1997), in data 10 marzo 1998 (quando il medesimo ricopriva la carica di amministratore delegato di Stet Mobile Holding), invita il destinatario di una lettera riservata (**Doc. 25**) — tale “Vito” — a leggere un articolo del *Financial Times*, nel quale si sottolinea come l' O.T.E. stia rivedendo la progettata acquisizione dell'ulteriore quota del 4% in TELEKOM SERBIA, sul riflesso che vi