

**Luiss**

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali  
**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

**Il caso Parmalat**

**MariaKatia Di Staso**

**Agosto 2004**

<b>IL CASO PARMALAT .....</b>	<b>2</b>
<b><u>1. L'EVOLUZIONE DEL GRUPPO.....</u></b>	<b><u>2</u></b>
1.1. I primi segnali di crisi.....	8
1.2. Da Buconero a Bonlat ed Epicurum: la crisi.....	9
1.3. La reale situazione del gruppo e le prospettive di risanamento. ....	13
<b><u>2. LE INDAGINI DELLA MAGISTRATURA.....</u></b>	<b><u>17</u></b>
2.1. Le difficoltà finanziarie e la finanza “creativa” .....	18
2.2. Eurolat: il legame tra Cirio-Parmalat-Banca di Roma .....	21
2.3. Il settore turistico: la Parmatour .....	23
2.4. Il tesoro di Tanzi .....	25
2.5. Le indagini della Sec americana.....	27
<b><u>3. LE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE.....</u></b>	<b><u>28</u></b>
3.1. Il bond Nextra.....	29
3.2. Il bond con Ubs .....	30
3.3. Il bond Deutsche Bank .....	30
3.4. Il ruolo di Citibank .....	32
3.5. Il rating e la situazione degli obbligazionisti .....	32
<b><u>4. I SOGGETTI COINVOLTI E LE LORO RESPONSABILITÀ.....</u></b>	<b><u>37</u></b>
4.1. Le banche: l’esposizione debitoria e il collocamento dei bond.....	38
4.2. Le società di revisione .....	45
4.3. L’agenzia di rating .....	52
4.4. Le Autorità di vigilanza.....	55
<b><u>5. ALCUNE RIFLESSIONI .....</u></b>	<b><u>62</u></b>
5.1. I controlli interni.....	63
5.2. I controlli esterni. ....	67

## IL CASO PARMALAT

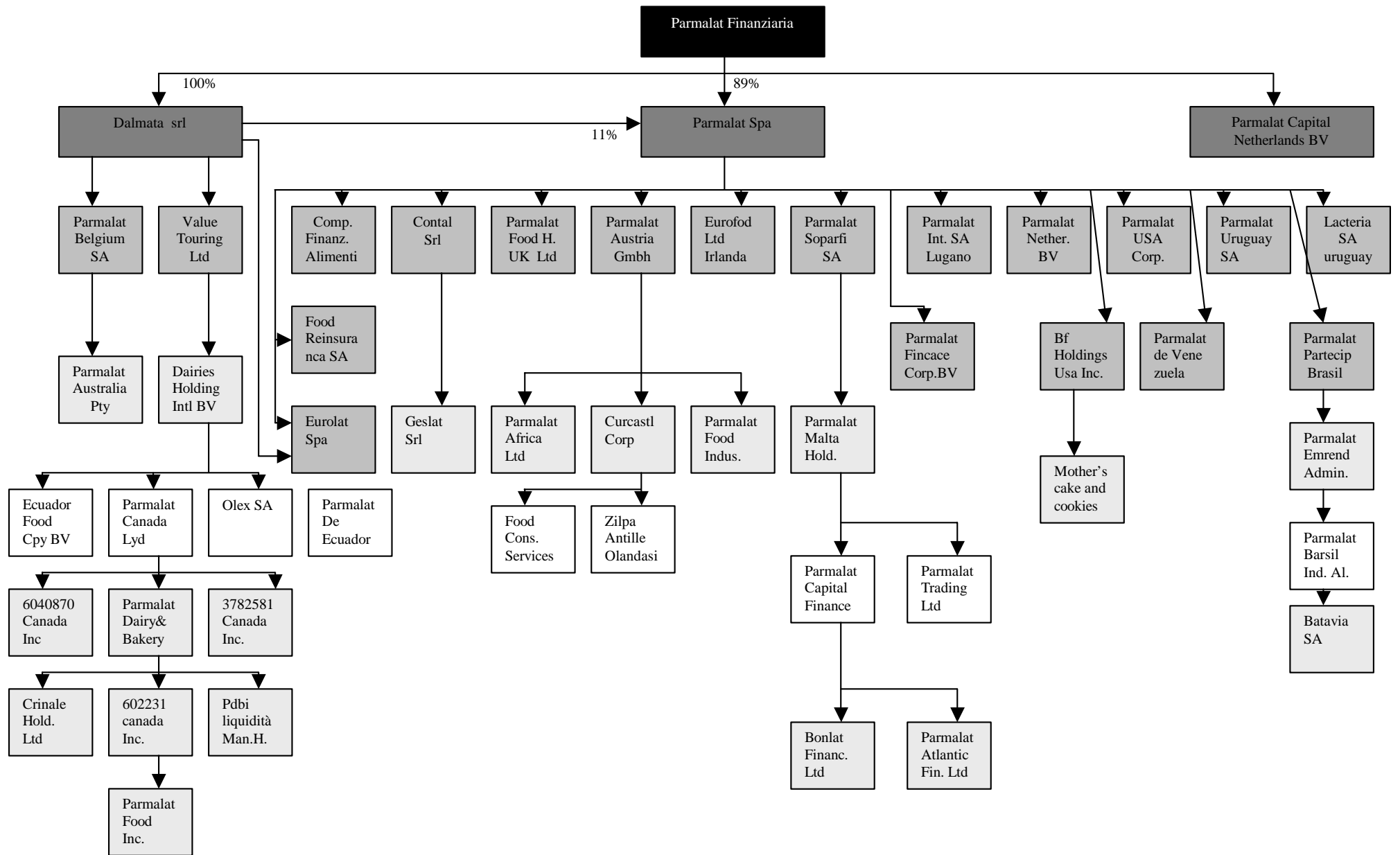
A poco più di un anno di distanza dal crack Cirio, un nuovo scandalo finanziario travolge il mercato italiano. Il soggetto coinvolto è la Parmalat, quarto gruppo alimentare in Europa, composto di 213 società distribuite in 30 paesi diversi, attiva non solo nel settore del latte e dei suoi derivati, ma anche delle bevande, dei prodotti da forno e in misura minore nel settore conserviero.

### 1. L'evoluzione del gruppo

La Parmalat nasce all'inizio degli anni '60 con la costituzione a Collecchio (provincia di Parma) della Dietalat (poi ribattezzata), che nel giro di poco più di un decennio vede crescere il proprio giro d'affari in modo eccezionale: il fatturato passa da circa 10,300 mln € nel 1973 ad oltre 249 mln € nel 1983. Le ragioni di tale sviluppo sono dovute ad una duplice intuizione del *patron* Calisto Tanzi: l'impiego per la vendita del latte dei contenitori di cartone *tetrapak* e il lancio della tecnologia *Uht*, sistema di conservazione che lascia inalterate qualità proteiche e sali minerali del prodotto.

Come sopra accennato, oggi la Parmalat è una multinazionale con sedi in tutta l'Europa (46 stabilimenti) e l'America (78), ma anche in Sud Africa, Australia e Asia. Lo schema seguente riproduce l'organigramma del gruppo alla fine del 2003:







La strategia di espansione all'estero del gruppo si è accompagnata ad una rilevante internazionalizzazione dell'operatività nel campo della finanza, non solo nella forma dell'approvvigionamento di risorse finanziarie sui mercati esteri, ma anche nell'attribuzione di fondi a società controllate, spesso dislocate *off-shore*<sup>1</sup>.

Le operazioni di espansione all'estero sono state effettuate in modo sistematico a partire dagli inizi degli anni '90<sup>2</sup>; a ciò si aggiunge la quotazione in Borsa e l'inserimento del titolo nel Mib30, dal 1994 al 1998.

Tra le operazioni di maggior rilievo, meritano di essere ricordate l'acquisizione nel 1997 della *Beatrice Food* (società canadese attiva nei settori dei derivati del latte, formaggi e succhi) per 140 mln€, nel 1998 l'acquisto della canadese *Ault Food* per 250 mln€, della sudafricana *Bonnita Holdings* per 100 mln€ e dell'australiana *Pauls* per 220 mln€<sup>3</sup>.

Non possono essere tralasciate, per il rilievo che assumeranno nel corso delle indagini, anche l'operazione che ha comportato il trasferimento del settore lattiero dalla Cirio alla Parmalat tramite la società veicolo *Eurolat* e la costituzione della *Parmatour*, impresa operante nel settore turistico<sup>4</sup>. Come la

---

<sup>1</sup> Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio dinanzi alle Commissioni Riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei Deputati e 6<sup>a</sup> (Finanze e Tesoro) e 10<sup>a</sup> (Industria, commercio e turismo) del Senato della Repubblica, Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, p. 10 ss.

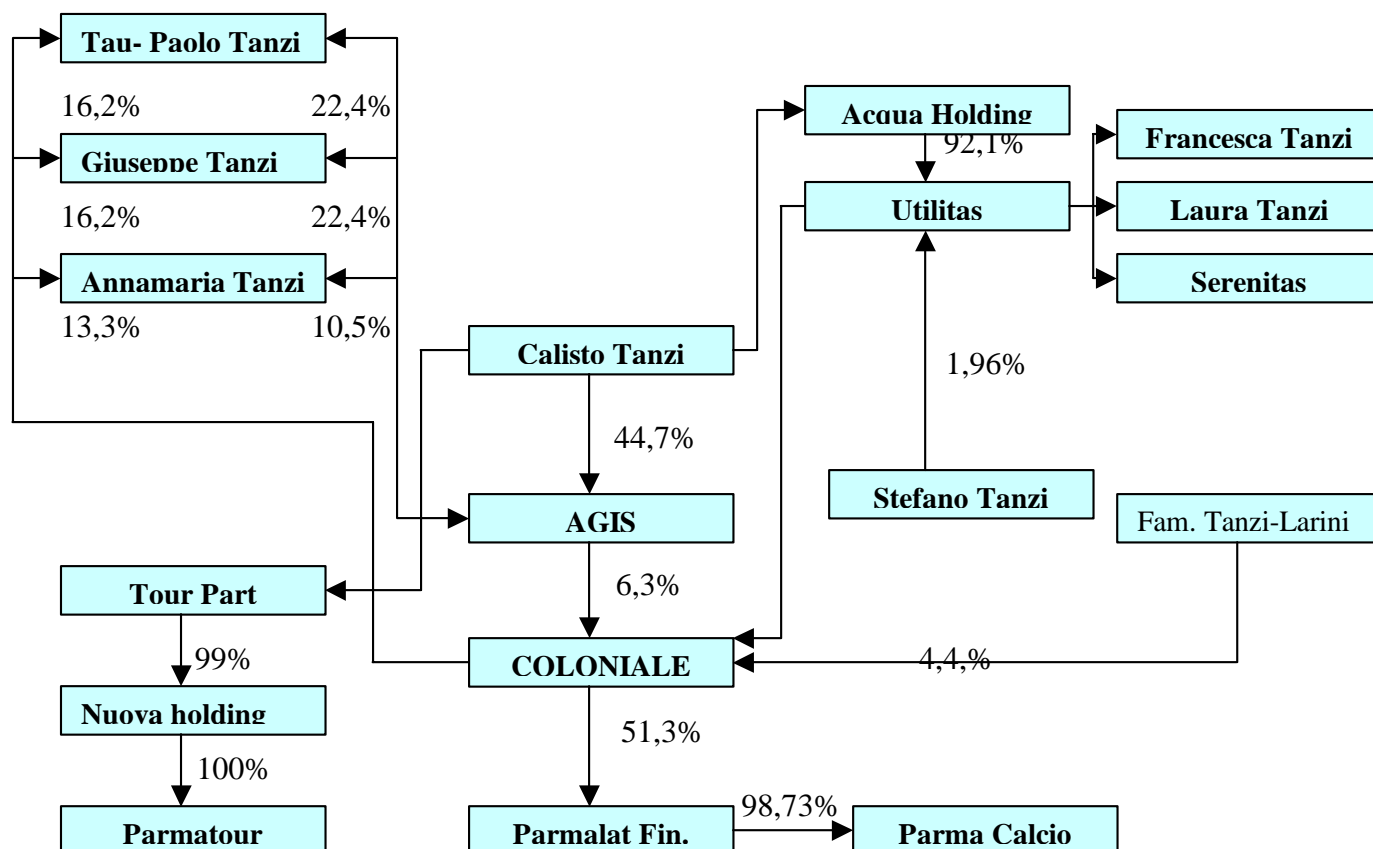
<sup>2</sup> È necessario sottolineare come poco prima la società fosse stata, a causa del forte indebitamento, prossima ad essere ceduta alla Kraft. Ciò non accadde grazie all'intervento di Banca Akros. A seguito della vicenda, Tanzi aveva rassicurato il mercato affermando che la successiva gestione sarebbe stata improntata all'azzeramento del debito. Il consistente programma di acquisizioni che ne è seguito, tuttavia, ha smentito in modo netto i suddetti e dichiarati propositi.

<sup>3</sup> BASILE, *Una scommessa in 30 paesi del mondo*, Il sole 24 ore, 10/12/2003.

<sup>4</sup> Come si vedrà nello schema di p.6, le società operanti nel settore del turismo di proprietà dei Tanzi, non rientrano nel gruppo alimentare. Per l'evoluzione delle attività dei Tanzi nel settore turistico, vedi *infra*, p.20.

Cirio, inoltre, anche la Parmalat investe nel calcio con l'acquisto di una partecipazione maggioritaria nel Parma Calcio<sup>5</sup>.

Lo schema seguente rappresenta, in maniera semplificata, la complessiva articolazione delle attività gestite dalla famiglia Tanzi:



<sup>5</sup> L'acquisto del pacchetto di maggioranza della squadra (92%) è perfezionato nel 1990, due mesi prima che la Parmalat s.p.a. sia quotata in Borsa. La gestione, inizialmente affidata a Giorgio Pedraneschi, passa a Stefano Tanzi nel 1996. Dopo una prima fase caratterizzata da risultati nettamente positivi, anche per il Parma Calcio insorgono difficoltà finanziarie. Le ingenti perdite registrate a partire dal 2000 inducono i Tanzi a programmare il compimento di una operazione volta a scorporare la squadra dalla multinazionale alimentare. Il Parma sarebbe stato venduto dalla Parmalat alla famiglia Tanzi ed inserito, successivamente nel gruppo Parmatour. Lo scoppio della crisi ha, tuttavia, impedito che tale operazione fosse concretamente realizzata. CAPOLINO – MASSARO – PANERAI, *Parmalat, la grande truffa*, Classe Editori, Supplemento di Milano Finanza del 21/04/2004.



Acquisizioni e investimenti sono stati finanziati con il ricorso all'indebitamento, dapprima nella forma di finanziamenti da parte di banche italiane ed internazionali<sup>6</sup>, in seguito con il ricorso al mercato obbligazionario.

Dal 1997 ad oggi infatti si è registrata l'emissione di ben 32 prestiti per un totale di circa 7 mld €.

EMITTENTE	DATA EMISSIONE	DATA SCADENZA	RATING	IMPORTO	LEAD MANAGERS
Parmalat Finanziaria Spa	19/11/96	19/11/06		59,00	
Parmalat Finanziaria Spa	02/01/97	02/01/07		103,29	UBS
Parmalat Brazil	06/02/97	02/01/05		127,24	Bank of Boston Corp.
Parmalat Brazil	18/02/97	18/02/05		59,39	
Parmalat Brazil	24/03/97	24/03/05		59,39	
Parmalat Finanziaria Spa	01/10/97	01/10/07		103,29	UBS
Parmalat Finanziaria Spa	16/02/98	16/02/10		51,65	UBS
Parmalat Finance Corp BV	18/02/98	18/02/28	BBB-	516,46	Chase Manhattan International LTD
Parmalat Capital Netherlands BV	19/03/98	31/12/2005		281,10	Paribas London
Parmalat Finance Corp. BV	16/04/98	16/04/05	BBB-	500,00	JP Morgan Paribas London
Parmalat Capital Finance LTD	13/08/98	13/08/08	BBB-	125,00	Barclays Capital
Parmalat Finance Corp. BV	30/03/99	30/03/09	BBB-	300,00	Merril Lynch International
Parmalat Finance Corp. BV	23/06/99	23/06/09	BBB-	100,00	Bear Stearns Int. Ltd, Chase Manhattan Int.Ltc , Unicredito Italiano spa
Parmalat Finance Corp. BV	23/06/99	23/06/09	BBB-	100,00	Merril Lynch International
Parmalat Finance Corp. BV	03/08/99	03/08/09		25,00	Unicredito Italiano
Parmalat Finance Corp BV	01/09/99	30/03/09	BBB-	90,00	Merril Lynch International
Parmalat Finance Corp BV	07/02/00	07/02/05	BBB-	500,00	Banca d'Intermediazione Mobiliare IMI spa, Chase Manhattan Int. Ltc

<sup>6</sup> Per le singole banche coinvolte e per l'ammontare dell'esposizione debitoria di ciascuna, cfr. *infra*, p. 31.

Parmalat Finance Corp BV	15/03/00	07/02/05	BBB-	150,00	Banca d'Intermediazione mobiliare IMI spa, Chase Manhattan Int. Ltc
Parmalat Finance Corp. BV	23/10/00	23/10/07	BBB-	150,00	Banca d'Intermediazione mobiliare IMI spa, Chase Manhattan Int. Ltc
Parmalat Finance Corp. BV	06/02/01	06/02/06	BBB-	500,00	Banca IMI spa, JP Morgan Securities Ltd
Parmalat Capital Netherlands BV	28/02/01	30/06/21		350,00	Salomon Brothers International Ltd
Parmalat Finance Corp BV	25/07/01	25/07/08		500,00	Caboto Sim Spa, Unicredit Banca Mobiliare
Parmalat Finance Corp. BV	29/09/01	20/09/04		150,00	Nomura
Parmalat Finance Corp BV	18/01/02	18/01/02	BBB-	250,00	Banca Akros Spa, Credit Suisse First Boston, MPS Finance, Banca Mobiliare Spa
Parmalat Finance Corp. BV	04/02/02	20/09/04		150,00	
Parmalat Finance Corp. BV	22/02/02	18/01/07	BBB-	50,00	Banca Akros Spa, Credit Suisse First Boston, MPS Finance, Banca Mobiliare Spa
Parmalat Soparfi SA (Lussemburgo)	23/05/02	18/01/07	BB	306,80	Morgan Stanley & Co. Int. Ltd
Parmalat Soparfi SA (Lussemburgo)	12/12/02	12/12/22		246,40	Morgan Stanley & Co. Int. Ltd
Parmalat Finance Corp BV	13/12/02	13/12/04		150,00	Unicredit Banca Mobiliare
Parmalat Finance Corp BV	03/07/03	03/07/08		210,00	UBS
Parmalat Finance Corp BV	10/07/03	10/07/08		300,00	Morgan Stanley & CO. Int. LTd
Parmalat Finance Corp BV	29/09/03	29/09/10	BBB-	350,00	Deutsche Bank

Ciascuna delle emissioni obbligazionarie, cui vanno aggiunte *guaranteed preference shares* per 479,5 mln €, viene giustificata al mercato affermando che essa va a “ridurre gli oneri sulla provvista a lungo termine, rifinanziando l’indebitamento, e a sostenere eventuali nuovi esigenze di sviluppo”<sup>7</sup>.

Nel 1998 il titolo è spostato nel Midex e tornerà nel Mib 30 nel gennaio 2003, col consenso della comunità finanziaria, degli analisti e dell’agenzia S&P, che assegna a Parmalat un *rating* BBB-, il c.d. *investment grade*<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato stampa*, 1997.

<sup>8</sup> STANDARD & POOR’S, *Rating criteria*, 2000.

## 1.1. I primi segnali di crisi

Le prime avvisaglie delle difficoltà finanziarie del gruppo risalgono a febbraio 2003, quando la Parmalat s.p.a. annuncia l'emissione di un prestito obbligazionario destinato ad investitori istituzionali, che però viene accolto dal mercato in modo tanto negativo da indurre la società a ritirare l'emissione annunciata<sup>9</sup>. In tale occasione si assiste alle dimissioni dalla carica di direttore finanziario della società di Fausto Tonna, che si rivelerà in seguito come uno dei principali artefici della fraudolenta gestione finanziaria del gruppo<sup>10</sup>. Da questo momento, la complessiva situazione della multinazionale è posta dalla Consob sotto osservazione, mediante ricorso all'informazione continua in base all'art.114 del Tuf<sup>11</sup>. Nel bilancio approvato alla fine di marzo 2003 risulta esistente una liquidità pari a circa 4 mld €, a fronte di un indebitamento pari a circa 7 mld €. Alle richieste di chiarimenti avanzate dalla Consob, la società

---

<sup>9</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato stampa*, 26/02/2003. Il prestito obbligazionario sarebbe stato emesso da una società controllata di diritto straniero, per un importo nominale di 300 mln €, durata 7 anni, con un rendimento annuo del 7,75% circa. Il giorno seguente l'annuncio suddetto, tuttavia, Parmalat Finanziaria con un nuovo comunicato dichiara di non voler più procedere all'emissione, perché “[...] nonostante la domanda di sottoscrizione degli investitori istituzionali, a cui la proposta operazione era per la prima volta totalmente dedicata, fosse fino a questo momento più che soddisfacente, [...] si è ritenuto che il costo dell'operazione, date le [...] condizioni di mercato sfavorevoli [...], non riflettesse la solidità dei fondamentali di credito del gruppo”. PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato stampa*, 27/2/2003.

In relazione al medesimo episodio, la Consob, su sollecitazione dello stesso Tanzi, all'epoca presidente e amministratore delegato del gruppo, svolge nel marzo 2003 degli accertamenti per verificare se il titolo sia stato oggetto di aggio. Nell'esposto presentato dalla società si sosteneva che le oscillazioni in Borsa fossero state causate da manovre speculative con lo specifico scopo di danneggiarla. Le indagini della Consob hanno, però, dato esito negativo, poiché i fatti lamentati risultavano essere dovuti esclusivamente al ritiro dell'emissione obbligazionaria precedentemente annunciata.

<sup>10</sup> Le dimissioni di Tonna dalla carica di direttore finanziario di Parmalat Finanziaria non ne comportano però l'esclusione dalle dinamiche del gruppo, poiché egli entrerà a far parte del consiglio di amministrazione di Coloniale, la società che controlla direttamente la Parmalat Finanziaria. DEL GIUDICE, *Parmalat, scatta l'ora di Bondi*, Il sole 24ore, 15/12/2003.

<sup>11</sup> In base al disposto dell'art.114 del D.L.vo 58/98 (TUF), “...gli emittenti quotati e le società che li controllano informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari...”; il terzo comma dello stesso articolo prevede, inoltre, che “la Consob può, anche in via generale, richiedere ai soggetti indicati nel comma 1 che siano resi pubblici [...] notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico”.

risponde che una liquidità tanto elevata è volta a supportare la politica di espansione del gruppo, consentendo investimenti sul mercato capaci di generare rendimenti maggiori rispetto agli interessi negativi sui prestiti obbligazionari.

## ***1.2. Da Buconero a Bonlat ed Epicurum: la crisi***

Le richieste di informazioni della Commissione sui due punti nodali della liquidità e del complessivo ammontare dei prestiti obbligazionari (questa volta in base all'art.115 TUF<sup>12</sup>) proseguono fino a far emergere, nel mese di ottobre, l'esistenza del fondo Epicurum, presso il quale il gruppo aveva investito somme per oltre 490 mln €, contabilizzate come attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni. La scoperta di Epicurum mette in luce, di conseguenza, la rilevanza del ruolo della Bonlat, società con sede nelle isole Cayman, nella gestione finanziaria del gruppo; detta società, secondo un documento presentato dai revisori contabili della Grant Thornton<sup>13</sup> e posto alla base della certificazione del bilancio, dispone di liquidi pari a 3,95 mld € su un conto presso la *Bank of America* (BoA) ed è la titolare della quota da 490 mln € nel suddetto fondo di investimento, anch'esso avente sede nelle isole Cayman.

Sulla base di queste informazioni, la Consob chiede che siano chiariti al mercato due aspetti fondamentali: quello relativo alle “attività finanziarie non immobilizzate” (in sostanza la liquidabilità delle somme investite in Epicurum) e quello relativo alle emissioni obbligazionarie in scadenza alla fine del 2004.

---

<sup>12</sup> In base all'art.115 “*la Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale: a) richiedere agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stesso controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie dagli amministratori, dai sindaci, dalle società di revisione e dai dirigenti delle società e dei soggetti indicati nella lettera a) [...]*”.

<sup>13</sup> Come sarà meglio evidenziato in seguito (pp. 45 ss), l'attività di revisione contabile del gruppo Parmalat era svolta da un revisore principale, la Deloitte & Touche, responsabile delle società rientranti nell'area di consolidamento, ed un revisore secondario, la Grant Thornton, responsabile per le società non rientranti nell'area suddetta, ma comunque appartenenti al gruppo.

Dal legale rappresentante in Italia del Fondo, l'avv. Zini<sup>14</sup>, così come dalla società, arrivano solo rassicurazioni sulla pronta esigibilità delle somme investite e sulla solidità economica e finanziaria della Parmalat. La società comunica, inoltre, l'intenzione di liquidare del tutto il proprio investimento in Epicurum entro il 4 dicembre 2004, procurandosi in tal modo i fondi per rimborsare le obbligazioni in scadenza<sup>15</sup>.

Tali rassicurazioni migliorano, in parte, la posizione in borsa della società, ma l'attenzione ora puntata sui suoi bilanci porta alla luce un altro affare poco chiaro: la stipula di un'associazione in partecipazione con una società dal nome emblematico, Buconero. A fronte delle notizie pubblicate dalla stampa, la Parmalat si vede costretta ad emettere un comunicato speciale per spiegare la natura dell'affare: si tratterebbe di un'associazione in partecipazione tra una società del Delaware controllata da Citigroup, la Buconero appunto, e la sede di Lugano di una società italiana, la Geslat, rientrante nel consolidato di Parmalat. In base a tale contratto di associazione la Geslat avrebbe ricevuto dalla Buconero 117 mln €, che la stessa avrebbe impiegato in prestiti infra-gruppo<sup>16</sup>. Nonostante questa scoperta, accolta dalla stampa internazionale in modo ironico<sup>17</sup>, la comunità finanziaria non sembra preoccupata della solidità del gruppo.

---

<sup>14</sup> Lo studio legale Zini & Associates aveva già assistito Parmalat nel marzo 2003, a seguito del mancato lancio del prestito obbligazionario, presentando alla Consob un esposto per tentato agguistaggio ai danni del titolo Parmalat.

<sup>15</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato Stampa*, 4-12-2003.

<sup>16</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato Stampa*, 21-11-2003. I vantaggi dell'affare sarebbero stati non solo di natura prettamente fiscale, ma anche "contabile", grazie alla mancata indicazione dei prestiti infra-gruppo in contabilità. Il clamore suscitato dall'accordo è, inoltre, accentuato dalle indiscrezioni secondo le quali sarebbe stata proprio Citigroup a proporlo alla Parmalat e proprio in coincidenza di tale proposta la Geslat cambiò l'oggetto sociale, trasformandosi da società operativa in società deputata al finanziamento di altre società appartenenti al gruppo.

<sup>17</sup> REILLY – PORTANGER – WRIGTON – GALLONI, *Parmalat's debt is cut to 'junk'. As fears of cash crunch mount*, Wall Street Journal Europe, 10/12/2003; KAPNER, *Parmalat to meet watchdog over unrecovered €500m*, Financial Times Europe, 9/12/2003.

Un nuovo sollecito della Consob su Epicurum, tuttavia, costringe la società a dichiarare che la liquidazione del proprio investimento dovrà essere posticipata: il fondo aveva, infatti, deliberato di procedere alla dimissione di tutte le attività e chiesto una dilazione di una settimana per effettuare le operazioni a ciò necessarie<sup>18</sup>. Negli stessi giorni, si approssima la data di scadenza di un bond da 150 mln € emesso da Parmalat Finanziaria, il cui rimborso appare a rischio. Il 9 dicembre il consiglio di amministrazione della società comunica che l'investimento in Epicurum non può essere liquidato; decide pertanto di valersi del periodo di grazia previsto dall'*Offering Circular*, rimandando il rimborso del bond al 15 dicembre<sup>19</sup> e delibera, contemporaneamente, di valersi della consulenza di Enrico Bondi, esperto di ristrutturazioni industriali e finanziarie, al fine di risolvere le problematiche insorte.

Le difficoltà nel rimborso del bond, infatti, si riveleranno, di lì a poco, solo il sintomo di una situazione finanziaria ben più grave e fino a tale momento in alcun modo esplicitamente percepita dal mercato. Il bond viene rimborsato giovedì 12 dicembre grazie al sostegno di alcune banche<sup>20</sup>, ma le prime verifiche effettuate da Bondi e dalla Consob rivelano l'opacità dei rapporti tra le società del gruppo e l'inattendibilità delle poste in bilancio. Il 15 dicembre Calisto Tanzi abbandona ogni carica direttiva all'interno della società, affidandone completamente il destino a Bondi, che si dice in grado di tracciare uno schema della situazione economico-finanziaria del gruppo e delle sue

---

<sup>18</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, *Comunicato Stampa*, 1-12-2003.

<sup>19</sup> Il top management del gruppo dichiara che entro quella data sarà in grado di ripagare gli obbligazionisti, avendo richiesto a quattro banche (Intesa, Capitalia, Mps, Popolare di Lodi) il rilascio di un finanziamento da 40 mln € di cui 25 mln € andrebbero a completare il piano di rimborso. Gli altri 25 mln € sarebbero, invece, già coperti a seguito di un riacquisto effettuato nei mesi precedenti. GRAZIANI, *Bondi chiede 40 mln a 4 banche*, *Il sole 24 ore*, 11/12/2003. Nel frattempo, però, l'agenzia Standard & Poor's declassa per ben due volte il rating portandolo a CC, a un passo, dunque, dal default, OLIVIERI, *S&P taglia il rating a CC: "notizie fuorvianti"*, *Il sole 24ore*, 11/12/2003.

<sup>20</sup> Il rimborso del bond è stato realizzato, per la parte che la Parmalat non riusciva a coprire in autonomia, con il supporto del Ministero dell'Economia che ha anticipato un rimborso da 35 mln € di crediti Iva e un *pool* di banche che ha erogato poco più di 25 mln €.

possibilità di recupero entro la fine di gennaio 2004 avvalendosi della cooperazione degli analisti di PriceWaterhouse Coopers (Pwc).

L'arrivo di Bondi alla guida del gruppo coincide con una ripresa del titolo in borsa, ma la situazione precipita, in maniera irrecuperabile, il 18 dicembre, quando la Bank of America fa conoscere che il documento, con cui si attestava la presenza su un suo conto di 3,95 miliardi € di liquidità, è falso. Tale sconvolgente scoperta fa venir meno il presupposto di tutta la contabilità del gruppo e nello stesso tempo il principale strumento di cui il risanatore intendeva avvalersi per la ristrutturazione<sup>21</sup>. Bondi comunica la falsità del documento alla magistratura e contestualmente la Consob trasmette esposti alle procure di Milano e Parma<sup>22</sup>.

Mentre le indagini della magistratura portano nel giro di pochi giorni all'arresto di Tanzi, del direttore finanziario in carica Del Soldato, dell'ex-direttore Tonna e di due revisori della Grant Thornton, Bondi, con la collaborazione dei revisori da lui incaricati, si accorge che la situazione finanziaria ed economica del gruppo è ben diversa da quella risultante dai bilanci. A questo punto, al neo amministratore delegato non restano che due strade da percorrere: la procedura di amministrazione controllata o l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (D.L.vo. 270/99), come è stato per la Cirio. La scelta dell'una o dell'altra procedura genera, ovviamente, conseguenze diverse: nel primo caso (amministrazione controllata) è prevista la prosecuzione dell'attività industriale e la mera sospensione, per un periodo di due anni, di ogni azione esecutiva da parte dei creditori; nel secondo (amministrazione straordinaria) è prevista, alternativamente, la cessione dei complessi aziendali dell'impresa insolvente (entro 1 anno) o la ristrutturazione aziendale (entro 2 anni)<sup>23</sup>.

La scelta del consiglio di amministrazione è per il D.L.vo 270/99 o, meglio, per la procedura suddetta con le modifiche specificamente apportate

---

<sup>21</sup> Dopo il comunicato di BoA, S&P declassa il rating a D. L'occasione è fornita dal mancato pagamento di un'opzione *put* di circa 400 mln € con cui Parmalat avrebbe dovuto rilevare la quote degli azionisti di minoranza di una società brasiliana.

<sup>22</sup> Per i reati contestati vedi *infra*, pp.17 ss.

<sup>23</sup> MONTI, *Bondi, due soluzioni per il riassetto*, Il sole 24ore, 24-12-2003.

dal Decreto Legge 23 dicembre 2003, intitolato “*Misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza*”. Tale decreto consente l'immissione immediata nella procedura che prevede la ristrutturazione economica e finanziaria di cui all'art.1 del D.L.vo 270/99, tutelando l'impresa in tempi più rapidi da azioni esecutive intentate dai creditori<sup>24</sup>.

La prima società ad essere ammessa alla procedura è la Parmalat Spa in data 24 dicembre 2003; il 30 la procedura è estesa alla Parmalat Finanziaria Spa, alla Lactis Spa e alla Eurolat insieme ad altre quattro società olandesi, la Dairies Holding International BV, la Parmalat Capital Netherlands BV, la Parmalat Capital Finance Corporation BV e la Parmalat Netherlands BV; la stessa sorte tocca a due società lussemburghesi, la Olex SA e la Parmalat Soparfi SA.

### ***1.3. La reale situazione del gruppo e le prospettive di risanamento.***

I revisori di Pwc, incaricati da Bondi, depositano il 26 gennaio 2004 la relazione sulla situazione economica e finanziaria del gruppo: da essa risulta che la maggior parte delle attività sono in perdita con un buco di oltre 14,3 mld €, cifra che però non comprende le perdite del Parma Calcio.

Si tratta di una situazione ben diversa rispetto a quella prospettata nei bilanci e nella relazione trimestrale presentata a settembre 2003<sup>25</sup>. Quest'ultima, infatti,

---

<sup>24</sup> PONS, *Salvataggio rapido, via al decreto*, La Repubblica, 24-12-2003. Prima della modifica apportata dal D.L., infatti, la scelta tra ristrutturazione e cessioni veniva effettuata al termine di un periodo di analisi compreso tra i due e i cinque mesi; la formulazione attuale, inoltre, consente al commissario di effettuare dismissioni anche prima dell'approvazione del programma, purché con l'approvazione del Ministro. Di quest'ultima facoltà, Bondi ha fatto uso cedendo, il 7-1-2004, l'1,5% di Mediocredito Centrale a Capitalia per 22 mln €.

Altra novità è la possibilità riconosciuta al Commissario di proporre le azioni revocatorie prima che sia intrapresa la fase di liquidazione del patrimonio, come invece, era in precedenza. Restano, invece, invariati i poteri del Commissario in materia di ristrutturazione finanziaria: l'unica possibilità resta, infatti, quella di stipulare un concordato, che modifichi le condizioni del debito con l'approvazione del Tribunale. Il concordato include tutti i creditori non garantiti in un unico gruppo e non consente trattamenti differenziati a meno che non sia il singolo creditore a consentire un trattamento peggiore, STANGHELLINI, *Cos'è il "decreto Parmalat"*, 8-1-2004, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

<sup>25</sup> *Parmalat ecco i conti veri, 1,4 mld di perdite in 4 anni*, disponibile su [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it), 09-01-2004



per i primi nove mesi del 2003, registrava ricavi effettivi per 5,736 mld € e un indebitamento complessivo di 1,818 mld €. Tale indebitamento era imputato a perdite operative, poiché la gestione finanziaria appariva in attivo.

La disamina dei revisori di PwC si è, pertanto incentrata, sulle poste attive della gestione finanziaria: la maggior parte di esse derivava dalla Bonlat, il che rendeva pressoché certa la loro inattendibilità. Quanto alle attività operative, la perdita era riconducibile per oltre l'80% ad una società sudamericana e per il restante a gestione finanziaria negativa<sup>26</sup>.

Depurando le poste in bilancio imputate alla Bonlat, e revisionando tutti i valori, i revisori quantificano ricavi effettivi per 4,002 mln € ed un indebitamento complessivo di ben 14,3 mld €<sup>27</sup>.

Per fronteggiare una simile situazione il commissario straordinario ha, innanzi tutto, chiesto a diverse banche estere finanziamenti per impedire l'arresto delle attività industriali ed ha predisposto, in base all'art.4 del Decreto Legge 3 maggio 2004 n.119<sup>28</sup>, il programma di ristrutturazione economico-finanziaria (art.27, comma secondo, lettera b), D.L.vo 270/99). Il piano individua:

- a. le attività imprenditoriali destinate alla prosecuzione e quelle destinate alla cessione;
- b. la liquidazione dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa;
- c. le previsioni economiche e finanziarie connesse alla prosecuzione dell'esercizio dell'impresa;

---

<sup>26</sup> *Parmalat, debiti per 14 mld*, [www.tgcom.it](http://www.tgcom.it)

<sup>27</sup> Dalla suddetta relazione risulta, inoltre, che il MOL (margine operativo lordo) della società è stato rivisto a 286 mln € contro i 931 dichiarati nella relazione semestrale. Pur se dopo lo scoppio dello scandalo esso è sceso a 121 mln €, gli analisti si dicono fiduciosi delle buone potenzialità del gruppo. Le attività produttive, inoltre, appaiono sostanzialmente stabilizzate in tutte le unità operative, sia nazionali che internazionali, e questo dovrebbe consentire il pagamento delle forniture correnti. *Parmalat: indebitamento a 14,3 mld €*, Corriere della sera, 26-1-2004.

<sup>28</sup> Il Decreto Legge in esame, convertito con Legge n.106/2004, ha introdotto alcune disposizioni volte ad accelerare e definire i procedimenti di ristrutturazione economica e finanziaria delle grandi imprese in crisi, con l'obiettivo di rendere ancora più incisive le misure a tutela dei risparmiatori, consentendo la rapida definizione delle procedure di concordato per la soddisfazione dei creditori e salvaguardando i complessi produttivi e i livelli occupazionali.

- d. le modalità di copertura del fabbisogno finanziario;
- e. i tempi e le modalità di soddisfazione dei creditori, tramite la proposta di concordato, ex art. 4-bis della legge n.39/2004, come modificato dal D.L. 119/2004<sup>29</sup>.

Lo scopo del programma di ristrutturazione industriale, il cui advisor è l'americana A.T. Kearney, è rendere il Gruppo Parmalat un gruppo alimentare italiano a strategia multinazionale, centralmente coordinato, con strutture organizzative più snelle e dinamiche, il cui obiettivo primario sia quello di creare valore per gli azionisti.

Il programma si fonda sulla basilare distinzione tra le attività da proseguire (*core*) e quelle da dimettere (*non-core*). Tra le prime sono individuate quelle nei settori del latte, dei succhi di frutta e lattiero-caseari funzionali, il che consentirà il mantenimento di marchi ben noti sia in ambito nazionale (Parmalat, Santal, Chef, Kyr) sia locale (Berna, Sole, Lactis, Centrale del Latte di Roma).

Il programma di ristrutturazione finanziaria prevede, invece, l'attuazione di un unico concordato per le seguenti società: Parmalat s.p.a. Parmalat Finanziaria s.p.a., Eurolat s.p.a., Lactis s.p.a., Geslat s.r.l., Parmengineering s.r.l., Contal s.r.l., Dairies Holding International BV, Parmalat Capital Netherlands BV, Parmalat Finance Corporation BV, Parmalat Netherlands BV, Olex SA, Parmalat Soparfi SA, Newco s.r.l., Panna Elena CPC s.r.l., Centro Latte Centallo s.r.l.

La scelta delle società da includere nella proposta di concordato è avvenuta escludendo quelle ritenute non strategiche o strumentali. Per le altre sarà

---

<sup>29</sup> La nuova formulazione dell'articolo è la seguente: *“Nel programma di ristrutturazione il commissario straordinario può prevedere la soddisfazione dei creditori attraverso un concordato, di cui deve indicare dettagliatamente le condizioni e le eventuali garanzie. Il concordato può prevedere: a) la suddivisione dei creditori in classi, secondo la posizione giuridica e gli interessi economici omogenei; la possibilità di costituzione di autonome classi per i piccoli creditori e per i possessori di obbligazioni emesse o garantite da società in amministrazione straordinaria; b) trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse; c) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma tecnica o giuridica, anche mediante accollo, fusione o altra operazione societaria; in particolare, la proposta di concordato può prevedere l'attribuzione ai creditori o società da questi partecipate, di azioni e quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito; c-bis) l'attribuzione ad un assuntore delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato. Potranno costituirsi come assuntori anche i creditori e società da questi partecipate. Come patto di concordato, potranno essere trasferite all'assuntore le azioni revocatorie, [...], promosse dal commissario straordinario fino alla data di pubblicazione della sentenza di approvazione del concordato.[...]”*

avviato un programma di cessione. La Coloniale s.p.a., società azionista di maggioranza di Parmalat Finanziaria, è stata attratta alla procedura di amministrazione straordinaria, per favorire la gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del gruppo, ma sarà oggetto di un programma meramente liquidatorio.

Le società del settore turistico, Parmatour s.p.a., Hit s.p.a., Hit International s.p.a. e Nuova Holding s.p.a., saranno, invece, oggetto di un autonomo programma di cessione. Lo stesso è stato previsto per il Parma Calcio.

Il piano redatto dal commissario straordinario, in base - come detto - all'articolo 4-bis della legge n.39/2004, si propone il duplice obiettivo di consentire la prosecuzione dell'attività industriale e riservare il beneficio derivante dalla suddetta continuazione ai creditori chirografari delle società oggetto di concordato. In base a quest'ultimo, il commissario straordinario, previa autorizzazione del Ministero delle Attività produttive, provvederà alla costituzione nell'interesse dei creditori, di una fondazione avente come unico scopo l'attuazione del concordato. La fondazione costituirà, a sua volta e sempre previa autorizzazione del Ministero della Attività Produttive, una nuova società nella forma di Spa, di diritto italiano, con capitale minimo di legge, ovvero acquisterà una partecipazione di una società già costituita, ma non operativa (Assuntore). Con l'approvazione della proposta di concordato da parte del Ministero, la nuova società assumerà tutti gli obblighi nascenti dal concordato, mentre le società in esso incluse saranno interamente liberate.

Il concordato comporterà:

- a. il soddisfacimento al 100% delle obbligazioni in prededuzione delle società oggetto di concordato mediante pagamento in denaro;
- b. il soddisfacimento al 100% di tutti i crediti privilegiati delle società oggetto di concordato mediante pagamento in denaro;
- c. il soddisfacimento parziale dei crediti chirografari mediante assegnazione di azioni dell'assuntore nonché di *warrant*<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Il numero di azioni e warrant attribuiti a ciascun creditore è determinato dal rapporto tra massa attiva e massa passiva di ciascuna società oggetto di concordato (c.d. *recovery ratios*). I creditori chirografari, pertanto, pur costituendo un'unica classe, sono soggetti a trattamenti differenziati in relazione alla situazione patrimoniale della società di cui risultano creditori. Inoltre, i titolari di obbligazioni o crediti verso società estere, garantiti da quelle italiane potranno sommare i *recovery ratios* delle due società, godendo di un trattamento complessivamente più favorevole di quello spettante ai creditori diretti delle società italiane. Per ulteriori dettagli in merito, cfr. infra pp. 38 ss.

Nessuna previsione specifica, invece, è fatta in merito alle banche, il cui trattamento è identico a quello degli altri creditori, e ai vecchi azionisti; la originaria ipotesi di attribuire a questi ultimi un warrant per acquistare le azioni di nuova emissione ad un prezzo di favore non ha trovato accoglimento nel piano di Bondi<sup>31</sup>.

## **2. Le indagini della magistratura**

La scoperta della falsità del documento di Bank of America dà il via alle indagini delle Procure di Parma e Milano, che contestano, rispettivamente, nei confronti di Calisto Tanzi i reati di falso in bilancio e associazione a delinquere finalizzata alla bancarotta fraudolenta e aggio e concorso in false comunicazioni ai revisori contabili. Il *patron* di Parmalat è arrestato il 27 dicembre, insieme all'ex direttore finanziario Tonna, al direttore in carica Del Soldato, al consulente legale del gruppo Zini e due revisori della Grant Thornton.

Nei primi interrogatori, Tanzi sembrerebbe confermare la distrazione di non più di 500; tale confortante cifra è però smentita in breve tempo, poiché il 30 dicembre sarà ammessa l'esistenza di un buco di 8 mld €. Agli inizi di gennaio è posta sotto inchiesta anche la Parmatour<sup>32</sup>.

Dalle dichiarazioni rese da Tonna prima e dallo stesso Tanzi poi, emergerebbe l'esistenza di uno schema fraudolento congegnato nel tempo con la collaborazione di una pluralità di soggetti, dal *management* del gruppo ai revisori contabili, dal consulente legale Zini, schema cui avrebbero concorso in misura differente anche istituti bancari, italiani e stranieri.

---

<sup>31</sup> STANGHELLINI, *Se Parmalat dà il buon esempio*, 22/06/2004, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

<sup>32</sup> Per l'evoluzione dell'inchiesta nel settore turistico, cfr. *infra*, pp.23 ss.

## **2.1. Le difficoltà finanziarie e la finanza “creativa”**

Le difficoltà finanziarie del gruppo avrebbero avuto inizio secondo Tonna con la scelta di espandersi sul mercato brasiliano. La vendita del latte a lunga conservazione in un paese abituato al consumo del latte fresco non diede i risultati sperati e cominciarono, pertanto, a registrarsi le prime perdite operative. Tali perdite sarebbero state occultate, con la connivenza dei revisori della Grant, nei conti di una pluralità di società estere fino al 1999<sup>33</sup>. A quel punto, l'obbligo previsto dalla legge in base al quale la revisione dei conti non può essere effettuata per più di 3 anni (rinnovabili due volte) dalla stessa società<sup>34</sup>, avrebbe determinato la necessità di modificare completamente il “funzionamento” delle società *off-shore*.

È proprio nel 1999 che, su suggerimento degli stessi revisori della Grant, nasce la Bonlat. Secondo le dichiarazioni di Tonna, gli stessi revisori suggerirono di accentrare in una sola nuova società le perdite e il correlato inesistente attivo: in questa maniera la revisione sarebbe rimasta in mano alla Grant, perché le società *off-shore* non rientravano nel consolidato, e i conti si sarebbero potuti razionalizzare più facilmente, mediante l'impiego, nella maggior parte dei casi, di documenti falsi. Nello stesso periodo inizia anche una consistente attività di acquisizione di risorse liquide sul mercato tramite l'emissione di obbligazioni. Il sistema che ne consegue si articola su tre poli fondamentali: alle società olandesi è affidato il reperimento fondi tramite le emissioni obbligazionarie, alla società maltese spetta occuparsi delle filiali del Sudamerica, mentre la Bonlat funge da “stanza di compensazione” dei debiti del gruppo.

Secondo le risultanze contabili sarebbe dovuto apparire che la Bonlat, attraverso la maltese Capital Finance, avesse ricevuto circa 6,9 mld\$: parte di questi, circa 600 mln, sarebbero stati smistati sotto forma di *participation agreements* a varie controllate in Sudamerica, Uruguay, Brasile, Olanda e Malta; parte, invece, sarebbe rimasta nelle casse della Bonlat per essere investita,

---

<sup>33</sup> Prima della costituzione della Bonlat nel 1998, la funzione di discarica del gruppo era svolta da due società aventi sede nelle Antille Olandesi, la Zilpa e la Curcastle. Anch'esse accettavano i trasferimenti di crediti inesigibili da parte delle altre società del gruppo. La rotazione delle società di revisione e la difficoltà di gestire un buco di oltre 1,5 mld € porterà alla costituzione della Bonlat.

<sup>34</sup> In base all'art.159 IV comma TUF: “L'incarico – conferito con delibera assembleare – dura tre esercizi e non può essere rinnovato per più di due volte”.

secondo Tonna, sotto la supervisione di Tanzi, in bond Parmalat (2,911 mld) in obbligazioni di altre società (1,5 ) in *promissory notes* (571 mln) e in altri titoli (486 mln) e nel fondo Epicurum (490 mln). Tutti investimenti poi risultati virtuali, perché il denaro affluito alla Bonlat serviva non a compiere operazioni di acquisto di titoli o altro, ma a compensare le perdite del gruppo. Il passivo, altissimo, della società era poi compensato da un attivo inesistente, certificato, come sopra ricordato, con documenti falsi.

Le operazioni contabilizzate per nascondere le perdite del gruppo, secondo quanto dichiarato agli inquirenti da Bocchi, contabile della società, erano numerose e diverse:

- operazioni fittizie di vendita di latte in polvere alle società cubane; i revisori di Pwc avrebbero scoperto nei conti del gruppo contratti fittizi per 300 tonnellate di latte in polvere;

- contratti finanziari di *swap* su valute stipulati con il fondo Epicurum o con società dello stesso gruppo<sup>35</sup>;

- cessioni di credito e acquisto di partecipazioni e titoli infra-gruppo; dai conti risultano operazioni per ben 4.901 milioni di dollari;

- *participation agreements*; si tratta operazioni di finanziamento tra società del gruppo<sup>36</sup>, prevalentemente situate in paesi dove possono sorgere problemi sul rimborso dei finanziamenti, tramite le quali una società del gruppo mette a disposizione una determinata somma di denaro presso un istituto di credito, che a sua volta utilizza detta somma per finanziare un'altra società dello stesso gruppo, ma residente in un altro paese (c.d. *back to back*). I vantaggi per questo tipo di operazioni sono di natura operativa in quanto permettono con più snellezza l'utilizzo di linee di credito nei vari paesi in cui la multinazionale opera. In particolare nella maggior parte delle operazioni essa ha il vantaggio di non avere il rischio in caso di rimpatrio di denaro: infatti la consociata estera che ha ottenuto il finanziamento dovrà rimborsare il debito alla banca locale che lo ha erogato.

---

<sup>35</sup> Secondo quanto dichiarato da Bocchi agli inquirenti, "*tali operazioni avevano la finalità [...] di realizzare interessi attivi necessari ad abbassare il saldo del conto fittizio acceso presso la Bank of America*".

<sup>36</sup> Espressamente menzionate nella relazione trimestrale di settembre 2003.

- *promissori notes*, aventi la finalità di abbassare l'indebitamento. Esse erano iscritte in contabilità come patrimonio di terzi; in realtà si tratta di vere e proprie “cambiali internazionali”, che danno al creditore la possibilità di richiedere la restituzione di quanto versato ad una scadenza determinata<sup>37</sup>;

- il fondo *Epicurum*, già citato: al fondo erano conferiti i crediti di Bonlat verso Web Holding<sup>38</sup>. Si tratta di cessioni di crediti di Parmalat Spa per operazioni di finanziamento per Hit, l'holding del settore turistico; ogni finanziamento verso Hit era girato a Bonlat che lo iscriveva a Web, per evitare che Hit appartenente ai Tanzi apparisse beneficiaria del finanziamento. A ciò si aggiunge l'*Escrow Zini*<sup>39</sup>, utilizzato per accreditare somme da parte di società estere, che le contabilizzavano come “operazioni per conto di Bonlat”; quest'ultima società trasferiva il suo credito verso l'*Escrow Zini* al fondo Epicurum.

- contratti di cessione di marchi, per regolarizzare il consolidato; tra le operazioni più eclatanti meritano di essere ricordate la cessione della tecnologia Uht per 90 mln\$ e la vendita del marchio Santal per 210 mln\$, mai realmente effettuate.

- contratto per sconti *Tetrapak*: si faceva risultare che la *Tetrapak* concedesse uno sconto alla Bonlat, tramite la contraffazione nelle poste di bilancio relative alla società e agli importi del contratto effettivamente stipulato<sup>40</sup>;

---

<sup>37</sup> Le *promissori notes* sono in sostanza titoli di credito al portatore consistenti in promesse di pagamento a breve termine non garantite da collocarsi sul *money market* o da negoziarsi mediante intermediari specializzati.

<sup>38</sup> Come desumibile dalla schema di pag.23, la Web Holding è società operante nel settore turistico controllata dalla holding Hit International Spa.

<sup>39</sup> Si tratta di un fondo fiduciario di diritto americano studiato da Tonna e Zini. La sua costituzione avrebbe avuto lo scopo di consentire alla società maltese Parmalat Finance di versare su di esso una somma compresa tra gli 8 e i 10 milioni di €, che sarebbero stati poi ripartiti tra gli stessi Tonna, Zini e altre società di Tanzi.

<sup>40</sup> Secondo quanto diffuso dal quotidiano economico il Sole 24ore in data 11-01-2004, Tanzi avrebbe distratto a proprio favore molti degli sconti effettuati dalla Tetrapak a favore della società in virtù dei consistenti acquisti di imballaggi e confezioni da questa effettuati. Dal '96 al '99 sarebbero stati sottratti dalle casse tra i 5 e i 6 milioni di Euro ogni anno e poi altri 15 milioni nel 2000 e 30 milioni nel 2001.

- associazione in partecipazione: in buona sostanza finanziamenti concessi per lo sviluppo della grande distribuzione;
- *swaps* con *Epicurum*, al solo scopo di aumentare l'attivo di Bonlat.

Tra i numerosi strumenti sopra menzionati, quello che, secondo i revisori della Pwc ha avuto il maggior peso nella dissimulazione dello stato di dissesto del gruppo è il ricorso ai crediti infra-gruppo. Essi infatti avrebbero consentito di far affluire alle società più distanti dalla controllante le somme raccolte in grande quantità con le emissioni obbligazionarie<sup>41</sup>.

## ***2.2. Eurolat: il legame tra Cirio-Parmalat-Banca di Roma***

Uno dei fronti su cui si è incentrata l'indagine della magistratura, sulla base delle dichiarazioni rilasciate da Tanzi nel corso degli interrogatori, è rappresentato dai rapporti tra la Cirio, la Parmalat e la Banca di Roma.

Tanzi, infatti, accusa Geronzi, presidente dell'allora Banca di Roma, di averlo costretto a riacquistare la Eurolat<sup>42</sup> e la Ciappazzi<sup>43</sup> ad un prezzo ben più elevato di quello di mercato. L'obiettivo della Banca di Roma sarebbe stato quello di rientrare nel forte indebitamento nei confronti di Cragnotti e chiudere i rapporti – difficoltosi – con Ciarrapico. La vicenda Eurolat ha inizio nel 1999: l'importo dell'operazione era stabilito inizialmente in 410, valore poi sceso a

---

<sup>41</sup> Il meccanismo di “trasferimento” di somme è stato ricostruito con particolare riferimento alla *Parmalat Finance Corporation* oldandese. In sostanza essa raccoglieva il denaro tramite emissioni obbligazionarie, trasferendolo materialmente ad altre società del gruppo. Tali crediti (quelli nei confronti delle società che usufruivano delle somme) erano poi ceduti alla Bonlat o alla Parmalat Capital Finance di Malta, che procedevano alla loro contabilizzazione. Le emittenti hanno così visto, nel corso del tempo, crescere in maniera considerevole nei confronti della stessa Bonlat la propria posizione debitoria, che le società beneficiarie dell'emissione controbilanciavano cedendo, sempre alla Bonlat, attività inesistenti.

<sup>42</sup> La Eurolat è veicolo societario costituito dalla Cirio nel 1998 ed al quale vengono trasferite tutte le attività del settore lattiero al solo scopo di consentire poi il trasferimento alla Parmalat.

<sup>43</sup> Società operativa nel settore delle acque minerali di proprietà di Ciarrapico. Secondo le dichiarazioni rilasciate da Tanzi agli inquirenti Capitalia avrebbe costretto la Parmalat ad acquistare detta società ad un prezzo ben maggiore rispetto a quello di mercato, allo scopo di ridurre la propria esposizione debitoria.



392 mln. Tale prezzo, se rapportato al fatturato della società (pari a 155 mln ed in perdita costante) appare considerevolmente al di sopra del valore di mercato. Sembrerebbe che Tanzi abbia “pagato” una parte della suddetta somma accollandosi i debiti di Eurolat pari a 186,6 (nel dettaglio 152,7 verso Capitalia e per il restante nei confronti di altri soggetti). Dei restanti 205 mln del prezzo pattuito, il 50% è corrisposto da Parmalat subito, il restante è assistito da una fideiussione di Banca di Roma. Del 50% (102,7) che Tanzi ha versato in contanti al momento della chiusura dell’operazione, 40,2 mln sarebbero stati corrisposti direttamente alla Banca di Roma; un secondo pagamento da 54,2 mln sarebbe stato effettuato in concomitanza con la concessione da parte della stessa banca di un finanziamento alla Parmalat dei 97 mln necessari per portare a termine l’operazione<sup>44</sup>. Tale ricostruzione sarebbe assistita dalle scritture contabili di Cragnotti che registrano una riduzione dell’indebitamento verso la banca di oltre 90<sup>45</sup>.

Contro tali accuse, Capitalia si difende, giustificando il proprio supporto all’operazione con la presentazione delle certificazioni di analisti finanziari, tra cui Suisse First Boston del febbraio 1999, in cui si afferma che *“le sinergie derivanti dalla integrazione dei marchi lattiero-caseari di Cirio e Parmalat”* consentiranno di raggiungere una quota di mercato del 40% del latte fresco e del 50% in quello a lunga conservazione. La banca d’affari Morgan Stanley, inoltre, si dichiarata ampiamente favorevole all’operazione, in considerazione delle consistenti complementarità sotto il profilo geografico tra le due società<sup>46</sup>.

È stato inoltre evidenziato che, all’epoca dell’operazione, l’esposizione di Parmalat nei confronti dell’allora Banca di Roma era pari al 13% dell’esposizione complessiva nei confronti di banche italiane, cui andava ad aggiungersi un indebitamento di uguale ammontare nei confronti di banche

---

<sup>44</sup> TAMBURINI, *Quando Tanzi “comprò” i debiti di Cragnotti*, Il sole24ore, 16-1-2004.

<sup>45</sup> *Cessione Eurolat da Cirio a Tanzi: affare da 250 mln per Geronzi*, [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it), 22-01-2004. L’attenzione della magistratura è incentrata anche su un versamento di oltre 32 mln € nei confronti della Bombril Cirio International, la ex Cragnotti & Partners lussemburghese da parte di Parmalat, giustificata come corrispettivo per la stipula di un accordo di non concorrenza tra le due società per un periodo di 5 anni, TAMBURINI, *Eurolat, il ‘puzzle’ è completo*, Il sole 24ore, 20-2-2004.

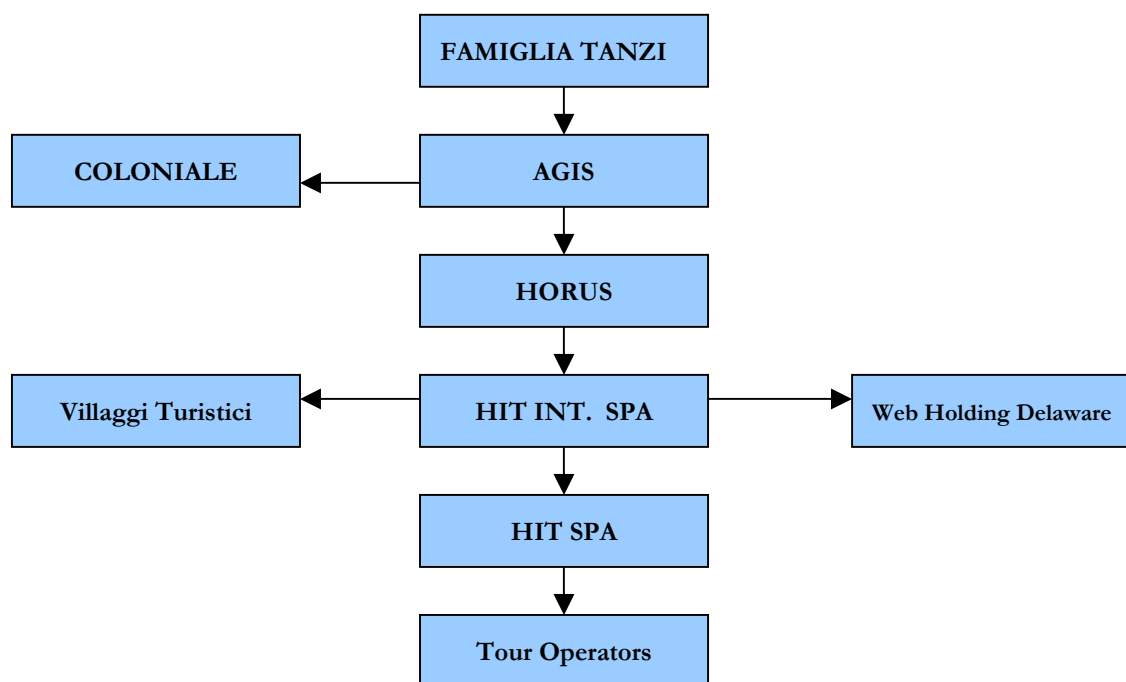
<sup>46</sup> *Tanzi accusa Geronzi, Capitalia : “Pretestuoso”*, disponibile su [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it), 12/01/2004.

estere: con tali presupposti appare improbabile che la Banca potesse esercitare pressioni tanto forti da costringere Tanzi ad accettare condizioni a lui sfavorevoli<sup>47</sup>.

### **2.3. Il settore turistico: la Parmatour**

Le indagini dei magistrati si allargano anche al settore turistico del gruppo pervenendo a risultati non dissimili. Nel caso della Parmatour, gli ammanchi e le presunte distrazioni sono, tuttavia, riconducibili alla struttura societaria precedente, che vedeva come capogruppo la Hit Holding. Le difficoltà finanziarie in cui quest'ultima si viene trovare alla fine degli anni '90 determinano il conferimento di un ramo d'azienda ad una nuova società, la Parmatour, appunto.

Lo schema seguente riporta una ricostruzione di massima tra le società operanti nel settore turistico prima della costituzione della Parmatour:



---

<sup>47</sup> Audizione del Presidente di Capitalia Spa, Cesare Geronzi, 17-2-2004.

Il business nel settore del turismo comincia nel '92 con l'acquisto da parte della World Vision Travel (di proprietà di Tanzi per il 50%), dei villaggi esotici di Vacanze e del 30% di Lauda Air. Tali acquisti sono seguiti dalle acquisizioni di Comitour, Cit Sestante, Going, Chiariva e Lastminute e dalla costituzione di una nuova holding, la Hit (Holding Italiana Turismo), che alla fine del 2000 conta un fatturato di oltre 2 mln € di ricavi. La società è però fortemente indebitata e quando la Sars e la guerra del golfo riducono in modo considerevole il fatturato, la situazione rischia di precipitare. Se ciò non accade è grazie all'intervento della Parmalat: secondo la ricostruzione effettuata dai magistrati sulla base delle dichiarazioni rese da Tonna, Parmalat Finance e Parmalat Spa, su richiesta di Tanzi, erogano una somma compresa tra i 400 e i 500 alla Hit, coprendoli contabilmente come crediti verso Web Holding, società del Delaware, costituita da Zini e controllata da Alps Foundation, della famiglia Tanzi. Il credito sarebbe poi stato girato alla Bonlat<sup>48</sup>.

La ragione dell'intervento della Parmalat dipenderebbe dal fatto che i debiti di Hit nei confronti delle banche<sup>49</sup> erano assistiti da garanzie personali di Tanzi<sup>50</sup>: ciò avrebbe indotto il *patron* a cercare di salvare ad ogni costo le società turistiche. È allora proposta una ristrutturazione stilata con la collaborazione di un comitato consultivo dei creditori, formato da Mediocredito Centrale, Monte dei Paschi di Siena e Banca Intesa. In tale direzione avrebbero operato anche Capitalia e Banca Popolare di Lodi, che nei mesi a cavallo tra il 2002 e il 2003 sarebbero stati i principali finanziatori del gruppo Parmalat. Ben 38 banche aderirono al piano di salvataggio, dal quale, mediante il trasferimento di un ramo d'azienda della Hit, nacque la Parmatour<sup>51</sup>.

---

<sup>48</sup> FEDRIZZI - PONS, *Una banda con almeno 9 complici. Lui ordinava, gli altri falsificavano*, La Repubblica, 29/1/2003. Secondo la relazione dei revisori di Pwc, solo nel 2001 la Hit avrebbe drenato al gruppo alimentare 91,4 mln € accreditati sui conti della holding in nove *tranches*, tra maggio e dicembre. Nel 2002 si sarebbero avuti ben nove bonifici a favore di Hit Spa per un totale di 154,3 mln €, CAPOLINO –MASSARO – PANERAI, *Parmalat, la grande truffa*, Milano Finanza 2004, p. 93.

<sup>49</sup> La Hit aveva debiti per 90,5 mln € con Capitalia, per 44,3 mln € con MPS, per 40 mln € con Centrobanca e per 29,2 mln € con Bipielle.

<sup>50</sup> LIVINI, *E i magistrati accendono un faro anche sul business vacanze dei Tanzi*, La Repubblica. 29-1-2003.

<sup>51</sup> MINICUZZI – ODDO, *Parmatour, l'inchiesta è alla svolta*, Il sole 24 ore 7-1-2004

La neonata società, tuttavia, non acquista una facile eredità: nel 2003, secondo gli investigatori il debito ammonterebbe a 418 mln a fronte di una valutazione dello stato patrimoniale, non ancora verificata, di 467 mln€. I debiti contabilizzati sono tuttavia solo una parte di quelli complessivamente riferibili al settore turistico; devono, infatti, essere considerati anche gli 83 mln di debiti di Hit International, i 103 mln di Hit, altri 79 mln di Nuova Holding, controllante di Parmatour, a fronte di crediti nella maggior parte dei casi vantati verso altre società del gruppo. Il totale secondo la ricostruzione effettuata dai revisori di Pwc si aggira intorno a 2,5 mld €.

Anche la Parmatour è oggi in stato di insolvenza, perché considerata rientrante a pieno titolo nel perimetro di Parmalat; essa, infatti, era gestita di fatto da Francesca Tanzi, figlia di Calisto, ed era finanziata e garantita dalla stessa Parmalat. Il commissario straordinario Bondi non ha, tuttavia, ritenuto opportuno inserire le società del settore turistico tra quelle rientranti nella proposta di concordato del programma di ristrutturazione. Per esse è stato, pertanto, previsto un autonomo programma di cessione.

#### ***2.4. Il tesoro di Tanzi***

Se la complessa catena di società off-shore sia stata creata al solo scopo di occultare perdite, se per supportare operazioni finanziarie spericolate o per distrarre fondi è cosa che la magistratura sta cercando di accertare. Ci si domanda dove siano finiti i sette milioni di euro che la Parmalat avrebbe rastrellato sul mercato, dal 1996 al 2003, mediante l'emissione dei prestiti obbligazionari<sup>52</sup>; i prelievi di cassa dei Tanzi, fatti figurare come finanziamenti e/o crediti nei confronti delle società di famiglia e poi annullati come pagamenti alla Bank of America, sollevano dubbi sulla possibile esistenza di un conto presso la stessa BoA o altra banca, dove siano state depositate le somme distratte.

All'inizio di gennaio 2004 si diffonde, ad opera del Comitato dei Creditori Parmalat, la notizia dell'esistenza di un conto di oltre 7mld\$ intestato

---

<sup>52</sup> GALBIATI, *Capitali veri e bilanci fasulli: ecco come funzionava la Bonlat*, la Repubblica, 24/12/2003.

a Tanzi presso la Bank of America; dalla banca arriva, tuttavia, una secca smentita<sup>53</sup>.

Questa notizia è seguita nel corso dei mesi da altre eclatanti e sedicenti scoperte sull'esistenza di conti miliardari intestati alla famiglia, sempre smentite<sup>54</sup>.

Risale alla metà di febbraio la notizia che il “tesoro”, inteso almeno come i 100 mln€ di sconti effettuati da Tetrapak sarebbero depositati su un conto presso la banca svizzera Pkb Privatebank Ag intestato ad uno studio legale svizzero, pur essendone Tanzi il beneficiario<sup>55</sup>. La banca ha tuttavia negato seccamente il proprio coinvolgimento nella vicenda.

Ciò che è certo è che dalla relazione dei revisori di Pwc , confrontata con le dichiarazioni degli indagati e i dati contabili risulta che dal 1997 al 2003 la società abbia raccolto circa 7 mld € emettendo obbligazioni: l'uso di queste somme è stato ricostruito solo per il 70%. Di esse 4,198 mld sarebbero stati impiegati per finanziare altre società del gruppo, in modo particolare le società del settore turistico e la operative sudamericane costantemente in perdita, mentre 238 mln sarebbero andati a persone fisiche. Se a ciò si aggiungono le distrazioni di fondi regolarmente effettuate e si storna l'inesistente attivo si arriva alla cifra di 11,5 mld €. La maggior parte di questo denaro, come sopra

---

<sup>53</sup> DEL GIUDICE, “C'è il tesoro”, *Consob indaga sul giallo*, Il sole 24ore, 9-1-2004.

<sup>54</sup> È della fine di gennaio la notizia che invece vedrebbe il tesoro di Tanzi collocato in un conto a Montecarlo. I pm considerano accertate, nel corso di 10 anni, distrazioni per 1.800 mln di euro. Secondo la ricostruzione effettuata dal Corriere della sera, la prima notizia dell'esistenza di questo conto intestato ad un notaio di Montecarlo risalirebbe addirittura al 27 dicembre 2003, data dell'arresto di Tanzi, P.B, *A Montecarlo un conto e un notaio che portano a Calisto*, Corriere della sera, 22-1-2004.

<sup>55</sup> Alla scoperta di questo conto la magistratura sarebbe giunta attraverso la ricostruzione delle distrazioni effettuate a favore della società Sata srl. Secondo le dichiarazioni rilasciate ai pm dall'ex avvocato di Tanzi, Ributti (attualmente indagato per riciclaggio), l'idea sarebbe nata nel 1992. Tanzi avrebbe chiesto all'avvocato di architettare un sistema di conti esteri per occultare liquidità personale, con un duplice scopo: sostenere il titolo Parmalat e effettuare acquisizioni all'insaputa degli altri fratelli. La società Europea srl, costituita in tale occasione deve essere, però, sciolta per un problema normativo. Viene allora realizzata una piramide societaria che fa capo all'olandese Cimob SA, che ha tra i soci una banca, la Banque Continental, dietro la quale si nasconde lo studio svizzero Spiess-Bruno-Molino, BIONDINI, *Così i soldi in contanti ritornavano in Italia*, Corriere della Sera, 14-2-2004.

visto, può considerarsi inevitabilmente perduta: a partire dal 1998, oltre 3 mld € sono, infatti, stati impiegati per finanziarie le acquisizioni in Sudamerica, cui si aggiunge oltre 1 mld per la copertura delle perdite che si aggiungono a debiti preesistenti per oltre 1,5 mld €; devono inoltre considerarsi circa 900 di distrazioni a favore di Tanzi in prima persona e dei suoi collaboratori, per un totale di 6,6 mld € da reputarsi ormai perduti<sup>56</sup>. I restanti 7,6 mld di indebitamento devono, invece, essere considerati direttamente collegati alla normale gestione industriale del gruppo.

## ***2.5. Le indagini della Sec americana***

Non solo la magistratura italiana si occupa della Parmalat: il 30 dicembre 2003, la Sec, autorità di vigilanza del mercato finanziario statunitense intraprende nei confronti della società italiana un procedimento per frode. L'autorità americana accusa la Parmalat di aver offerto agli investitori americani obbligazioni per 100mln \$ sovrastimando il proprio capitale e sottostimando, invece, i debiti. Essa avrebbe, inoltre, falsamente affermato che i 3,95 mld€ di supposta liquidità sarebbero serviti a riacquistare le obbligazioni in circolazione, cosa, che in realtà non è avvenuta. La scoperta dei falsi e il successivo crollo dei titoli in Borsa avrebbero causato rilevanti danni agli investitori americani, dei quali l'autorità chiede il risarcimento.

A ciò si aggiunge che nel corso di una trattativa con una società americana per la vendita di parte del gruppo, Tanzi avrebbe rivelato al potenziale intermediario che i conti della società erano falsi<sup>57</sup>. La decisione di Tanzi di non rivelare all'acquirente l'effettiva situazione dei conti portò all'interruzione della trattativa; malgrado questo Parmalat ha proceduto nel 2002 all'emissione di un prestito obbligazionario collocato mediante *private placement*: l'accusa è di frode e truffa<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> Potrebbe, infatti, essere recuperata solo una minima parte del valore pagato per le partecipazioni acquisite, CAPOLINO – MASSARO – PANERAI, *Parmalat, cit.*, p. 255.

<sup>57</sup> RAMPINI, *La Sec americana denuncia Parmalat*, La Repubblica, 31-12-2003

<sup>58</sup> *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria Spa*, Case no. 03 CV 10266 (PKC) (S.D.N.Y.), [www.sec.gov/litigation](http://www.sec.gov/litigation)

Dinanzi al Tribunale di New York è stata inoltre presentata una denuncia da parte di un gruppo di risparmiatori americani che assumono di essere stati danneggiati dal crack della Parmalat . La causa è seguita dallo studio americano Milberg Wiess che ha dato mandato all'avvocato Italiano Adami di raccogliere le domande di adesione alla *class action* da parte dei risparmiatori italiani. Possono aderire tutti i soggetti che nel periodo compreso tra il 5 gennaio 1999 e il 29 dicembre 1999 hanno proceduto all'acquisto di obbligazioni Parmalat che possono dimostrare di essere stati danneggiati dalla vicenda. È una richiesta di risarcimento del danno prodotto da azioni illecite, non un'azione contro la società per ottenere il rimborso del bond<sup>59</sup>.

### **3. Le emissioni obbligazionarie**

Nel disastro del gruppo di Collecchio, un ruolo di primo piano spetta ancora una volta agli istituti bancari, italiani ed internazionali, in qualità di finanziatori delle società e *lead manager* delle emissioni obbligazionarie; la magistratura ha posto sotto inchiesta sette banche estere<sup>60</sup>: Citigroup, BoA, Santander Ubs, Jp Morgan, Deutsche Bank e Abn Amro.

L'ipotesi di reato è quella di concorso in bancarotta preferenziale; gli inquirenti intendono, cioè, verificare se esse, pur essendo a conoscenza delle difficoltà del gruppo, abbiano comunque proceduto a finanziarlo e ad emettere i suoi bond.

Si è in precedenza visto come l'emissione di prestiti obbligazionari abbia acquisito una certa costanza a partire dal 1997; si è anche visto come le somme in tale maniera acquisite andassero a coprire le ingenti perdite operative delle società sudamericane e del settore turistico. Nell'interrogatorio dinanzi ai magistrati di Milano, Tanzi avrebbe mosso gravi accuse contro le banche, quali ideatrici ed artefici dell'emissione dei bond per acquisire liquidità<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> MONTI, *Rimborsi, si apre la rotta Usa*, il sole 24ore 16-1-2004.

<sup>60</sup> *Parmalat, sotto indagine sette banche estere*, Il sole 24ore, 12-01-2004.

<sup>61</sup> MENSURATI, *Tanzi scarica sulle banche "L'idea dei bond è solo loro"*, La Repubblica, 8-1-2004.

### **3.1. Il bond Nextra.**

Tra i numerosi bond emessi dal gruppo, il primo ad attirare l'attenzione della magistratura è quello emesso il 18 febbraio 2003 per 300 mln€ e collocato interamente presso Nextra, società di gestione del risparmio (sgr) del gruppo Intesa, tramite un *private placement* con l'intermediazione di Morgan Stanley, l'*investment bank* americana<sup>62</sup>. L'emissione era accompagnata da un *covenant* – non reso noto al mercato – in base al quale il bond non sarebbe stato rivenduto, a meno che non si fossero verificati eventi tali da modificare le condizioni finanziarie del gruppo<sup>63</sup>. Il rendimento del titolo era fissato in 0,395 b.p. sopra l'Euribor, ma il guadagno di Nextra fu complessivamente maggiore, perché l'emissione fu interamente sottoscritta da Morgan Stanley e successivamente riacquistata da Nextra ad un prezzo inferiore. In ottobre, secondo le dichiarazioni di Tanzi, Nextra lo avrebbe obbligato a riacquistare il bond<sup>64</sup>. Le indagini della magistratura in merito a tale operazione hanno lo scopo di accertare se i funzionari di Nextra e Morgan Stanley fossero a conoscenza della effettiva situazione della Parmalat e abbiano agito, in accordo con gli esponenti di quest'ultima, per sostenere il titolo sul mercato. La difesa della Sgr è incentrata semplicemente sulle oscillazioni dei valori di mercato che, in tale periodo, avrebbe reso più conveniente rivendere le obbligazioni. Esse, non furono, però, piazzate sul mercato, ma rivendute interamente a Morgan Stanley, che, secondo le risultanze delle perquisizioni effettuate dalla GDF, in pochi mesi le avrebbe ricollocate presso Deutsche Bank, Abn Amro, Dresder Bank London, Fortis Bank Amsterdam e a Bpl.

---

<sup>62</sup> Secondo le dichiarazioni rese da Tanzi sarebbe stata la stessa Nextra a chiedere l'emissione del bond, così come sarebbe stata la stessa società a contravvenire successivamente agli accordi imponendone il riacquisto.

<sup>63</sup> Nello specifico, era previsto che se S&P avesse modificato i ratios della società oggetto di valutazione, il tasso di rendimento delle obbligazioni si sarebbe modificato di conseguenza. In seguito a tre variazioni di segno negativo, inoltre, Parmalat avrebbe dovuto riacquistare tutti i bond al loro valore nominale. *Parmalat, la GDF perquisisce Nextra e Morgan Stanley*, 21/01/2004, [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

<sup>64</sup> Il sole 24 ore, *Nextra: nessun danno ai clienti*, LONGO, 23-1-2004. Secondo Tanzi, Nextra avrebbe minacciato di rivelare al mercato che il reale tasso di interesse era più alto di quello dichiarato, in quanto, in parte era già stato pagato anticipatamente con le commissioni. Ciò avrebbe rappresentato un campanello d'allarme per il mercato in merito alla effettiva situazione finanziaria del gruppo.



### **3.2. Il bond con Ubs**

Altra operazione simbolo dell'abilità della direzione finanziaria di Parmalat e considerata presumibile indice della conoscenza da parte del mondo bancario delle disastrose condizioni in cui essa versava sarebbe rappresentato dal bond lanciato e sottoscritto da Ubs nel luglio del 2003. Nel contratto tra la società e Ubs era previsto che dei 420 mln€ complessivi dell'emissione Parmalat usasse 290 mln, investendoli in una controllata caymana della banca portoghese Totta e Açores<sup>65</sup>. Tale finanziamento presentava, però, la clausola per cui se Parmalat fosse fallita, Totta non avrebbe restituito i soldi. A sua volta, però, Totta aveva un *back to back* con Ubs, che prevedeva il trasferimento a quest'ultima dei 290 mln<sup>66</sup>. Da indiscrezioni di stampa sembrerebbe che Ubs abbia acquisito garanzie anche per la somma di 130 mln complessivamente rimasta a Parmalat, uscendo praticamente immune dal crack<sup>67</sup>. Il 6 agosto 2004, tuttavia, Bondi, in qualità di commissario liquidatore ha chiesto la revocatoria del pagamento effettuato a Totta per 290 mln€, riservandosi di agire in seguito anche per il risarcimento dei danni<sup>68</sup>.

### **3.3. Il bond Deutsche Bank**

In data 11 settembre 2003 si diffonde la voce di un'ulteriore emissione obbligazionaria, stavolta patrocinata da Deutsche Bank. Tale annuncio

---

<sup>65</sup> Tale somma fu impiegata per l'acquisto di credit linked notes ad un tasso del 6,34% di molto inferiore agli interessi resi da altri bond in circolazione in quel periodo.

<sup>66</sup> L'operazione Totta e il successivo, infruttuoso, tentativo di smobilizzo esemplificano come sia stato possibile che, a fronte di una posizione finanziaria netta negativa di 1,86 mld €, evidenziata dai bilanci ufficiali, i revisori di Pwc siano arrivati, invece, a stimare un indebitamento netto dell'ordine di 9,9 mld €. In pratica, infatti, i 490 mln€ di debito per l'operazione in esame sono rimasti, mentre i 290 mln di titoli *credit linked* in portafoglio hanno perduto completamente il proprio valore, ma figurando i bilancio riducevano il valore effettivo del debito a 130 mln€, OLIVIERI, *Banche, rebus rientri sui bond Parmalat*, il sole 24 ore, 13-1-2004.

<sup>67</sup> È necessario sottolineare che, secondo la relazione dei revisori Pwc, le somme rimaste nella disponibilità di Parmalat ammontavano a 110 mln€ e non 130; tale ricostruzione sarebbe avvalorata dal fatto che negli stessi giorni si sarebbe registrato un versamento di 21 mln\$ ad una compagnia di assicurazioni da parte della società.

<sup>68</sup> PARMALAT FINANZIARIA SPA, Comunicato stampa, 6/8/2004.

avveniva malgrado le rassicurazioni contenute nella relazione semestrale, poco prima depositata, della volontà di migliorare la posizione debitoria e di non procedere ad ulteriori emissioni obbligazionarie nel breve periodo. L'emissione del bond, per 350 mln€, di durata settennale, è smentita immediatamente dai vertici del gruppo, ma in realtà essa è realmente effettuata e collocata con un *private placement*. La verità è svelata al mercato il 15 settembre insieme ai primi ripensamenti di S&P sulla stabilità del gruppo: l'agenzia, pur mantenendo il rating a BBB- , declassa l'outlook da positivo a stabile<sup>69</sup>.

Oltre che sull'emissione in questione, l'attenzione dei magistrati di Parma si incentra sulla complessiva natura dei rapporti del gruppo bancario tedesco con quello di Collecchio; si era, infatti, scoperto che nel luglio 2003 la banca possedeva una partecipazione in Parmalat pari al 2,29% poi salita al 5,157% in novembre e poi affrettatamente rivenduta in dicembre.

L'altro versante dell'inchiesta riguarda l'acquisto di circa 20 mln€ del bond Nextra sopra menzionato. La risposta della banca è che si trattava di una semplice operazione di *trading*: essa avrebbe acquistato il bond solo per poi rivenderlo ad Abn Amro.

I magistrati di Milano si occupano, invece, più da vicino dei rapporti tra Deutsche Bank, Parmalat e S&P. Il reato contestato è agiotaggio: la banca avrebbe, infatti, prestato la propria consulenza alla società di Tanzi nel rispondere ai chiarimenti richiesti da S&P dopo la scoperta del fondo Epicurum. Dalle accuse la banca si difende sostenendo di non aver avuto alcun ruolo nella vicenda e che il proprio logo sia stato usato da Tanzi senza alcuna autorizzazione<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> La maggior parte dei rating, infatti, incorpora il c.d. 'outlook' o prospettiva, che indica la tendenza attesa del rating. La prospettiva può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la tendenza del rating sia di mantenimento della categoria in essere, di miglioramento o di peggioramento, Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's dinanzi alle Commissioni riunite VI e X della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica, seduta del 3 febbraio 2004.

<sup>70</sup> GERONI – MINCUZZI, *Deutsche Bank sotto tiro per il bond da 350 mln: i pm non soddisfatti*, Il sole 24 ore, 8-1-2004

### **3.4. Il ruolo di Citibank**

La collaborazione tra Citibank e la Parmalat inizia nel 1997 ai fini dell'acquisizione della Beatrice Foods. I termini dell'accordo prevedevano che Parmalat si facesse carico del debito della società suddetta e pagasse altri 230 mln \$ in cambio del 75,1% delle azioni e il 100% dei diritti di voto, mentre Citibank avrebbe dovuto sborsare 60 mln di dollari per la rimanente quota azionaria. Per portare a termine l'operazione Parmalat e Citibank crearono un veicolo apposito, la Parmalat Canada, del quale l'azienda di Collecchio tenne il 75,1 % e la Citibank il 24,9%. Con lo stesso meccanismo di lì a pochi mesi si realizza l'acquisizione di un altro colosso alimentare, la Ault Food. Detta società era stata oggetto di un'opa, contro cui Tanzi poté lanciare un'offerta concorrente soprattutto grazie all'aiuto di Citibank. I fondi per l'operazione furono, infatti, reperiti tramite un aumento di capitale di Parmalat Canada per 150 mln ed un finanziamento per 265 mln organizzato e sottoscritto da Citibank Canada assieme a Bank of Scotia e Bank of Montreal<sup>71</sup>.

All'intero gruppo di Citibank i legali incaricati dal commissario straordinario Bondi hanno rivolto una richiesta di risarcimento per 10 mln \$: secondo il rapporto da essi redatto sin dal 1998 la banca era a conoscenza delle difficoltà finanziarie di Parmalat e, nonostante questo, essa avrebbe continuato ad approvare operazioni aventi il solo scopo di nascondere debiti, agendo con la consapevolezza dell'illegalità e del danno che si procurava a Parmalat e ai suoi azionisti. Gli investimenti sopra descritti, pertanto, sarebbero in realtà veri e propri prestiti effettuati in favore del gruppo di Collecchio e che avrebbero fruttato alla banca americana 6,4 mln \$ in commissioni e 47,8 mln \$ in plusvalenze<sup>72</sup>.

### **3.5. Il rating e la situazione degli obbligazionisti**

Come accaduto in precedenza per la Cirio, anche per la Parmalat il crack produce danni considerevoli nei confronti di tutti i soggetti, azionisti e

---

<sup>71</sup> GATTI, *Quando Citibank portò Tanzi in Canada*, Il sole 24ore, 23-1-2004.

<sup>72</sup> Il rapporto dei legali di Bondi menziona, inoltre, casi di doppie fatturazioni dolosamente ignorate e trasferimenti sui conti intestati a Zini di somme di incerta provenienza. E.L., *Citigroup: le accuse di Bondi*, La Repubblica, 31/7/2004.

obbligazionisti che hanno investito i propri risparmi nella società. Limitando l'analisi ai soli obbligazionisti, si stima che oltre 85.000 privati risparmiatori siano in possesso di obbligazioni emesse dalla società. Pur se è forte la tentazione di equiparare la situazione dei possessori di bond del gruppo di Collecchio a quella degli obbligazionisti Cirio, esistono tra le due vicende delle differenze, meritevoli di essere rimarcate, che attengono:

- a) alle caratteristiche delle emissioni;
- b) alla nazionalità e al ruolo delle banche coinvolte nei collocamenti.

a) Nel caso Cirio, si è assistito tra il 2000 e il 2002 all'emissione di 7 prestiti obbligazionari, tutti con le medesime caratteristiche: quotazione in Lussemburgo, assenza di rating ufficiale, assenza di prospetto informativo. Da simili caratteristiche derivava l'ormai nota conseguenza del divieto di collocamento presso investitori privati, salvo che ciò si fosse verificato su esplicita richiesta del cliente. Inoltre, alla mancata assegnazione del rating ufficiale formulato da apposita società di revisione, si "sostituiva" il giudizio informale delle stesse banche (il c.d. rating interno) che assegnava al titolo un livello di affidabilità più basso dell'investment grade (BB-).

Nel caso di Parmalat, il numero dei prestiti è molto maggiore (dal 1997 al 2003 le emissioni obbligazionarie registrate sono ben 32 per un importo complessivo di oltre 7 mld€) e le singole emissioni presentano caratteristiche diverse le une dalle altre. Anche se tutte le obbligazioni Parmalat sono emesse in mercati esteri, alcune di esse sono accompagnate dall'assegnazione del rating BBB- dall'agenzia Standard & Poor's. Da un lato, l'assegnazione del rating non muta le modalità di collocamento del titolo presso gli investitori privati<sup>73</sup> e non costituisce garanzia della certa solvibilità dell'impresa, dall'altro essa è sicuramente in grado di incidere in misura netta sulle scelte di investimento del risparmiatore e ed è parte integrante nella valutazione – obbligatoria per l'intermediario che svolge attività di negoziazione – della adeguatezza del titolo all'attitudine al rischio del cliente. Se, dunque, il titolo Cirio – privo di rating – era stato, in base a procedure di valutazione interne agli istituti di credito, ritenuto a rischio elevato (rapportato alla scala di rating ufficiale il livello sarebbe stato BB- e dunque *speculative*), il titolo Parmalat contava su un rating

---

<sup>73</sup> Anche in questo caso, infatti, manca la redazione del prospetto informativo ex art.94 TUF, obbligatorio quando si voglia sollecitare il "pubblico risparmio"; le obbligazioni possono essere pertanto vendute ad investitori non professionali solo in base a trattativa privata.

BBB-, presentando un profilo di rischio relativamente basso e perciò adatto anche ad investitori non “spregiudicati”. Inoltre, nel settembre 2002 le prospettive erano state portate da stabili a positive, indicando dunque possibilità di miglioramento, che avrebbero potuto condurre all’assegnazione di un rating più elevato.

Altra caratteristica dei bond Parmalat è l’assenza di un *trustee*, ossia di un rappresentante comune degli obbligazionisti, direttamente previsto dall’Offering Circular.

b) Il secondo profilo di interesse attiene alla nazionalità delle banche che hanno funto da *lead managers* delle emissioni. Per i Cirio bond si trattava esclusivamente di banche italiane (salvo che per l’emissione a cinque anni Cirio Del Monte del 2000, che vede tra i partecipanti al consorzio JP Morgan); nel caso di Parmalat la situazione è diametralmente opposta: su 32 emissioni in due sole ipotesi una banca italiana (Unicredit) ha svolto la funzione di lead manager esclusivo (si tratta delle emissioni di Parmalat Finance Corporation BV del 1999 e del 2002) e in altri 8 casi si registra la partecipazione di tre istituti italiani (Unicredit, Caboto e Banca di Intermediazione mobiliare IMI spa) in funzione di co-managers; in tutti gli altri casi l’emissione è stata curata esclusivamente da banche estere. D’altro canto – come si evince dallo schema seguente – l’esposizione debitoria di Parmalat nei confronti delle banche coinvolge in misura più rilevante gli istituti italiani rispetto a quelli esteri<sup>74</sup>:

---

<sup>74</sup> GALBIATI, *Tutti i debiti, banca per banca, la fotografia prima del crack*, La Repubblica, 15/1/2004.

<b>BANCHE ITALIANE</b>	<b>ESPOSIZIONE DEBITORIA</b>	<b>BANCHE ESTERE</b>	<b>ESPOSIZIONE DEBITORIA</b>
BANK OF AMERICA	675	CAPITALIA	463
CITIBANK	119	INTESA	368
ABN AMRO	85	SAN PAOLO IMI	297
ANZ	84	UNICREDIT	186
STANDARD CHARTERED BANK	79	BIPIELLE	165
SANTANDER	75	MPS	163
EXERBANCA	59	BNL	121
GE CAPITAL	51	POPOLARE VERONA	119
DEUTSCHE BANK	51	POPOLARE EMILIA	86
ING	51	BANCA LOMBARDIA	70
RAIFFEISEN AZB	48	CREDEM	65
BANK OF NOVA SCOTIA	46	POPOLARE BERGAMO	65
HSBC	44	ANTONVENETA	58
NATIONAL AUSTRALIAN BANK	42	POPOLARE MILANO	51
CAIXA GENERALE DE DEPOSITS	38	BANCA DELLE MARCHE	34
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	36	POPOLARE ETRURIA E LAIZO	29
RABOBANK	35	CARIGE	26
BANCO DO BRASIL	30	FABER FACTOR	25
ROYAL BANCK OF SCOTLAND	30	POPOLARE VICENZA	23
BBVA	30	BANCA SELLA	9
<b>TOTALE</b>	<b>1.909</b>	<b>TOTALE</b>	<b>2.450</b>

Ai magistrati spetterà accertare se le banche coinvolte conoscevano o avrebbero dovuto conoscere la reale situazione della Parmalat e se, ciò appurato, abbiano volutamente collocato le obbligazioni ai privati per ridurre la propria esposizione nei confronti delle società del gruppo.

Per quanto concerne, da ultimo, l'attuale situazione degli obbligazionisti, la proposta di concordato stilata dal commissario straordinario Enrico Bondi, prevede – come accennato in precedenza – l'assegnazione di azioni e warrant<sup>75</sup> della società di nuova costituzione (Assuntore) cui saranno trasferite le attività dell'attuale gruppo Parmalat. Uguale trattamento è riservato a tutti i creditori chirografari delle società del gruppo ammesse al concordato. Le differenze esistenti tra i *recovery ratios* sono imputabili esclusivamente alla diversa situazione economico-finanziaria della società debitrice<sup>76</sup>. La tabella seguente riporta i *recovery ratios* per ciascuna società:

<b><i>SOCIETA'</i></b>	<b><i>RECOVERY RATIO DEBITO INTERCOMPANY</i></b>	<b><i>RECOVERY RATIO DEBITO VS TERZI</i></b>
Parmalat Finanziaria spa	0,0%	11,3%
Parmalat spa	0,0%	7,3%
Centro Latte Centallo srl	100,0%	100,0%
Contal srl	0,0%	17,2%
Eurolat spa	0,2%	100,0%
Geslat srl	0,0%	76,1%
Lactis spa	100,0%	100,0%
Newco srl	1,9%	100,0%
Panna Elena CPC srl	26,9%	100,0%
Olex sa	0,8%	100,0%
Parmalat Soparfi sa	0,0%	26,9%

<sup>75</sup> Il rapporto prevede l'assegnazione di un warrant per ogni azione fino a concorrenza delle prime 650. Programma di ristrutturazione presentato al Ministero delle Attività Produttive dal Commissario Straordinario Dott. Enrico Bondi, p.161.

<sup>76</sup> La disamina delle percentuali di rimborso contenuta nella proposta di concordato potrebbe ingenerare l'impressione di un trattamento più favorevole nei confronti delle banche. Tale differenza è, però, giustificata dal fatto che avevano concentrato i propri crediti sulle società operative, i cui rapporti attivo-passivo si presentano sensibilmente migliori rispetto a quelli finanziarie che hanno emesso i bond. ONADO, *Parmalat, tutte le ragioni di Bondi*, Il sole 24ore, 18/7/2004.

Dairies Holding Int. BV	55,0%	100,0%
ParmalatCapitalNeth.BV	0,0%	0,0%
ParmalatFinanceCorp BV	0,0%	4,6%
Parmalat Netherlands BV	0,0%	2,3%
Parmengineering srl	0,0%	76,1%

Il piano predisposto da Bondi prevede, inoltre, che i soggetti che vantano crediti assistiti da garanzie da parte di altre società del gruppo possano sommare i recovery ratios delle due società<sup>77</sup>.

#### 4. I soggetti coinvolti e le loro responsabilità

La gravità del caso Parmalat ed il clamore da esso suscitato hanno determinato una generalizzata flessione della fiducia dei risparmiatori nel mercato finanziario. La macroscopica insufficienza di tutti i controlli, interni ed esterni, non poteva lasciare indifferenti le nostre istituzioni parlamentari che hanno ritenuto di dover approfondire le problematiche sollevate da questa vicenda con riguardo all'ordinamento italiano<sup>78</sup>. L'indagine conoscitiva che ne

---

<sup>77</sup> Ad esempio, il possessore di bond per 100€ emessi da Parmalat Finance Corporation BV avrà diritto al recovery ratio della società suddetta e quello della società garante Parmalat spa: 4,6% + 7,3% = 11,9%. Pertanto a fronte di 100€ di credito saranno assegnate 113 azioni e 113 warrant dell'Assuntore.

<sup>78</sup> L'indagine svolta dalle Commissioni riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive) della Camera dei Deputati e 6<sup>a</sup> (Finanze) e 10<sup>a</sup> (Industria) del Senato della Repubblica ha inteso verificare: 1) quali siano gli strumenti e i canali di finanziamento delle imprese e quale il ruolo svolto dalle banche a questo riguardo; 2) quali siano le forme di partecipazione delle imprese alla gestione delle banche, con particolare attenzione alla loro influenza sulle scelte decisionali relative al merito di credito, quali gli strumenti e le modalità con cui le banche medesime possano incidere sulla gestione delle imprese, quali situazioni di conflitto di interesse possano derivarne e quali siano i rimedi atti a prevenire o regolare tali conflitti; 3) quali siano il funzionamento e il grado di idoneità dell'attuale sistema di controlli societari, interni ed esterni, rispetto al fine di assicurare la trasparenza della gestione finanziaria, di garantire la tutela dei diversi soggetti coinvolti e di evitare conflitti d'interessi, anche nella prospettiva dell'eventuale revisione della normativa in materia di diritto societario; 4) in quali forme e con quali strumenti gli organi preposti alla vigilanza esercitino la loro funzione di controllo rispetto alla situazione finanziaria delle imprese, in un quadro complessivo caratterizzato da un elevato grado di diversificazione delle fonti di finanziamento, e quale sia, in tale contesto, l'efficienza dell'attuale



è scaturita si proponeva l'elaborazione di un disegno di legge, che realizzasse non solo una riforma della struttura istituzionale della vigilanza sul credito, ma prevedesse anche disposizioni specifiche volte ad arginare le falle nel sistema dei controlli evidenziate dalle vicende Parmalat e Cirio. Il disegno di legge unificato, presentato alle camere il 4 aprile 2004, non è tuttavia andato in porto. Le ulteriori proposte presentate successivamente ed i numerosi emendamenti di volta in volta avanzati hanno, di nuovo, rivelato la delicatezza di un tema come quello del risparmio, impedendo agli organi parlamentari di giungere ad una posizione comune nei termini originariamente prefissati<sup>79</sup>.

Nel riprendere l'analisi dettagliata del caso Parmalat, tuttavia, non mancherà il riferimento ad alcune delle proposte avanzate nel corso dell'indagine e confluite, pur senza esito positivo, nei numerosi disegni di legge e relativi emendamenti.

#### ***4.1. Le banche: l'esposizione debitoria e il collocamento dei bond***

Tra i soggetti ritenuti responsabili del crack Parmalat si individuano in primo luogo le banche<sup>80</sup>: esse avrebbero venduto le obbligazioni ai risparmiatori privati, pur essendo consapevoli dello stato di dissesto in cui versava il gruppo, allo scopo di ridurre, con le somme in tal modo acquisite, la propria esposizione debitoria. Seconda la relazione depositata il 20 luglio dal consulente tecnico della procura di Milano, infatti, gli istituti di credito

---

riparto di competenze in materia di vigilanza sui mercati finanziari tra la Banca d'Italia, la Commissione Nazionale per le società e la borsa e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Schema di documento conclusivo, Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

<sup>79</sup> Alla fine di luglio, infatti, le Commissioni constatano l'impossibilità di giungere ad un testo normativo *bipartisan* in grado di incontrare il favore delle Camere e la necessità di acquisire in merito il parere del nuovo Ministro dell'Economia Siniscalco, rinviando la questione alla ripresa dei lavori dopo l'interruzione estiva. Commissioni VI e X della Camera dei Deputati, Seduta del 21/07/2004.

<sup>80</sup> Secondo le dichiarazioni rese dall'amministratore delegato di Unicredit, Alessandro Profumo, nel corso dell'Audizione dinanzi alle Commissioni riunite VI e X della Camera dei Deputati e 6<sup>a</sup> e 10<sup>a</sup> del Senato della Repubblica, da un'indagine condotta tra i propri clienti riferisce che la gente considera il proprietario imprenditore il più colpevole dello scandalo Parmalat, ma, subito dopo, le banche.

avrebbero per lungo tempo collaborato con Parmalat per consentire che un gruppo ormai decotto continuasse ad essere percepito ai piccoli risparmiatori come un'entità solida e affidabile<sup>81</sup>. Lo stesso commissario straordinario, nella propria relazione, afferma che senza la collaborazione degli istituti di credito la Parmalat non sarebbe potuta sopravvivere così a lungo. Le più grandi banche d'affari, pur nella consapevolezza dello stato di dissesto, avrebbero “*utilizzato le legislazioni peculiari dei paradisi fiscali per collocare le obbligazioni e fornito direttamente risorse finanziarie mediante prodotti di finanza strutturata che avrebbero di fatto concorso alla falsa rappresentazione della situazione economica e finanziaria del gruppo*”. Il tutto ovviamente per lucrare elevate commissioni<sup>82</sup>.

Alle accuse gli istituti di credito hanno risposto evidenziando in modo particolare due elementi:

- l'impossibilità di conoscere l'effettiva situazione di dissesto del gruppo;
- la correttezza dei processi di vendita delle obbligazioni al pubblico.

Prima di esaminare nel dettaglio i due elementi sopra menzionati, è necessario chiarire il ruolo svolto dalle banche nei meccanismi di emissione e collocamento di titoli obbligazionari.

La società che intende varare un prestito obbligazionario dà mandato ad una o più banche di investimento (i cc.dd. *lead managers* dell'emissione): esse procederanno stilare il prospetto informativo (altrimenti detto *offering circular*), che disciplina le caratteristiche e il regime regolamentare dell'emissione, e a costituire il consorzio (formato di regola da banche e imprese di investimento) che assume il compito di sottoscrivere le obbligazioni, per poi collocarle presso gli investitori. Poiché tale procedimento non prevede l'offerta in sottoscrizione diretta ad investitori privati, non si rende necessaria la redazione del prospetto informativo ex art.94 TUF, che deve essere preliminarmente approvato dalla

---

<sup>81</sup> In base alla relazione sopra menzionata un qualsiasi operatore qualificato mediante la semplice lettura dei bilanci, i dati pubblici disponibili sui bond e quelli forniti dalla centrale dei rischi non avrebbe potuto non accorgersi del reale stato dei fatti. MONTI, *Una fabbrica di bilanci falsi*, Il sole 24ore, 21/7/2004.

<sup>82</sup> ODDO, *Il cappio delle commissioni*, Il sole 24ore, 21/7/2004.

Consob<sup>83</sup>. La conseguenza di tale scelta è che le obbligazioni in esame potranno essere vendute ai privati solo per mezzo di trattative personalizzate, nell'ambito cioè, del servizio di negoziazione prestato dagli intermediari.

Il problema sorge quando le banche che curano le emissioni obbligazionarie e vendono i titoli tramite i propri sportelli sono le stesse che erogano il credito all'impresa emittente.

L'accusa che con maggiore frequenza è stata mossa nei confronti degli istituti di credito nel caso Parmalat – e prima ancora nel caso Cirio – è quella di aver agito in una situazione di conflitto di interessi: esse, infatti, avrebbero venduto allo sportello titoli di cui, presumibilmente, conoscevano la rischiosità e lo avrebbero fatto allo scopo di ridurre la propria esposizione debitoria nei confronti dell'impresa emittente o, quantomeno, allo scopo di eliminare dal proprio portafoglio titoli, che, di lì a poco, sarebbero diventati carta straccia.

Che l'emissione di *corporate bond* sia oggi frequentemente impiegata allo scopo di ristrutturare la situazione debitoria delle imprese è un fatto<sup>84</sup>. È stato ripetutamente sostenuto dai vertici del sistema bancario italiano ed in prima persona dal Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana, Maurizio Sella come ciò non sia espressamente vietato dalla legge e come di per sé non sia indice di una volontà fraudolenta delle banche nei confronti dei risparmiatori<sup>85</sup>.

Perché essa sussista dovrebbe ipotizzarsi che i dati contabili di cui una banca viene a conoscenza nel momento in cui eroga il credito ad una impresa siano

---

<sup>83</sup> Tale articolo prevede l'obbligo di redazione del prospetto in caso di sollecitazione all'investimento, che, secondo la definizione contenuta nell'art. 1 comma 1 lett. t del TUF, si sostanzia in *“ogni offerta invito ad offrire o messaggio promozionale in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari [...]”*.

<sup>84</sup> Spesso la finalità di ristrutturazione del debito è esplicitata nella sessa offering circular, nella parte relativa alla descrizione degli impieghi delle somme ottenute per mezzo dell'emissione. Ad esempio, nell'Offering Circular dell'emissione di obbligazioni convertibili per 246,400,000€ di Parmalat Soparfi SA dell'11 dicembre 2002 alla voce USE OF PROCEEDS si legge: *“The net proceeds to the Issuer of the issue of the Bonds, after deductions of fees and estimated expenses, will amount to approximately €241,472,000 million. Such amount will be lent by the Issuer to or invested by the Issuer in, other companies of the Group for their general corporate purposes and to refinance existing debt of the Group or used by the Issuer for its general corporate purpose”*.

<sup>85</sup> Audizione del Presidente dell'ABI, Maurizio Sella, dinanzi alle Commissioni Riunite VI e X della Camera dei Deputati e 6ª e 10ª del Senato della Repubblica, 5-2-2004.

disponibili anche ad altri comparti dello stesso intermediario (nella specie al settore *retail*) e ne condizionino le scelte operative. Ciò sarebbe impedito, sul piano teorico, da una serie di regole che, all'interno di una stessa banca, creano delle muraglie (cc.dd. *Chinese Walls*), volte a bloccare il flusso di informazioni dal settore *corporate* che, appunto, si occupa delle imprese, al settore *retail*, che si occupa invece della prestazione di servizi di investimento alla clientela privata<sup>86</sup>.

In questa maniera gli addetti alla vendita avrebbero a disposizione, sulla società che ha emesso il bond, le stesse informazioni disponibili al mercato<sup>87</sup>. Dovrebbe, pertanto, potersi escludere la volontà dello sportellista di collocare un titolo piuttosto che un altro, in relazione, ad esempio, alla maggiore o minore esposizione dell'istituto nei confronti della società in oggetto, non essendo concretamente in possesso di tali notizie.

Le caratteristiche del titolo e la sua rischiosità, allora, dovrebbero essere valutati non in base ai dati sulla società che eventualmente la banca sia venuta a conoscere nell'attività di erogazione del credito, quanto da fattori esterni, liberamente accessibili dal mercato, tra cui in primo luogo il rendimento, la durata, il rating. Secondo le banche, altre informazioni non sarebbero

---

<sup>86</sup> L'art. 6 comma 2 lett. a del D.L.vo 58/98 prevede che la Consob, sentita la Banca d'Italia tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento: a) le procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordii e delle operazioni effettuate. Inoltre, il regolamento n.11522 /98 all'art.56comma 3 prevede che gli intermediari autorizzati, anche al fine di ridurre i conflitti di interessi, adottano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che devono essere tenuti separati secondo quanto disposto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art.6, comma 1, lettera a, del Testo Unico.

<sup>87</sup> Le modalità tecniche di distribuzione dei titoli alla clientela prevedono, infatti, o la creazione di un paniere quotidianamente aggiornato, cui l'addetto attinge, in base alle richieste del cliente, o la creazione di un sistema di scambi organizzati che consente una vera e propria negoziazione interna dei titoli, capace di incidere ovviamente sul prezzo di vendita al pubblico. Mentre il primo è quello tradizionalmente impiegato, il secondo è stato introdotto nel nostro ordinamento nel 1998 e prevede la creazione di una borsa interna alla singola banca alla quale accedono i clienti degli sportelli, trovando, anche per titoli non quotati alle borse ufficiali, quotazioni basate su un meccanismo di asta continua e competitiva.

Il sostrato normativo è rappresentato dall'art. 78 del Tuf e dalla delibera della Consob n.14035 pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 3-5-2003 e il 14-5-2003.

accessibili e la loro acquisizione sarebbe sanzionabile come forma di *market manipulation*.

Sull'effettivo funzionamento di tali precauzioni permangono dubbi, soprattutto se si considera che tutte le società di gestione del risparmio appartenenti ai gruppi bancari che hanno partecipato alle emissioni obbligazionarie non possedevano titoli Parmalat nel proprio portafoglio o hanno proceduto alla loro vendita poco prima dello scoppio della crisi<sup>88</sup>, mentre ben 85.000 risparmiatori hanno acquistato dette obbligazioni<sup>89</sup>.

La difesa delle banche si incentra sul fatto che le scelte di acquisto di titoli sono imputabili a politiche adottate dalla singola impresa di investimento<sup>90</sup> e non certo alla conoscenza della situazione di dissesto della società.

Nel caso specifico di Parmalat, le caratteristiche dei titoli non avrebbero giustificato, sempre secondo le banche, l'adozione di alcuna particolare cautela nella vendita alla clientela retail che andasse oltre le disposizioni previste dall'art.21 Tuf<sup>91</sup> e dal regolamento di attuazione emanato dalla Consob

---

<sup>88</sup> Audizione dei rappresentanti di Unicredit s.p.a., Seduta del 20/2/2004. A tale proposito cfr., *supra* p. 25, in relazione al bond Nextra.

<sup>89</sup> La stima è riportata dal Governatore Fazio nel corso della testimonianza dinanzi alle Commissioni riunite di Camera e Senato. “*Tali cifre – ha detto – possono variare del 10% in più o in meno*”.

<sup>90</sup> Ciascun gruppo bancario è stato in grado di fornire delle valide spiegazioni per la mancata presenza di obbligazioni Parmalat presso i propri fondi di investimento al momento del collasso: per Unicredit, si è trattato di scelte dipendenti dalla politica del fondo che non acquista titoli di società che effettuano crescita con rilevanti operazioni esterne; per San Paolo IMI le valutazioni dei fondi sono effettuate in maniera indipendente rispetto a quelle del settore creditizio e sono basate soprattutto sul profilo di rischio dei fondi che gestiscono, sui tempi di ritorno che da tali investimenti devono ottenere; anche per Banca Intesa i fondi hanno assunto le proprie decisioni di acquisto e di vendita in totale autonomia, secondo politiche basate sulle caratteristiche del titolo; nel caso di Capitalia, al momento del *default* solo tre fondi su 50 avevano in portafoglio obbligazioni Parmalat, con un'esposizione complessiva inferiore allo 0,5% ciascuno. Quanto riportato risulta dalle audizioni dei rappresentanti dei gruppi bancari menzionati nel corso dell'indagine conoscitiva più volte citata.

<sup>91</sup> In base a tale articolo: “Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo i conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque a i clienti la trasparenza ed equo trattamento; d) disporre risorse e

n.11522/98. Si trattava di obbligazioni corporate emesse da una società della cui solidità non si aveva motivo di dubitare, e soprattutto erano assistite da un rating ufficiale fornito da Standard & Poor's che le giudicava a basso rischio di insolvenza (assegnandole le ormai note BBB-).

Lo sportellista, in base al suddetto regolamento, avrebbe dovuto esclusivamente verificare la rispondenza del prodotto richiesto al profilo di rischio del cliente e, trattandosi di obbligazioni *investment grade*, chiaramente esse potevano andar bene anche ad investitori non propriamente esperti. Se, dunque, alle banche possano essere imputate delle responsabilità, esse non sarebbero individuabili a livello di sistema; piuttosto, si renderebbe necessaria una verifica volta ad accertare se in ciascun caso, singolarmente considerato, siano state rispettate le regole previste. Si dovrebbe, dunque, acclarare se siano state effettivamente fornite al cliente le informazioni sul titolo e se sia stato suggerito un adeguato bilanciamento dei titoli in portafoglio<sup>92</sup>.

Quanto al rientro nei crediti verso la Parmalat, le banche si difendono strenuamente, evidenziando come non si siano avuti rientri o come, dove essi si sono verificati, non siano dipesi dal collocamento dei bond, ma da altri rapporti con l'emittente o da politiche generali di gestione del debito nei confronti di tutti gli affidati. Nel corso delle audizioni che hanno interessato i vertici delle quattro banche maggiormente coinvolte nei casi Cirio e Parmalat<sup>93</sup>, è stato precisato che non c'è stato rientro a causa della emissione dei bond; è stato, inoltre, ribadito che, comunque, non sarebbe stato possibile, sulla base delle informazioni disponibili, rilevare anomalie nella situazione di Parmalat che potessero giustificare comportamenti di chiusura nei suoi confronti, non solo perché le certificazioni di bilancio non presentavano rilievi di sorta, ma

---

procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi ;  
e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati [...]”.

<sup>92</sup> Nel corso dell'Audizione dinanzi alle Commissioni riunite di Camera e Senato, l'amministratore delegato di San Paolo IMI, Maranzana, ha affermato che il profilo di rischio relativamente basso delle obbligazioni in esame non poteva porre problemi di “adeguatezza” rispetto alle esigenze del cliente; egli ritiene più probabile che, dove una negligenza sussista, essa attenga piuttosto al corretto bilanciamento del portafoglio.

<sup>93</sup> Le quattro banche in questione sono Unicredit, San Paolo IMI, Banca Intesa e Capitalia.

anche perché i rapporti dalla società con le singole banche non lasciavano presagire alcuna difficoltà considerevole<sup>94</sup>.

La società non aveva fatto registrare ritardi nei pagamenti, né il credito erogato e l'ammontare delle emissioni obbligazionarie potevano considerarsi sintomatici di una situazione di difficoltà, soprattutto se paragonati alla ingente liquidità che comunque figurava nei suoi bilanci. Ciò era giustificabile alla luce della struttura del gruppo: una multinazionale con sedi in numerosi paesi esteri, infatti, deve normalmente poter contare su una forte liquidità per gestire le attività.

Riassumendo dunque, il coinvolgimento delle banche si è avuto in tutte le fasi della vicenda: come finanziatori dell'impresa, attraverso l'erogazione del credito, come manager delle emissioni obbligazionarie e come venditori dei bond alla clientela retail<sup>95</sup>.

Relativamente ai primi due punti gli istituti di credito “scaricano” le responsabilità sulle società di revisione, sugli amministratori e sui sindaci, sui soggetti, insomma, responsabili della redazione e del controllo sulla contabilità. In merito al terzo sembrano disposti ad ammettere una propria responsabilità, che dovrà comunque essere oggetto di accertamento casistico<sup>96</sup>.

Che in un sistema caratterizzato dal modello di banca universale il rischio di conflitti di interessi sia reale è dato di fatto; il problema è individuare strumenti che siano in grado di ridurlo senza ledere la capacità operativa della banca stessa. Una delle strade percorribili è sicuramente rappresentata dal rafforzamento delle barriere tra singoli comparti, non essendo, invece, praticamente realizzabile l'abbandono del modello di banca universale, sia perché in controtendenza con l'andamento del settore in ambito europeo, sia

---

<sup>94</sup> Nessuna delle banche coinvolte ha, infatti, registrato difficoltà nella gestione corrente dei rapporti di credito con il gruppo.

<sup>95</sup> Va precisato che quanto affermato è riferito esclusivamente alle banche italiane coinvolte nella vicenda; non può, tuttavia, tacersi che, a differenza di quanto avvenuto in merito alla vicenda Cirio, nel caso Parmalat si registra la prevalente partecipazione, sia in qualità di finanziatori che di manager delle emissioni, delle più importanti banche internazionali.

<sup>96</sup> Si vedano a tale proposito le proposte di risarcimento nei confronti dei risparmiatori danneggiati avanzate dai maggiori gruppi bancari italiani in merito al collocamento dei bond Cirio e Parmalat.

perché ciò si tradurrebbe in perdita di competitività ed efficienza dell'operatore.

Per quanto concerne il rapporto con la clientela, le banche sono contrarie all'introduzione del divieto di vendere obbligazioni *corporate* alla clientela *retail*, poiché segnerebbe un passo indietro nella crescita dell'economia italiana, che si propone di incentivare il ricorso delle famiglie e delle imprese al mercato dei capitali, le prime per investire i propri risparmi e le seconde per finanziarsi. Esse sembrano più orientate verso un ulteriore incremento della qualità delle informazioni disponibili al cliente e sul cliente, per una più efficace individuazione del suo profilo di rischio, oltre alla promozione di programmi che incentivino il ricorso al risparmio gestito, piuttosto che al risparmio amministrato.

Numerose sono state le proposte in merito al tema della vendita di obbligazioni ad investitori non professionali (divieto di vendere ai privati risparmiatori obbligazioni prive di *rating*, creazione di tagli minimi, ad esempio 100.000€, per escludere l'accesso alla fascia dei "piccoli risparmiatori"; introduzione di una regola analoga alla *rule 144* della Sec americana, che impone alle banche di trattenere nel proprio portafoglio i titoli per un anno, prima di poterli rivendere alla clientela *retail*); solo una ha trovato, però, accoglimento nel disegno di legge unificato: quella di porre a carico dei soggetti che collocano, entro un anno dall'emissione, i titoli presso investitori non professionali la garanzia della solvibilità dell'emittente<sup>97</sup>.

#### **4.2. Le società di revisione**

Dalla ricostruzione dei fatti svolta in precedenza si registra la rilevanza del ruolo della società di revisione, che secondo le dichiarazioni degli indagati avrebbe concorso attivamente alla realizzazione della frode.

Prescindendo dalla sussistenza di comportamenti penalmente rilevanti, sui quali è tenuta a pronunciarsi la magistratura, è utile svolgere una ricognizione del contesto normativo, in cui detti soggetti operano. In questo modo potranno essere chiariti gli obiettivi e le funzioni dell'attività di revisione

---

<sup>97</sup> Tale soluzione è stata fortemente osteggiata dal Presidente dell'Abi, Sella, il quale si è detto favorevole all'introduzione di regole meno gravose per le banche e maggiormente incentrate sull'organizzazione interna dell'intermediario e sul rapporto che esso instaura con il singolo cliente.



contabile ed eventualmente rilevare se incongruenze di sistema abbiano potuto agevolare il verificarsi di una vicenda disastrosa come quella Parmalat.

Il compito di una società di revisione è quello di “*verificare*:

- a) *nel corso dell'esercizio, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili;*
- b) *che il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato corrispondano alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e che siano conformi alle norme che li disciplinano.*

*Per far ciò, la società di revisione ha diritto di ottenere dagli amministratori della società documenti e notizie utili alla revisione e può procedere ad accertamenti, ispezioni e controlli; essa informa senza indugio la Consob e il collegio sindacale dei fatti ritenuti censurabili” (art. 155 Tuf)”.*

Il compito di un revisore è, dunque, quello di acquisire elementi per poter esprimere un giudizio sulla conformità della redazione del bilancio ai criteri legali<sup>98</sup>; questo, tuttavia, non deve indurre a credere che la valutazione della società di revisione possa estendersi ad un giudizio sulla qualità dell'amministrazione o possa svolgere un'efficace azione preventiva nei confronti delle crisi.

Il primo punto è chiarito in modo inequivoco dal n. 2 del Principi di Revisione elaborati dal Consiglio dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio nazionale dei Ragionieri, in base al quale: “*sebbene il giudizio del revisore incida sulla valutazione dell'attendibilità del bilancio, tale giudizio non rappresenta una garanzia del futuro funzionamento dell'impresa né che la stessa sia stata amministrata in modo efficace ed efficiente*”. I revisori non partecipano ai consigli di amministrazione, essendo collocati all'esterno della struttura societaria, e non hanno l'obbligo di esprimere un giudizio sulla bontà dell'organizzazione interna della società: essi si limitano a verificare le operazioni effettuate e a valutare alcuni aspetti del controllo interno. Se, ovviamente, detti elementi sono rinvenuti carenti, essa ha la facoltà di effettuare verifiche più approfondite per individuare le conseguenze concrete di tali carenze.

---

<sup>98</sup> In base al testo dell'art.156 Tuf: “[...]2. *La società di revisione esprime un giudizio senza rilievi se il bilancio di esercizio ed il bilancio consolidato sono conformi alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione.* 3. *La società di revisione può esprimere un giudizio con rilievi, un giudizio negativo ovvero rilasciare una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio. In tali casi al società espone analiticamente nelle relazioni i motivi della propria decisione [...]*”.

Il loro controllo resta comunque successivo, di tipo contabile, avente ad oggetto le informazioni consuntive sulle operazioni poste in essere dalla società in un periodo antecedente rispetto a quello nel quale esso viene effettuato. La conseguenza è che la revisione presenta un limite fisiologico quale attività di prevenzione degli illeciti<sup>99</sup>.

La creazione dell'istituto della revisione contabile assolve una funzione di trasparenza e controllo sull'operato delle società, che ha come primo destinatario il mercato, che si affida all'informazione contabile per conoscere la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un'impresa. Il giudizio prestato dalla società di revisione è uno degli elementi che contribuiscono a valutare l'attendibilità di tale strumento informativo ed assume un peso ancora maggiore quando il soggetto sottoposto a revisione sia in gruppo di società tenuto alla redazione del bilancio consolidato. In presenza infatti di intrecci partecipativi complessi, che rendono difficile risalire all'effettiva situazione di una società, il giudizio dei revisori è elemento su cui operatori, professionali e non, fanno affidamento<sup>100</sup>. Ciò ha indotto il legislatore a predisporre una serie di regole volte a garantire la professionalità, ma soprattutto l'indipendenza dei soggetti tenuti al controllo contabile esterno.

È chiaro che se la funzione di una società di revisione è quella di fornire al mercato una informazione corretta o, per meglio dire, una corretta valutazione dell'informazione contabile che dalla società è stata fornita, essa deve poter svolgere la propria attività in maniera autonoma, senza che il *management* dell'impresa sia in grado di effettuare pressioni allo scopo ottenere l'avallo acritico a tutte le proprie scelte contabili. Perché ciò accada è necessario che il revisore sia indipendente, formalmente e sostanzialmente, nello svolgimento del proprio incarico. L'indipendenza deve essere legale (essa consiste nell'insussistenza di situazioni di incompatibilità i sensi di legge o di regolamento) e professionale (intesa come atteggiamento mentale indipendente nei confronti del cliente che il revisore e i suoi collaboratori devono assumere e mantenere costantemente nel corso dell'incarico, che essi devono svolgere con

---

<sup>99</sup> QUATTROCCHIO, Revisione contabile, in COTTINO, La legge Draghi e le società quotate in Borsa, 1998.

<sup>100</sup> Audizione del Presidente dell'Associazione Italiana Revisori Contabili, Alberto Giussani, dinanzi alle Commissioni Riunite di Camera e Senato, 16-2-2004.

integrità ed obiettività nell'assenza di qualsiasi interesse che essi possano avere, direttamente o indirettamente con l'azienda)<sup>101</sup>.

La normativa attualmente vigente prevede che l'incarico alla società di revisione sia conferito direttamente dall'assemblea dei soci in occasione dell'approvazione del bilancio e che nella medesima sede sia determinato il corrispettivo spettante alla società stessa. Tale norma, che lascia presupporre la sussistenza di un interesse dell'amministrazione della società nella scelta del soggetto deputato alla revisione contabile, è controbilanciata dall'obbligo che questi sia scelto tra quelli inseriti in apposito albo tenuto dalla Consob e dalla previsione, già menzionata, di limiti alla durata dell'incarico<sup>102</sup>. Le società di revisione sono, inoltre, assoggettate al controllo della Consob che ne verifica l'indipendenza, appunto e l'idoneità tecnica<sup>103</sup>. Come sopra rilevato il giudizio fornito dalle società di revisione è elemento cui i mercati si riportano nella valutazione della situazione economica e finanziari a di un'azienda. Il mancato rispetto da parte dei revisori delle norme ad essi facenti capo è sanzionato secondo la previsione dell'art.2407 comma 1<sup>104</sup>.

Sarebbero queste regole, unite ai principi contenuti nel sopra citato codice deontologico, a dover garantire l'indipendenza del revisore rispetto alla società per cui opera.

Tuttavia, quanto accaduto nel caso Parmalat evidenzia la concreta possibilità che si stabiliscano connivenze delittuose tra amministratori infedeli e revisori, ciò è, peraltro, agevolato dal fatto che tra i soggetti considerati si viene a creare un duplice rapporto: di controllo dei conti da un lato e di consulenza nei più diversi settore dell'attività aziendale, dall'altro. Assunto che il caso in esame costituisce esempio estremo della caduta di ogni controllo, resta da chiedersi se

---

<sup>101</sup> Appendice, n.1.

<sup>102</sup> Art.154 comma 4 TUF.

<sup>103</sup> Art. 162 TUF.

<sup>104</sup> Il previgente testo dell'art. 2407 face va riferimento alla responsabilità dei sindaci sussistente nel caso i cui non avessero adempiuto al proprio incarico con la diligenza del mandatario; il testo dell'articolo riformato parla invece di diligenza dipendente dalla natura dell'incarico.

la normativa sopra descritta possa essere migliorata per evitare fatti come quello sopra esaminato. Con specifico riferimento alle società di revisione e prescindendo dall'esistenza di un sistema di *governance* adeguato che preveda efficaci controlli interni sull'operato degli amministratori, per consentire che le informazioni trasmesse ai revisori non siano alterate, il nodo rimane quello dell'indipendenza e del controllo sulle società di revisione stesse. Come per la problematica del conflitto d'interessi delle banche, anche il ruolo dei revisori è stato oggetto di analisi e di numerose proposte di intervento. Sono confluite nel documento conclusivo dell'indagine conoscitiva la necessità che la nomina del revisore e la sua eventuale revoca siano approvati dall'Autorità di vigilanza del risparmio ed un inasprimento dei casi di incompatibilità e dei requisiti di indipendenza. Non sono invece stati previsti limiti allo svolgimento di incarichi diversi dalla revisione nei confronti del medesimo soggetto<sup>105</sup>.

Aspetto diverso è quello della possibilità che i bilanci di società appartenenti al medesimo gruppo siano certificati da revisori diversi. La revisione di un'azienda è normalmente effettuata da un unico revisore, tuttavia, in caso di gruppi di società si può verificare il caso che il revisore della casa madre (il c.d. revisore principale) sia diverso dal revisore di una o più consociate o sedi secondarie (il c.d. revisore secondario<sup>106</sup>).

La responsabilità che il revisore principale assume per l'operato del revisore secondario e l'utilizzabilità dei dati da quest'ultimo forniti dipendono dalla modalità con cui è stato conferito l'incarico al revisore secondario.

Se esso è stato conferito direttamente dal revisore principale, quest'ultimo risponderà della revisione svolta dal proprio corrispondente; se invece è stata la società a conferire l'incarico il revisore principale può utilizzare il lavoro svolto dai secondari alle seguenti condizioni:

- a) il revisore principale deve effettuare la revisione di una parte preponderante del bilancio del gruppo, anche in considerazione della responsabilità che assume per il lavoro svolto dai revisori secondari;

---

<sup>105</sup> Tale limite potrebbe essere più efficacemente garantito prevedendo l'esclusività dell'oggetto sociale, che nel nostro ordinamento è prevista dall'art. 6 del D.L.vo 88/92.

<sup>106</sup> la nomina del revisore secondario può derivare o da scelta diretta del revisore principale che richiede direttamente ad un proprio associato o corrispondente di agire da revisore secondario, oppure può essere stato nominato dalla stessa società consociata.

- b) il revisore secondario deve possedere un'adeguata qualificazione e reputazione professionale che garantiscano lo svolgimento della revisione ad uno standard accettabile dal revisore principale;
- c) il revisore secondario deve essere indipendente dalla entità (casa madre, consociata, sede secondaria ecc. ) che esamina e da altre entità del gruppo;
- d) il revisore secondario deve seguire adeguate procedure di revisione che corrispondano almeno a quelle che il revisore principale ritiene necessarie;
- e) il revisore secondario deve comunicare alla casa madre ed al revisore principale le divergenze fra i principi contabili adottati dalla casa madre stessa e quelli applicati dall'entità esaminata.
- f) il revisore principale deve svolgere un'indagine per verificare che il revisore secondario ottemperi alle condizioni esposte nei punti da b) ad e). Normalmente questa indagine è effettuata facendo riferimento alla normativa professionale in vigore nel paese in cui opera il revisore secondario e mediante comunicazioni dirette con lo stesso;
- g) il revisore principale può esaminare, oltre alla relazione di revisione la documentazione del revisore secondario ivi inclusa la sua valutazione del sistema di controllo interno e le conclusioni relative agli aspetti significativi del suo incarico quando esista la necessaria autorizzazione della società esaminata da quest'ultimo;
- h) il revisore principale è autorizzato ad ottenere informazioni dal revisore secondario e, se ritenuto essenziale per la revisione è autorizzato ad ottenere informazioni dall'entità esaminata dal revisore secondario con la possibilità di svolgere autonomamente procedure di revisione che ritenga necessarie.

Qualora il revisore secondario effettui la revisione di una parte significativa del bilancio o qualora le condizioni indicate alle lettere g e h) non possano essere compiutamente soddisfatte, il revisore principale può utilizzare il lavoro di altri revisori facendone menzione nella propria relazione di revisione. Tale menzione non deve essere considerata come una limitazione della validità della

relazione di revisione, ma piuttosto come l'indicazione della divisione di responsabilità fra il revisore principale e i revisori secondari<sup>107</sup>.

Chiarito, pur se in modo sintetico il quadro normativo di riferimento, nel caso Parmalat si registra il coinvolgimento di due società di revisione: la Grant Thornton e la Deloitte & Touche. La prima ha certificato i bilanci della società fino al 1999, quando l'incarico è stato conferito alla Deloitte per ottemperare all'obbligo di rotazione previsto dall'art. 156 Tuf<sup>108</sup>; alla Grant restava invece il compito di certificare i bilanci delle società non rientranti nel consolidato. Secondo le dichiarazioni di Tonna, i revisori della Grant Thornton avrebbero avuto un ruolo determinante nell'elaborazione e realizzazione della frode. La responsabilità penale di questi soggetti sarà accertata dalla magistratura e nelle sedi competenti, resta, tuttavia, da verificare in quali termini la Deloitte possa essere chiamata a rispondere dell'operato del revisore secondario. Pur essendo responsabile della certificazione del consolidato la Deloitte non verificava direttamente più del 51% dei conti, sussistendo una sostanziale separazione delle responsabilità delle due società. La Deloitte, tuttavia, non aveva mai manifestato dubbi sui dati provenienti dai revisori secondari fino alla relazione semestrale del settembre 2003, in relazione alla quale rileva la scarsa chiarezza con cui erano esposte le attività del Fondo Epicurum fino ad allora sconosciute al pubblico. Tale dichiarazione sembrerebbe per la società sufficiente ad escludere una responsabilità per lo svolgimento delle proprie funzioni, anche se non sono mancate anche nei confronti della DT accuse dirette (nello specifico si tratta dell'ex direttore finanziario Ferraris, che accusa la Deloitte di aver reso alla Consob dichiarazioni infedeli)<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e consiglio nazionale dei ragionieri; Principi di revisione, ottobre 2002, n.7.2.

<sup>108</sup> Per il testo dell'articolo, cfr. *supra* nota.

<sup>109</sup> SA, *Falso e aggiotaggio: indagata Deloitte*, il sole 24ore, 9-1-2004.

### 4.3. L'agenzia di rating

Altra categoria di soggetti portata alla ribalta dalla vicenda Parmalat è costituita dalle agenzie di rating. È stato già rilevato come il *rating* costituisca una valutazione del merito di credito dell'emittente, ossia un'opinione – indipendente – sulla affidabilità finanziaria di un certo soggetto e sulle probabilità che si determini la sua insolvenza nel medio-lungo termine.

Di regola è la società emittente che si rivolge all'agenzia di rating, stipulando un contratto in base al quale quest'ultima a fronte di un corrispettivo si impegna ad elaborare un rating appunto. Tale elaborazione è effettuata in primo luogo sulla base dei dati contabili che la società fornisce e sulle informazioni talvolta confidenziali che il management fornisce di regola su richiesta della stessa agenzia<sup>110</sup>. Il rating assegnato è compreso in una scala di oltre 20 gradini, che vanno da AAA (caso in cui il rischio di insolvenza è stimato preventivamente nullo) alla D (caso in cui la società è in *default*, è, cioè, insolvente). Una volta che l'agenzia elabora il *rating*, spetta alla società decidere se renderlo pubblico oppure no. Quando ciò accade tra l'agenzia e l'emittente si instaura un rapporto di durata, poiché al rating si aggiunge il c.d. *outlook*, che – come già rilevato – valuta le prospettive di mutamento del *rating*. In base a tale rapporto è fatto obbligo alla società emittente di comunicare all'agenzia qualsiasi fatto che possa avere una incidenza rilevante sul rating già formulato.

Quando si verificano eventi di tale genere l'agenzia può modificare l'*outlook*, il *rating* assegnato o nei casi più gravi, quando cioè le informazioni fornite dalla società non consentono la formulazione di un giudizio addirittura ritirarlo.

Il rating sta assumendo nel tempo maggiore rilievo anche sul mercato italiano, essendo una delle informazioni che più di frequente sono richieste dagli investitori per indirizzare le proprie scelte.

È necessario, tuttavia, sottolineare che il giudizio fornito da un'agenzia di rating non fornisce garanzia alcuna dell'effettiva solvibilità dell'emittente: esso rappresenta solo uno degli elementi che concorrono a formare il giudizio del risparmiatore del titolo, assicurandolo sulla sua rischiosità e

---

<sup>110</sup> Gli elementi oggetto di valutazione, secondo le dichiarazioni rese dalla rappresentante italiana di S&P, nel corso dell'audizione dinanzi alle commissioni riunite 6e 10 Senato e Camera, attengono sia al c.d. *business risk*, sia al c.d. *financial risk*; in sostanza si valutano i dati contabili appositamente riclassificati per formulare un giudizio sia sull'andamento delle attività industriali sia finanziarie.

sull'adeguatezza del rendimento (che, come noto, al rischio è strettamente correlato). La validità del rating e l'influenza che esso può esercitare nell'incremento degli investimenti nel settore delle obbligazioni è largamente dipendente dalla credibilità dell'agenzia che lo assegna.

Nel caso di Parmalat l'assegnazione del rating è stata affidata all'agenzia Standard & Poor's. Essa ha assegnato al gruppo diretto da Tanzi un rating BBB- con prospettive stabili per la prima volta il 15 novembre 2000. A giugno 2002 le prospettive sono portate a positive, per ritornare a stabili agli inizi del 2003 a causa del mancato lancio dell'emissione annunciata, che aveva provocato delle forti oscillazioni del titolo sul mercato. In novembre il rating è spostato sotto osservazione<sup>111</sup> e si susseguono una serie costante di richieste di informazioni sulla esigibilità delle poste in bilancio non iscritte come immobilizzazioni. Alle rassicurazioni non seguono però i fatti e al momento della scadenza del bond il 9 dicembre, quando la società decide di avvalersi del periodo di grazia, S&P abbassa il rating a B-, per poi portarlo a CC il giorno successivo.

Come è noto il bond viene ripagato grazie al sostegno di alcune banche italiane su sollecito di Bondi, ma il *default* è solo rimandato al 19 dicembre 2003, quando la società non onora un'opzione di vendita esercitata dagli azionisti di minoranza di una controllata brasiliana.

Dopo la smentita di Bank of America dell'esistenza del conto dal 3,9 mln € il rating è ritirato.

Se S&P fosse a conoscenza dell'effettiva situazione finanziaria della società è quesito di non facile soluzione. Anche in questo caso, infatti, in presenza di dati contabili fraudolentemente alterati, ci si chiede fino a che punto potesse e dovesse spingersi la diligenza dell'agenzia ai fini di una corretta valutazione.

Gli unici dati anomali rilevabili nei bilanci Parmalat (peraltro certificati senza rilievi da Deloitte & Touche) attenevano alla elevata liquidità a fronte di un altrettanto elevato indebitamento. Le risposte della società alle richieste di informazioni provenienti dall'agenzia sono, tuttavia, state ritenute attendibili

---

<sup>111</sup> La ragione di tale scelta è rappresentata dalla mancata ristrutturazione della situazione finanziaria, malgrado le ripetute rassicurazioni in merito prestate dal management. Tale monitoraggio avrebbe potuto condurre secondo i rappresentati di S&P ad un abbassamento del rating.



soprattutto per la diversificazione geografica delle attività, perché trattatasi di struttura finanziaria non dissimile da quella di altri grandi gruppi operanti in settori affini<sup>112</sup>.

Il caso Parmalat dà chiara prova del fatto che l'assegnazione di un rating e per di più un rating *investment grade* non esclude *in toto* la possibilità che l'emittente possa essere insolvente. Non bisogna tuttavia commettere l'errore di assegnare all'agenzia di rating compiti non le appartengono.

In linea teorica in presenza di un contratto stipulato tra emittente e agenzia, in base al quale è l'emittente che paga all'agenzia il servizio prestato, si sarebbe portati a ipotizzare la sussistenza di un conflitto d'interessi in capo a quest'ultima, divisa tra l'interesse del committente ad una valutazione favorevole e l'interesse del mercato ad una valutazione obiettiva. Nella pratica, il rating costituisce valore aggiunto per un titolo solo nel momento in cui esso è credibile e pertanto in grado di incidere positivamente sulle scelte degli investitori, professionali e non. È stato sostenuto dalla rappresentante di S&P nel corso dell'audizione parlamentare che nel caso delle obbligazioni Cirio, se si fosse fatto ricorso al rating, si sarebbe senza dunque rilevata l'incongruenza del rendimento rispetto all'affidabilità dell'emittente e il rating assegnato sarebbe potuto servire da campanello d'allarme per i risparmiatori.

Nel caso di Parmalat il rating si basa sui dati disponibili e a detta dei rappresentanti teneva in adeguato conto le peculiarità della situazione contabile. È chiaro che nel momento in cui il presupposto dell'intera analisi, ossia il bilancio, è rinvenuto falso ogni valutazione effettuata perde la propria attendibilità. In caso contrario esso conserva una propria valenza che non esclude tuttavia errori: si tratta pur sempre di una valutazione, di un'analisi prospettica che si fonda su dati concreti che conserva comunque un margine più o meno ampio di errore: un rating BBB- indica bassa probabilità di insolvenza, ma non la esclude; del resto anche un rating AAA può non trovare concreto riscontro se intervengono fattori rilevanti e non prevedibili al momento dell'assegnazione del giudizio.

---

<sup>112</sup> Tra le società menzionate nel corso dell'audizione rinveniamo Unilever e Ericsson.

#### 4.4. Le Autorità di vigilanza

Tra i soggetti deputati al controllo e che, pertanto, sono stati posti sotto accusa a seguito della vicenda in esame, si rinvengono, ovviamente, anche le autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

##### a) Banca d'Italia

Esaminando dapprima il ruolo e le responsabilità della Banca d'Italia, due sono gli aspetti che devono essere considerati.

Il primo concerne il controllo che essa effettua sulle emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri. In base al disposto dell'art. 129 del Testo Unico Bancario, l'autorità riceve dal soggetto emittente comunicazione delle emissioni che superano una determinata soglia; qualora essa ravvisi la sussistenza di un rischio per la stabilità del sistema, può nel termine di 20gg chiedere all'emittente ulteriori informazioni e, se del caso, vietare il compimento dell'operazione<sup>113</sup>.

Il divieto può essere imposto esclusivamente per ragioni attinenti alla stabilità e all'efficienza del mercato dei valori mobiliari, apparendo pertanto funzionale alla garanzia degli obiettivi che sono tipicamente affidati alla banca centrale secondo il nostro sistema di vigilanza<sup>114</sup>. Per mezzo di questa disposizione, la tutela del risparmio si traduce nella protezione del corretto

---

<sup>113</sup> L'art.129 stabilisce al comma 2 che “*Le emissioni di valori mobiliari non liberamente effettuabili ai sensi del comma 1 (ossia quelle di importo non superiore ai cento miliardi di lire o al maggiore importo stabilito dalla Banca d'Italia e che rientrano nelle tipologie previste dall'ordinamento e presentino le caratteristiche individuate dalla Banca d'Italia in conformità alle deliberazioni del Cibr) sono comunicate alla Banca d'Italia a cura degli interessati*”. Inoltre ( comma 4) “*l'operazione può essere effettuata decorsi venti giorni dalla comunicazione [...] Al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari, la Banca d'Italia, entro il medesimo termine di venti giorni, può in conformità alle deliberazioni del Cibr, vietare le operazioni non liberamente effettuabili ai sensi del comma 1 ovvero differire l'esecuzione delle operazioni di importo superiore al limite determinato ai sensi dello stesso comma 1*”.

<sup>114</sup> Come noto, in Italia è adottato un modello di vigilanza mista, che prevede una ripartizione delle competenze di regolamentazione e controllo articolata per soggetti in relazione alle banche (limitatamente all'attività bancaria tipica) e alle compagnie di assicurazione; una ripartizione articolata per finalità opera in vece nei riguardi degli intermediari mobiliari in senso stretto e delle banche nella prestazione di servizi di investimento. Il sistema che ne deriva affida, pertanto alla Banca d'Italia la vigilanza sulle banche nell'esercizio dell'attività tipica; in merito, invece, alla prestazione di servizi di investimento, essa divide le proprie competenze con la Consob, occupandosi esclusivamente dei profili attinenti alla stabilità.

funzionamento del mercato dei valori mobiliari, inteso quale luogo dove il risparmio affluisce e trova conveniente allocazione. Esula, pertanto, da tale controllo ogni finalità programmatica o di indirizzo dei flussi finanziari<sup>115</sup>. Gli interventi adottati dalla Banca d'Italia sono volti ad evitare offerte ed emissioni di titoli che “per le quantità rilevanti concentrate in un determinato periodo o per le particolari condizioni e caratteristiche finanziarie, possono ostacolare il buon funzionamento del mercato<sup>116</sup>; in sostanza, dal Testo Unico emerge l'esigenza di “assicurare che la stabilità dei mercati non venga minata da anomali flussi di domande od offerte determinate dalla incertezza della tipologia di nuovi prodotti a danno del mercato dei titoli rappresentativi di capitale di rischio”<sup>117</sup>. Coerentemente con tale quadro normativo, la Banca d'Italia ha ricevuto dalla Parmalat comunicazione delle emissioni di obbligazioni, obbligazioni convertibili e *preference shares*, che essa intendeva emettere. In tali occasioni, tuttavia, la banca centrale non ha reputato di dover vietare tali operazioni, poiché esse non presentavano caratteristiche dissimili da altri prestiti obbligazionari già varati ed autorizzati<sup>118</sup>. Le capacità di intervento dell'organo di vigilanza si presentano, almeno in tale ambito, piuttosto limitate; va sottolineato come lo stesso controllo previsto dall'art.129 TUB non trovi previsioni analoghe in altri paesi dell'Unione Europea, tanto che, in relazione ad esso, è stato in passato avviato anche un procedimento di verifica della sua compatibilità con i principi del trattato, poi conclusosi in termini positivi.

La banca centrale, tuttavia, non dispone neppure delle competenze per intervenire nella successiva fase di negoziazione sul mercato secondario, poiché in tale ambito le banche prestano un servizio di intermediazione

---

<sup>115</sup> CAPRIGLIONE – Troiano, *Emissione di valori mobiliari*, in ALPA – CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico dell'Intermediazione Bancaria e Creditizia*, 1998, p.977 ss.

<sup>116</sup> Istruzioni di vigilanza, Titolo IX, capitolo 1, p.1.

<sup>117</sup> MARCHETTI, *le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria creditizia*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, 1994, I, p. 487.

<sup>118</sup> Dalla testimonianza del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio, dinanzi ... risulta che solo nel 2003 l'autorità ha vietato il compimento di 58 emissioni di corporate bond, “perché recavano rendimenti indicizzati ai corsi delle azioni in Thailandia o ad altri parametri inusuali”.

mobiliare in senso stretto ed il controllo sul loro operato è affidato alla Consob<sup>119</sup>.

Il secondo aspetto che necessita di essere preso in considerazione non attiene in modo specifico al tema delle emissioni obbligazionarie, ma alla possibilità che le banche e, di conseguenza l'autorità di controllo ad esse preposta, si accorgessero della effettiva situazione economico finanziaria della Parmalat. Si è sopra rilevato come i rapporti di tutte le banche coinvolte con il gruppo in questione si presentassero – per così dire – normali: il credito concesso non era di molto maggiore rispetto a quello accordato ad altri grandi gruppi italiani, nei rapporti correnti non si rilevavano insoluti, l'ingente liquidità era imputata alla sua struttura di multinazionale.

La banca centrale ha, tuttavia, a propria disposizione una visione, che potrebbe essere definita di sistema, per mezzo della Centrale dei Rischi<sup>120</sup>. Essa nasce da un accordo tra le banche e le autorità creditizie, in base al quale ogni banca comunica ad un archivio centrale l'esposizione di tutti i nominativi al di sopra di certe soglie ed ogni banca che partecipa ha diritto a ricevere informazioni sugli affidamenti delle altre banche per quello stesso nominativo.

Al diffondersi della notizia che l'indebitamento complessivo della Parmalat ammonta a oltre 14,3 mld€ si sollevano accuse contro la Banca d'Italia, che in base ai dati della Centrale avrebbe potuto e dovuto accorgersi della situazione di crisi latente. Tali affermazioni sono, tuttavia, smentite con valide argomentazioni da parte del Governatore Fazio, il quale specifica che l'esposizione registrata dalla Centrale è strettamente correlata al tipo di debito.

Essa, infatti, registra solo i prestiti erogati dalle banche italiane e dagli altri intermediari vigilati (cioè filiali di banche estere in Italia e le filiali di

---

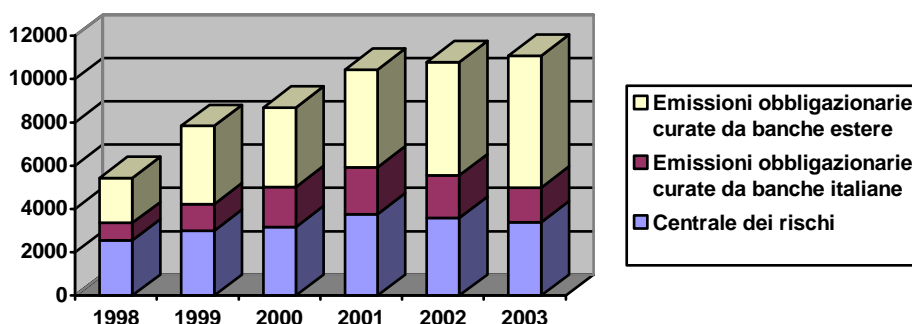
<sup>119</sup> Si ripropone in tale ambito la stessa distinzione di ruolo che è stata rilevata nell'ambito dello scandalo Cirio. I poteri di intervento della Banca d'Italia sugli istituti di credito sono esclusivi per quanto concerne lo svolgimento dell'attività bancaria tipica; nel caso invece della prestazione di servizi di investimento opera la ripartizione delle competenze per finalità, restando affidato alla banca centrale il perseguimento della stabilità dei soggetti vigilati e alla Consob in poteri in tema di trasparenza e correttezza dei comportamenti, artt. 5 e ss TUF.

<sup>120</sup> La questione è stata sollevata dal Presidente della Consob, Lamberto Cardia, in un'intervista pubblicata da Il sole 24ore del 23 dicembre 2003, in cui afferma: *“Sono convinto che se avessimo avuto accesso alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia, avremmo potuto muoverci prima e, molto probabilmente, avremmo potuto scoprire in anticipo il caso Parmalat”*.

banche italiane all'estero) e ciò non le consente di ricostruire l'indebitamento complessivo di gruppi, come quello Parmalat, che fanno ricorso a mercato estero. Inoltre, dai dati disponibili, non era possibile individuare alcuna anomalia: nell'arco dell'ultimo triennio i prestiti delle banche vigilate avevano oscillato tra i 3.100 ed i 3.800 mln€, cui vanno ad aggiungersi titoli di società del gruppo in portafoglio per 250 mln€ e 66mln€ in possesso di fondi comuni; nessuna delle banche italiane coinvolte, tuttavia, superava nei confronti della Parmalat il limite del 25% del patrimonio (la media era del 2-2,5%, con esposizioni massime dell'8-9% per qualche banca), né aveva lamentato alcun incaglio o sofferenza di tali debiti.

In un'ottica puramente nazionale, dunque, i dati contenuti nella Centrale dei Rischi non avrebbero potuto fornire indizi della imminenza della crisi, soprattutto se si considera che essi davano visibilità al solo 21,5% dell'indebitamento complessivamente riconducibile al gruppo<sup>121</sup>.

Il grafico seguente riproduce l'andamento e la composizione dell'indebitamento del gruppo dal 1998 al 2003, evidenziando come i dati della Centrale dei Rischi riguardino una porzione assai limitata della situazione complessiva:



Di segno contrario all'opinione espressa dal Governatore è quella che si rinviene nelle pagine della relazione del consulente tecnico della procura di Milano: sin dal 1998 l'esposizione debitoria registrata dalla Centrale è superiore a quella espressa nei bilanci. Un semplice confronto tra le due fonti sarebbe

<sup>121</sup> A tale percentuale si giunge confrontando le esposizioni nei confronti di banche italiane, con quelle verso banche estere come sopra riportate, Ferri, *Una crisi invisibile alla centrale*, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

stato sufficiente, quantomeno, ad instillare qualche dubbio sulla attendibilità dei conti del gruppo<sup>122</sup>.

*b) Consob*

Passando ad analizzare il ruolo e le responsabilità della Consob, la questione si presenta, senza dubbio, maggiormente complessa, poiché detto organo è deputato al controllo sia delle società con azioni quotate in Borsa, sia degli intermediari finanziari sia delle società di revisione contabile.

Il D.L.vo 58/98 ha attribuito alla Commissione il controllo sui soggetti che emettono strumenti finanziari sui mercati regolamentati italiani “avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all’efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”<sup>123</sup>. La realizzazione di tali obiettivi è perseguita in primo luogo assicurando al pubblico dei risparmiatori una corretta e costante informazione sui fatti dell’impresa sociale, non solo in merito alla situazione economica e finanziaria, ma anche con riguardo alla proprietà, agli assetti di potere e alla gestione della stessa<sup>124</sup>.

Alla Consob è riconosciuto il potere di richiedere ai soggetti vigilati la comunicazione di informazioni al pubblico (art.114) e di verificare la correttezza di tali informazioni attraverso la richiesta di notizie e documenti agli organi sociali o il compimento di ispezioni (art.115).

Al verificarsi della crisi del gruppo di Collecchio, la Consob è stata additata come uno dei responsabili, non essendo risultata in grado di svolgere efficacemente i propri compiti istituzionali. A tali accuse, tuttavia, il presidente della Commissione Cardia ha risposto elencando la costanza e la puntualità degli interventi dell’autorità a partire dai primi mesi del 2003. A seguito del ritiro della emissione obbligazionaria annunciata nel febbraio 2003, la situazione del gruppo è stata posta sotto osservazione e la Consob, esercitando il poter attribuitole dal già citato articolo 144 TUF, ha richiesto alla società di

---

<sup>122</sup> MONTI, *Una fabbrica di bilanci falsi*, Il sole 14ore, 21/7/2004.

<sup>123</sup> Art. 91 TUF.

<sup>124</sup> NTUK, *Informazione societaria, La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, 1999, p. 77.

comunicare al mercato informazioni in proposito, data l'influenza che tale evento aveva determinato sul corso dei titoli. In marzo l'autorità ha inoltre proceduto a richiedere delucidazioni su alcune delle poste iscritte in bilancio, ricevendo dalla società spiegazioni plausibili<sup>125</sup>. Il controllo sulla società non si è, tuttavia, arrestato; a seguito della riunione del Cidr tenutasi in data 8 luglio, nel corso della quale erano state evidenziate le peculiarità delle emissioni di corporate bonds da parte delle imprese italiane<sup>126</sup>, esso è stato intensificato: non solo la Consob ha effettuato accertamenti non solo nei confronti del consiglio di amministrazione, ma anche del collegio sindacale e delle due società che si occupavano della revisione dei conti (come noto si trattava di Deloitte & Touche e Grant Thornton)<sup>127</sup>.

Dopo la scoperta della falsità del documento di BoA che attestava l'esistenza del conto da 3,95 mln€ la Consob ha effettuato anche richieste di informazioni nei confronti di autorità straniere (la Sec e la Fsa) e ha impugnato il bilancio Parmalat 2002<sup>128</sup>.

Complessivamente da febbraio 2003 la Consob ha compiuto ben 75 atti di intervento, che tuttavia non sono riusciti a prevenire, né ad identificare per tempo quanto stava accadendo.

Valgono anche in merito all'operato della Consob i rilievi svolti in merito agli altri soggetti coinvolti: la complessiva efficacia del controllo su di una società

---

<sup>125</sup> D'altro canto né il collegio sindacale, né i certificatori avevano effettuato rilievi in merito.

<sup>126</sup> In tale occasione si era fatto specifico riferimento alla situazione dei bond Cirio, le cui problematiche, tuttavia, potevano considerarsi riferibili all'intero mercato dei corporate bond italiani.

<sup>127</sup> In base al disposto dell'articolo 115 *"la Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, può anche in via generale: [...] b) assumere notizie dagli amministratori dai sindaci, dalle società di revisione [...]"*

<sup>128</sup> Il potere di impugnazione è riconosciuto alla Consob dall'articolo 157 comma 2, che recita: *"La Consob può esercitare in ogni caso le azioni previste dal comma 1 (impugnazione della delibera dell'assemblea che approva il bilancio d'esercizio per mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano la redazione; richiesta al tribunale di accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano la redazione) entro 6 mesi dalla data di deposito del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato presso l'ufficio del registro delle imprese"*.

quotata dipende dal corretto funzionamento dei singoli organi a ciò preposti. In una situazione in cui la “frode” è alla base, diventa più arduo il ruolo di quei soggetti che, come la Consob, svolgono il proprio compito in parte affidandosi alle risultanze dei controlli effettuati da altri. La Commissione, infatti, si attiva di regola sulla base delle segnalazioni di sindaci e revisori: nel caso, ad esempio della valutazione dei bilanci, in presenza del silenzio del collegio sindacale e di una certificazione priva di rilievi, il suo controllo non potrebbe spingersi a valutare *ex novo* le singole poste. Tale affermazione, però, non deve condurre ad esimere l'autorità da ogni colpa; deve, piuttosto, indurre ad una seria riflessione sugli aspetti che eventualmente possano essere oggetto di modifica.

Una delle questioni che più aspramente è stata dibattuta è quella dell'accesso della Consob ai dati della Centrale dei Rischi: l'accordo attualmente esistente tra la Banca d'Italia ( che, come noto, gestisce l'archivio) e la Consob non consente a quest'ultima l'accesso diretto alle informazioni in essa contenute<sup>129</sup>. Pur avendo constatato come nel caso Parmalat i soli dati della Centrale non avrebbero necessariamente condotto ad interventi efficaci, essi, uniti a quelli derivanti dai bilanci, avrebbero potuto costituire un campanello d'allarme su quanto stava accadendo. Pertanto, uno scambio di informazioni tra le autorità deputate al controllo, svincolato da formalità burocratiche, che come solo risultato produca l'allungamento dei tempi, sarebbe senza dubbio auspicabile.

Altro aspetto che si è rivelato carente è quello inerente all'esercizio dei poteri ispettivi: nel caso Parmalat, la Consob non ha disposto ispezioni nei confronti della società<sup>130</sup>; va, tuttavia, sottolineato che nel corso di un'ispezione finalizzata al prelievo della documentazione e alla sua verifica, la normativa attuale non consente all'autorità di pervenire direttamente in possesso delle carte, ma solo di richiedere che siano ad essa presentate<sup>131</sup>.

---

<sup>129</sup> La Consob ha, tuttavia, la possibilità di fare espressa richiesta alla Banca d'Italia di tali informazioni.

<sup>130</sup> Tale mancanza è stata giustificata dal Presidente Cardia con la volontà di non “infastidire” la società, interferendo nella sua attività e turbando i mercati, Audizione, p. 37.

<sup>131</sup> L'esiguità di tale potere appare ancora maggiore in rapporto a quelli riconosciuti ad analoghe autorità straniere che hanno la facoltà di effettuare richieste e disporre ispezioni nei confronti di chiunque, di richiedere perquisizioni o sequestri, richiedere l'accompagnamento coattivo di chi non collabora con le richieste presentate, audizione, p. 21.



In merito al diverso problema del collocamento delle obbligazioni presso i privati investitori, si è in precedenza rilevato come il controllo sul rispetto delle regole di trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento spetti in base alle disposizioni del Tuf alla stessa Consob; i controlli, che tuttavia essa può effettuare in merito non possono sicuramente spingersi alla revisione delle operazioni concretamente effettuate presso il singolo sportello (cosa che al limite potrebbe essere effettuata solo *ex post*). Ciò che l'autorità può fare è verificare che il singolo intermediario (selezionato mediante metodi di campionamento) abbia una organizzazione interna in grado di garantire il rispetto delle regole di trasparenza e la riduzione dei conflitti di interesse.

## **5. Alcune riflessioni**

La prima e inevitabile constatazione che in merito alla vicenda Parmalat può essere effettuata attiene alla inefficacia dei controlli, di tutti i controlli. A ben guardare almeno dodici presidi sono stati scavalcati: il consiglio di amministrazione e in esso il comitato di *audit*, il collegio sindacale, i revisori, gli analisti, le società di rating, le banche finanziatrici, le banche che hanno organizzato le emissioni obbligazionarie, la stampa specializzata, la Borsa Italiana, la Banca d'Italia e la Consob<sup>132</sup>. E cosa ancor più grave, il raggio si è perpetrato per oltre 10 anni.

Le ragioni del crack del gruppo di Collecchio possono senza dubbio rinvenirsi in carenze e difetti normativi, pur se un ruolo di primo piano è stato frequentemente assegnato anche alla struttura del capitalismo italiano, di base familiare, che fa del proprietario il *dominus* assoluto dell'impresa, anche quando assume dimensioni rilevanti come nella Parmalat.

Tale considerazione evidenzia come il caso italiano sia fondamentalmente diverso da quello americano che ha coinvolto la Enron: *“lì un'impresa che aveva cavalcato in modo dissennato la bolla speculativa aveva creato una rete estesa di complicità basate sulla avidità dei manager e sui conflitti di interesse di revisori, analisti e banche di investimento, ma passando attraverso alcune maglie larghe della*

---

<sup>132</sup> ONADO, *Un'autentica truffa all'italiana*, 10-3-2004, disponibile su [www.eurozine.com](http://www.eurozine.com).

*normativa; qui, invece si è trattato di una truffa pura e semplice realizzata da una cerchia ristretta di truffatori e una, presumibilmente, non larghissima cerchia di complici, attornati da controllori che hanno rinunciato a svolgere fino in fondo il loro compito*<sup>133</sup>.

Pertanto nel proporre le riforme necessarie ad evitare il ripetersi di fatti analoghi, è senza dubbio opportuno valutare le esperienze estere, senza però dimenticare le peculiarità dell'imprenditoria e del mercato finanziario italiani. I problemi del capitalismo italiano messi in evidenza dallo scandalo Parmalat sono diversi da quelli del capitalismo americano, ma lo spirito della risposta dovrebbe essere lo stesso: è necessario un cambiamento che senza dubbio passi attraverso una riforma della normativa in materia di risparmio, ma anche attraverso innovazioni organizzative delle imprese ed una nuova "etica pubblica e degli affari"<sup>134</sup>.

Sebbene, infatti, nessuna riforma sia in grado di eliminare la frode e la cattiva gestione, un rafforzamento delle regole e delle istituzioni volte ad arginare tali fenomeni appare inevitabile<sup>135</sup>.

### ***5.1. I controlli interni.***

Come sopra accennato, il caso in esame è stato caratterizzato da una serie di disfunzioni e collusioni nell'intero sistema dei controlli: ciascun soggetto è stato condizionato nello svolgimento delle proprie funzioni da quanto fatto da chi, prima di lui, ha operato un controllo. Percorrendo dunque a ritroso l'iter dei presidi, la causa prima si rinviene nella gestione fraudolenta della società e nell'assenza di controlli veramente efficaci al proprio interno.

La vulnerabilità dei controlli sopra menzionati danneggia direttamente il risparmio, la cui tutela è affidata sì al corretto ed efficiente funzionamento del mercato finanziario, ma anche alla trasparenza dei conti delle società, garantita dai controlli interni sulla gestione e dalla sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria. Vengono allora in rilievo le

---

<sup>133</sup> ONADO, *op.cit.*

<sup>134</sup> GAMBINI, Relatore X Commissione della Camera dei Deputati, Interventi per la Tutela del Risparmio. C. 4639 Fassino e C.4705 Governo, Seduta del 4-3-2004.

<sup>135</sup> IMF Report, *Global Financial Markets Developments*, 2004, p.48.

questioni relative alla composizione, funzione, poteri e relazioni tra gli organi di amministrazione e di controllo delle società, nonché la struttura dei gruppi, la creazione di controllate o collegate in centri off-shore e la regolamentazione delle cc.dd. “operazioni con parti correlate”.

- *Il consiglio di amministrazione*

Il primo fondamentale presupposto per il corretto funzionamento del mercato finanziario e per un tempestivo intervento da parte delle autorità di vigilanza è rappresentato dalla presenza di un consiglio di amministrazione composto in parte da membri indipendenti, che - fermo restando il principio maggioritario - garantisca anche a chi partecipa all'impresa in misura minoritaria adeguate tutele. Le norme contenute nel codice civile, nel D.L.vo 58/98 e il più recente codice di autodisciplina per le società quotate avrebbero dovuto impedire condotte illecite. Il modello di *corporate governance* disegnato da questo complesso reticolo di norme affida, infatti, al consiglio di amministrazione il “compito di vigilare sul generale andamento della gestione con particolare attenzione alle situazioni di conflitto di interesse<sup>136</sup>” e di “verificare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo ed amministrativo generale della società<sup>137</sup>”. Secondo il codice Preda il consiglio deve prevedere la presenza di amministratori non esecutivi, che per numero ed autorevolezza siano tali a garantire che il loro giudizio possa avere un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari<sup>138</sup>. Tra gli amministratori non esecutivi, inoltre, un adeguato numero deve essere indipendente, privi cioè di propri interessi nella società<sup>139</sup>, la cui funzione è quella di far sì che l'interesse perseguito dagli

---

<sup>136</sup> Codice di Autodisciplina, luglio 2002, n.1.2 lett. d.

<sup>137</sup> Codice di autodisciplina, luglio 2002, n.1.2 lett.e.

<sup>138</sup> Codice di autodisciplina, luglio 2002, n. 2.1

<sup>139</sup> Per indipendenti, secondo il Codice di Autodisciplina al punto 3.1., si intende che:  
a) non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto, relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionarne l'autonomia di giudizio;

amministratori con funzioni esecutive sia “allineato” con quello degli azionisti. A tal fine il codice Preda prevede che tali soggetti facciano parte del comitato per il controllo interno, provvisto di funzioni consultive e propositive in merito all’operato degli amministratori<sup>140</sup>. L’adozione di tali regole non è obbligatoria per le società, trattandosi di un modello di *best practices* che esse possono spontaneamente adottare o comunque adattare alle caratteristiche della propria struttura. Se si analizza il modello di corporate governance adottato da Parmalat ci si può facilmente rendere conto del fatto che proprio all’interno degli organi che avrebbero dovuto controllare l’operato degli amministratori erano presenti proprio i principali artefici delle complesse operazioni di finanza creativa. Se si considera che l’audit committee annoverava tra i propri membri lo stesso Fausto Tonna, risulta difficile stupirsi del perché l’organo deputato alla verifica del rispetto delle procedure interne operative ed amministrative al fine di “identificare nei limiti del possibile rischi di natura finanziaria ed operativa e frodi a danno della società<sup>141</sup>” non abbia adeguatamente svolto il proprio compito.

A ciò deve aggiungersi che in Parmalat non era operata la separazione dei ruoli di amministratore delegato e presidente e che, nel collegio sindacale, non era presente un sindaco eletto dalle minoranze.

Sarebbe allora auspicabile l’introduzione di più stringenti meccanismi di informazione da parte delle imprese sull’attuazione dell’autodisciplina in modo da consentire alle autorità di vigilanza oltre che agli investitori la effettiva adesione ai principi all’interno di esso contenuti. A tal fine si registrano proposte volte ad imporre alla società una relazione sulla sua struttura

---

b) non sono titolari, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo o un’influenza notevole sulla società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa;

c) non sono stretti familiari di amministratori esecutivi della società o di soggetti che si trovino nelle situazioni indicate alle precedenti lettere a) e b)

<sup>140</sup> Tra le funzioni esplicitamente affidate al comitato, cui partecipa anche il presidente del collegio sindacale, si rinviene la valutazione dell’adeguatezza dei principi contabili utilizzati (10.2 lett.c), la valutazione delle proposte formulate dalla società di revisione per ottenere l’affidamento dell’incarico (10.2 lett.d).

<sup>141</sup> Informativa sul sistema di *corporate governance* ai sensi della sez IA.2.12 delle istruzioni al regolamento di Borsa Italiana Spa, 29 marzo 2002.

interna<sup>142</sup> o la individuazione di soggetti esterni chiamati a valutare nello specifico l'attuazione dei principi, nonché suggerimenti finalizzati a rendere obbligatorie alcune delle previsioni del Codice oggi non vincolanti (la separazione tra presidente e amministratore delegato, la presenza di amministratori indipendenti, etc.)<sup>143</sup>.

*- Il collegio sindacale*

Ulteriore strumento di controllo del corretto funzionamento di una società è rappresentato dal collegio sindacale, che nelle società quotate in borsa ha il compito di verificare l'adeguatezza della struttura organizzativa della società e l'adeguatezza delle disposizioni impartite alle società controllate al fine dell'osservanza delle discipline in tema di comunicazioni al pubblico (art.154Tuf). Data la rilevanza delle funzioni spettanti a tale organo sarebbe auspicabile un rafforzamento delle garanzie di indipendenza dei suoi membri, la creazione di un organo chiamato a verificare la qualità del suo operato nonché le predisposizioni di strumenti che rendano più efficace il ruolo dei membri nominati dalle minoranze; a tale proposito, infatti, il caso Parmalat ha evidenziato come sul piano statutario, il quorum del 3% del capitale sociale previsto per l'elezione dei sindaci aveva reso sostanzialmente difficile l'accesso alla carica da parte di candidati delle minoranze.

*- I gruppi, le operazioni con parti correlate, gli insediamenti off-shore.*

Altro aspetto evidenziato dallo scandalo finanziario in esame è rappresentato dalla diffusione del fenomeno dei gruppi di società: la complessa rete di rapporti che ne deriva non può di per sé considerarsi patologica, tuttavia, essa può offrire spazio all'abuso nel caso in cui esista la volontà di occultare situazioni negative e procurarsi vantaggi indebiti da parte dei soggetti che ne hanno il controllo. Una simile situazione, inoltre, agevola il compimento di operazioni in conflitto d'interesse fra imprese sottoposte a comune controllo da parte dei soggetti controllanti, poiché in tale ambito "l'incentivo

---

<sup>142</sup> Audizione dei rappresentanti dell'Associazione Italiana dei Revisori Contabili (Assirevi), 16-2-2004; Audizione del Professor Marco Onado, 17-2-2004.

<sup>143</sup> Audizione dei rappresentanti della Borsa Italiana Spa, 10-2-2004; audizione dei rappresentanti dell'ABI, 5-2-2004.

all'appropriazione dei cosiddetti benefici privati da parte degli azionisti di controllo è da ritenersi ineliminabile, poiché dette operazioni creano possibilità di guadagni personali superiori alle perdite che il soggetto subisce dalla riduzione di valore inflitto alla società”<sup>144</sup>. Un simile rischio è, inoltre, acuito dalla possibilità che le società collegate o controllate siano dislocate in centri off-shore, caratterizzati da una normativa meno stringente rispetto a quella vigente nel nostro paese, agevolando in tal modo l’elusione delle regole di trasparenza poste a garanzia degli investitori e del corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Simili problematiche non possono essere affrontate se non prevedendo obblighi informativi di portata più estesa; in particolare l’opacità dei centri off-shore può essere combattuta solo con la collaborazione dei soggetti internazionali; in prospettiva interna si potrebbe richiedere alle società che assumono tale struttura di fornire determinate informazioni quale presupposto necessario per il ricorso ad una simile struttura.

## ***5.2. I controlli esterni.***

Il controllo sulle imprese non è svolto esclusivamente da presidi endosocietari: ad essi si affiancano, infatti altre due categorie di soggetti, i revisori dei conti e le autorità di vigilanza

### *-Le società di revisione*

Si è già evidenziato come debbano essere accresciute le garanzie di indipendenza dei revisori, per evitare che essi siano espressione della maggioranza che ha ad essi affidato l’incarico. In attesa di conoscere l’esito delle indagini svolte dalla magistratura appare lecito chiedersi se, senza la connivenza dei certificatori del bilancio, ci si sarebbe potuti accorgere della reale situazione del gruppo prima del collasso. Le proposte avanzate da più parti ravvisano come indispensabile un incremento delle garanzie di indipendenza dei soggetti considerati ed una più netta individuazione delle competenze e, di conseguenza delle responsabilità in caso di più revisori per società appartenenti allo stesso gruppo. È stato inoltre suggerito un ampliamento degli strumenti esperibili a fronte di violazioni commesse dai

---

<sup>144</sup> Audizione del presidente della Consob, Cardia, seduta del 19-1-2004.

revisori analogo a quello previsto per i sindaci: attualmente le società di revisione rispondono in via contrattuale nei confronti della società che ha loro affidato l'incarico, in via extracontrattuale nei confronti dei terzi danneggiati; non è prevista, invece, un'azione di responsabilità da parte dei singoli soci o dei creditori sociali.

*- Autorità di vigilanza*

La vicenda Parmalat e prima ancora quella Cirio hanno, infine, dimostrato come sia indispensabile procedere ad un riordino della struttura istituzionale della vigilanza, che, nel nostro sistema, si presenta ibrida, in parte perché frutto di stratificazioni normative nate da esigenze contingenti.

Non può essere negato che nella ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia permangano alcune zone d'ombra così come farraginosi meccanismi burocratici che minano un'effettiva ed efficace collaborazione tra i due organi.

Pur se interventi di riforma appaiono irrinunciabili, è altrettanto necessario che essi siano il risultato di studi e valutazioni adeguatamente meditati ed approfonditi. Un ripensamento della struttura dei controlli non può nascere esclusivamente come reazione ad un fallimento, anche se grave come quello Parmalat, ma deve presupporre coerenti scelte politiche di sistema<sup>145</sup>.

Un modello di vigilanza tutorio, quale quello italiano del dopoguerra è oggi sostituito dal modello di mercato, nella forma del mercato regolamentato, che si fonda su una disciplina di diritto privato, integrata, nei casi in cui essa non sia sufficiente, da forma di vigilanza amministrativa di carattere prudenziale che dispongano sulla base della legge cautele per la solvibilità delle imprese. Di qui la nascita delle autorità indipendenti. Dopo un'iniziale spinta verso la creazione di un sistema di vigilanza sul modello americano o inglese, i propositi di riforma si sono diretti verso il perfezionamento del modello attuale, nella convinzione che una vigilanza per finalità sia la più idonea a prevenire i conflitti di interesse che possono determinarsi tra i differenti obiettivi. Nella scelta degli interventi da apportare devono essere tenuti in debita considerazione il processo evolutivo dei mercati e degli intermediari, tendenti rispettivamente alla internazionalizzazione e despecializzazione, ma

---

<sup>145</sup> Audizione del Professor Visentini dinanzi alle Commissioni riunite VI e X della Camera dei deputati e 6<sup>a</sup> e 10<sup>a</sup> del Senato, Seduta del 9/2/2004.

soprattutto le esigenze di tutela dei risparmiatori. In un paese dove per tradizione i controlli sulla stabilità hanno sempre avuto un'incidenza ed una credibilità maggiori rispetto a quelli di trasparenza, ciò richiede un rafforzamento del ruolo della Consob, alla quale andrebbero attribuiti maggiori poteri.