



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 2003*

ROMA, 31 MARZO 2004

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*  
Lamberto CARDIA

*Componenti*  
Enrico CERVONE  
Carla RABITTI BEDOGNI  
Paolo DI BENEDETTO

---

*Direttore Generale*  
Massimo TEZZON

---

---

*LE QUESTIONI IN CORSO E LE  
LINEE DI INDIRIZZO A FRONTE  
DELLE CRISI SOCIETARIE  
E DELL'EVOLUZIONE NORMATIVA  
A LIVELLO INTERNAZIONALE*

PAGINA BIANCA

**LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO A FRONTE DELLE CRISI SOCIETARIE  
E DELL'EVOLUZIONE NORMATIVA A LIVELLO INTERNAZIONALE**

I. **LE CRISI SOCIETARIE E LA FIDUCIA NEI MERCATI**

*Introduzione*

*Il caso Parmalat*

*Il caso Cirio*

*Gli altri casi di crisi societarie e i problemi delle società di calcio quotate*

*Gli altri casi critici di diffusione al pubblico di strumenti finanziari*

II. **L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE**

*Il contesto europeo*

*Le principali iniziative in corso in ambito Iosco*

III. **I PROBLEMI EMERSI E LE RISPOSTE ALLE CRISI NEL MUTATO  
SCENARIO INTERNAZIONALE**

*I problemi emersi e il nuovo contesto internazionale*

*L'adeguamento del quadro normativo*

*Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob*

PAGINA BIANCA

## I. LE CRISI SOCIETARIE E LA FIDUCIA NEI MERCATI

### *Introduzione*

La fiducia del mercato è stata profondamente scossa nel corso del 2003 da una serie di eventi legati ad alcune crisi societarie che, per la dimensione delle attività coinvolte e per la gravità delle patologie manifestate, non hanno precedenti nella storia recente del nostro paese. Sebbene casi di frodi finanziarie siano emerse anche negli anni passati, le crisi delle società Parmalat, Cirio e di alcune altre società quotate hanno rappresentato, con una scala di gravità collegata alla loro dimensione, casi che hanno interessato trasversalmente tutti i principali aspetti del funzionamento del mercato.

A differenza del passato, questi casi hanno coinvolto non solo il mercato azionario e quello del credito bancario, ma anche il mercato delle obbligazioni societarie che in Italia ha avuto consistente sviluppo solo negli ultimi anni. Ciò ha allargato i confini della crisi di fiducia al rapporto dei risparmiatori con gli intermediari finanziari che hanno partecipato al collocamento delle obbligazioni tra il pubblico, rapporto su cui hanno inciso negativamente anche altri episodi critici quali il collocamento di titoli di stato argentini e di prodotti finanziari strutturati in modo potenzialmente fuorviante delle scelte di investimento, come nel caso di prodotti “complessi” collocati da Banca 121.

Nonostante la natura pervasiva dei fenomeni di crisi – il più grave dei quali, Parmalat, dovuto a frodi internazionali – la stabilità complessiva dei mercati non ne ha risentito in misura sostanziale, rivelandosi contenuti gli effetti di contagio: l’impatto delle crisi societarie sul mercato azionario italiano è stato limitato fondamentalmente ai titoli interessati, con un parziale coinvolgimento, soprattutto in termini di volatilità, dei titoli delle banche maggiormente esposte. Per quanto riguarda il mercato delle obbligazioni societarie italiane, gli emittenti con elevato grado di affidabilità non hanno subito effetti significativi e generalizzati sui rendimenti, né in corso di anno sono stati ostacolati nei collocamenti anche di grandi dimensioni.

Più rilevanti potrebbero essere gli effetti di medio-lungo periodo sullo sviluppo dei mercati e sul finanziamento delle imprese, in particolare se si determinasse una generalizzata crisi di fiducia, con conseguente aumento del costo del capitale e una possibile riduzione della disponibilità di credito che danneggerebbe soprattutto le imprese di minori dimensioni e con più accentuate dinamiche di crescita. Alcuni segnali di difficoltà per queste categorie di imprese si stanno manifestando sia nel mercato obbligazionario sia in quello del credito bancario.

I problemi emersi non sono comunque limitati al mercato italiano, in quanto si sono presentati, pur con connotazioni diverse, in quasi tutti i principali paesi, e non sono interpretabili in un’ottica esclusivamente nazionale. I casi Parmalat e Cirio in particolare, così come quelli di molte altre grandi multinazionali, evidenziano una dimensione globale delle criticità, collegata alla scala internazionale

su cui operano sia gli emittenti, nella definizione delle loro strategie industriali ma soprattutto finanziarie, sia i soggetti che, in qualità di intermediari finanziari o di fornitori di servizi di verifica, consulenza o analisi delle informazioni, svolgono attività funzionali alla realizzazione di tali strategie e al funzionamento del mercato internazionale dei capitali.

In tutti i principali mercati si sono manifestati infatti fenomeni di crisi emblematici di una generalizzata inadeguatezza degli attuali impianti normativi e di funzionamento dei mercati a governare adeguatamente l'evoluzione dei comportamenti degli emittenti e dei meccanismi allocativi del risparmio, in un quadro di crescente globalizzazione delle strategie e di crescente importanza delle attività finanziarie. Tali difficoltà hanno coinvolto i diversi modelli di *corporate governance* delle società, che caratterizzano i vari modi attraverso i quali si articola la dialettica tra proprietà e controllo, e i diversi modelli di sistema finanziario, che caratterizzano le varie composizioni tra intermediari e mercati nell'allocazione del risparmio.

Le drammatiche crisi di società americane degli anni recenti hanno evidenziato le debolezze di modelli societari caratterizzati da ridotta concentrazione proprietaria e dalla predominanza di forme di controllo di natura manageriale in un contesto di forte orientamento al mercato sia per il finanziamento delle imprese che per gli investimenti del risparmio diffuso. Le crisi delle società dei paesi dell'Asia e dell'Europa continentale, tra cui quelle italiane, portano in evidenza le criticità di modelli che, pur fortemente differenziati, presentano caratteristiche analoghe in termini di ruolo determinante degli azionisti di controllo nella conduzione delle società e degli intermediari, soprattutto di natura bancaria, nella gestione dei flussi finanziari.

Le diversità strutturali che sottendono i vari modelli influenzano le modalità con le quali le crisi si manifestano, le specifiche patologie che emergono, le possibili misure concrete di riforma. Ciò che però appare comune è una generalizzata carenza nei meccanismi di controllo endogeni al sistema in presenza di fenomeni fraudolenti, carenza che si manifesta in particolare nel funzionamento dei servizi di filtro, verifica e valutazione delle informazioni che alcune categorie di soggetti sono tenute a fornire.

Si tratta di un particolare "fallimento" del mercato, che è stato definito *gatekeeper failure* (fallimento dei guardiani) in quanto coinvolge i "guardiani" del sistema di informazione societaria che agiscono a vari livelli e in varie fasi del rapporto tra imprese e mercati. Si tratta di soggetti che partecipano dall'interno alla vita societaria con funzioni di controllo sull'operato dei manager, come gli amministratori non esecutivi, gli amministratori indipendenti e, nel caso italiano, i sindaci o sulla qualità dell'informativa contabile, come i revisori; di soggetti esterni che valutano il merito di credito delle società, come le società di *rating*, che forniscono giudizi sulle loro prospettive economico-finanziarie anche su base comparativa, come gli analisti finanziari, che valutano la correttezza di specifiche operazioni, come le banche d'investimento e gli *sponsor*; di soggetti che forniscono servizi di gestione o di negoziazione per il pubblico, come gli *asset manager* e i *broker*, in Italia prevalentemente di natura bancaria o appartenenti a gruppi bancari.



In tale contesto, anche l'attività delle Autorità di vigilanza è resa più complessa e difficoltosa, a causa del venire meno dell'affidabilità dei controlli di primo livello e di quelli operati dal mercato, che sono un presupposto importante dell'efficacia dei controlli pubblici svolti dalle Autorità.

I compiti e le funzioni di tutte queste categorie di soggetti sono complementari, perché nessuno di essi dispone di un'informazione completa e ognuno dipende in qualche modo dalla qualità delle funzioni esercitate dagli altri. Si tratta quindi di un "sistema" di controlli che, nell'articolazione delle funzioni e delle responsabilità, è volto a garantire l'obiettivo di una qualità adeguata dell'informativa societaria.

La pluralità di soggetti coinvolti nelle funzioni di controllo dovrebbe favorire l'emergere di segnali di allerta; d'altra parte la loro complementarità comporta il rischio che il "fallimento" di una di queste funzioni possa compromettere l'efficacia delle altre, soprattutto se il fallimento avviene in una delle funzioni fondamentali per la creazione dell'informativa societaria, come nel caso della funzione di revisione dell'informativa contabile.

L'efficacia del sistema dei controlli è inoltre condizionata dalla natura dei soggetti coinvolti: caratteristiche comuni a tali soggetti sono infatti quelle, da un lato, di essere soggetti privati la cui attività di controllo è remunerata dagli stessi soggetti sottoposti al controllo e di essere esposti a rilevanti conflitti di interessi; dall'altro, di basare la loro capacità competitiva, oltre che sull'efficienza dei servizi forniti e sulla concorrenzialità delle condizioni, sul loro cosiddetto capitale reputazionale, che dipende dal riconoscimento da parte del mercato dell'affidabilità delle loro funzioni primarie di controllo.

Esiste quindi un'intrinseca tensione tra i vincoli che possono condizionare l'efficacia delle funzioni endogene di controllo e la funzione disciplinatrice esercitata dalla attenzione al loro capitale reputazionale. È compito del quadro normativo e regolamentare e dell'azione di vigilanza orientare tale tensione verso il bene pubblico "tutela del risparmio" attraverso un'informazione affidabile e completa, intervenendo, laddove necessario, sul sistema degli incentivi cui rispondono i diversi soggetti.

Il sistema di incentivi muta però in conseguenza dell'evoluzione delle strutture e delle condizioni competitive del mercato e in alcune fasi il mutamento può essere tale da alterare in profondità gli equilibri e le compatibilità fino ad allora prevalenti. Anche il quadro normativo e regolamentare e l'attività di vigilanza devono quindi essere costantemente adeguati per rispondere efficacemente all'evoluzione del contesto di riferimento.

I casi di crisi che si sono verificati in quest'ultimo anno in Italia rappresentano un chiaro segnale della presenza di rilevanti debolezze nel sistema degli incentivi e di una inefficace relazione con il quadro normativo e regolamentare. In tale contesto anche l'attività di vigilanza può risultare inefficace soprattutto perché su di essa gravano limiti derivanti da contraddizioni preesistenti nell'architettura giuridico – normativa delle funzioni e nell'attribuzione delle competenze, nonché

dalla più volte segnalata debolezza di alcuni strumenti di indagine e degli esistenti presidi sanzionatori.

Si rende pertanto necessario un rafforzamento dell'impianto regolamentare e dell'attività di vigilanza che punti a restituire fiducia al mercato. Ciò richiede un complesso di interventi che incidano sulla definizione delle regole e degli *standard* di comportamento, che consentano l'adozione di procedure adeguate di sorveglianza e la realizzazione di efficaci attività di *enforcement*. Occorre anche un'attività di *investor education* tale da elevare il grado di consapevolezza dei risparmiatori nelle scelte d'investimento.

Considerata la natura globale delle criticità che le varie crisi hanno manifestato, appare sempre più importante favorire una convergenza a livello internazionale delle strategie di intervento. Questo è vero soprattutto a livello europeo, nella prospettiva di realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari, ma anche nel quadro di una più generale cooperazione e collaborazione internazionale su base bilaterale e negli organismi di coordinamento multilaterale.

Alcuni dei principali problemi che si sono manifestati nelle crisi italiane, comuni peraltro alle crisi di società di molti altri paesi, richiedono un approccio sovranazionale sia perché le normative nazionali non dispongono di adeguati strumenti di *enforcement*, sia per evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare.

La crescente complessità del funzionamento del mercato e dell'articolazione delle funzioni, se da un lato rappresenta un elemento che rende più difficile la funzione regolatrice e di vigilanza, dall'altro genera una sempre maggiore capacità di analizzare e interpretare le informazioni presenti sul mercato e conseguentemente di produrre "segnali" che possano indicare tempestivamente i prodromi di fenomeni di crisi. In tale quadro, le Autorità di vigilanza sono chiamate a uno sforzo eccezionale, non solo e non tanto per fronteggiare le crisi manifestatesi, quanto per individuare con tempestività i segnali che il mercato produce, spesso in maniera non coerente e univoca, al fine di rilevare tempestivamente l'emergere dei problemi e farvi fronte con gli interventi necessari per garantire la completezza e la simmetria informativa. Le crisi recenti possono insegnare molto in questo senso e la Consob, pur nella convinzione dell'esigenza di urgenti interventi riformatori di più ampio respiro, ritiene necessario affinare la strategia di vigilanza e la capacità di "ascoltare il mercato".

Per implementare tale strategia sono però necessarie risorse e strumenti gestionali e organizzativi adeguati. La flessibilità, lo sviluppo delle professionalità, la capacità di adattamento al nuovo sono condizioni per poter svolgere con efficacia i propri compiti istituzionali in un contesto, quale quello dei mercati finanziari, caratterizzato da innovazione continua e dalla naturale tendenza a superare i confini tradizionali delle attività di intermediazione e di fornitura di servizi finanziari.

Ancor più e ancor prima necessitano, però, tempestivi e adeguati interventi legislativi che, similmente a quanto attuato negli Usa con l'emanazione del *Sarbanes Oxley Act*, dimostrino a tutti e

in particolare a quanti operano nei mercati, l'intendimento univoco, forte e chiaro di voler ricercare e adottare ogni possibile intervento al fine di impedire il ripetersi di vicende produttive di danni, specie per gli investitori, e tali da scuotere la fiducia nel sistema.

Tali interventi – unitamente alla riforma del diritto societario e al suo coordinamento con la disciplina del Tuf, nonché al recepimento delle direttive comunitarie, la prima delle quali (sugli abusi di mercato) deve essere attuata entro il prossimo mese di ottobre e le altre non oltre il biennio successivo – potranno fornire a coloro che operano, a vario titolo, nei mercati, gli strumenti necessari per evitare il ripetersi di gravissime crisi societarie. Nel fare ciò occorre in particolare porre fine alle esistenti e più volte segnalate lacune, alcune delle quali di rilevante pericolosità, riguardanti in special modo l'area dei conflitti di interessi all'interno delle società e delle funzioni di controllo esterno, nonché quelle concernenti l'attività degli analisti finanziari, senza tralasciare di segnalare la modesta efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori e i limiti dei poteri ispettivi e di acquisizione tempestiva di dati e notizie di cui attualmente è dotata la Consob.

In tale contesto, la Consob ha più volte segnalato l'esigenza di un rilevante potenziamento delle risorse disponibili, sia finanziarie che umane, per poter far fronte alla crescente complessità dei fenomeni, alle conseguenti maggiori esigenze di tutela degli investitori e ai compiti aggiuntivi che alla Consob stessa attribuiscono le innovazioni nelle regole, soprattutto in conseguenza della legislazione comunitaria e delle altre iniziative di coordinamento internazionali, prima tra tutte la Iosco.

### ***Il caso Parmalat***

Il caso Parmalat ha rappresentato, per entità del gruppo, volume di risparmio colpito, numero e dimensione internazionale dei soggetti coinvolti, la crisi societaria più rilevante che ha colpito il mercato italiano da molti anni a oggi.

*Parmalat Finanziaria spa, la holding del gruppo quotata, è una società controllata per il 51 per cento dalla famiglia Tanzi. Il gruppo Parmalat, attivo essenzialmente nel settore alimentare, opera in 30 Paesi, attraverso un sistema di circa 250 controllate. Esso impiega oltre 36.000 dipendenti in tutto il mondo.*

*La capitalizzazione di borsa di Parmalat Finanziaria era, al 30 settembre 2003, di circa 2.187 milioni di euro, pari allo 0,5 per cento del totale della capitalizzazione del mercato; il titolo Parmalat era presente nell'indice delle blue-chip (Mib30), dove era stato inserito a partire dal gennaio 2003 dopo averne già fatto parte dal 1994 al 1999. Al momento della sospensione dalle quotazioni, avvenuta in data 23 dicembre 2003, la capitalizzazione del titolo Parmalat era scesa a circa 90 milioni di euro, perdendo quindi il 96 per cento del proprio valore.*

*Il fatturato consolidato del gruppo era, in base all'ultimo bilancio "ufficiale" del 2002, pari a 7,6 miliardi di euro e, nei primi 9 mesi del 2003, pari a 5,4 miliardi di euro. (Tali valori sono stati successivamente "corretti" da un rapporto della PricewaterhouseCoopers – società di revisione incaricata*

dal nuovo management del gruppo – rispettivamente in 6,2 e 4,2 miliardi di euro, dopo aver realizzato aggiustamenti relativi a voci di bilancio non veritiere o inesistenti).

*L'indebitamento e la liquidità, pari rispettivamente a 2,5 miliardi di euro e 1,5 miliardi di euro a fine 1997, sono saliti rispettivamente a 6 e 3,7 miliardi di euro a fine settembre 2003. L'indebitamento finanziario netto non risultava, di conseguenza, particolarmente elevato: nel periodo 1997-2003 esso è variato infatti tra 1 e 2,8 miliardi di euro.*

La struttura finanziaria della società e del gruppo si presentava quindi – sulla base delle evidenze risultanti dai bilanci – caratterizzata sia da un elevato indebitamento sia da un elevato livello di liquidità. Gli eventi successivi hanno poi mostrato come tali valori non fossero veritieri, a causa della presenza di pesanti falsificazioni della documentazione e dei dati contabili. Una parte consistente dei debiti finanziari era inoltre rappresentata da prestiti obbligazionari; si trattava di 27 emissioni di cui solo tre quotate in Italia e per le quali è stato quindi presentato un prospetto.

*Il citato rapporto della PricewaterhouseCoopers ha riscontrato, a fine settembre 2003, a fronte di un ammontare di liquidità "trascurabile", un indebitamento finanziario consolidato pari a 14,5 miliardi di euro; l'indebitamento finanziario netto "effettivo" (debiti finanziari meno attività finanziarie) risultava pertanto pari a circa 14 miliardi di euro, rispetto ai circa 2,3 miliardi di euro evidenziati nella trimestrale del gruppo al 30 settembre 2003. In tale ambito, l'indebitamento costituito da prestiti obbligazionari emessi dal gruppo ammontava, a fine settembre 2003, a circa 7,7 miliardi di euro, al terzo posto per volume di emissioni tra i gruppi quotati italiani. L'indebitamento obbligazionario risultante dai dati trimestrali consolidati del gruppo Parmalat, al 30 settembre 2003, era invece nettamente inferiore, e pari a circa 4 miliardi di euro. Anche con riferimento all'indebitamento bancario sono emerse notevoli differenze tra i dati effettivi e quelli riportati nei bilanci di Parmalat: al 30 settembre 2003, dopo gli aggiustamenti relativi a voci inesistenti o false, il "reale" indebitamento bancario consolidato di Parmalat è risultato pari a circa 6,8 miliardi di euro, rispetto ai 2 miliardi di euro riportati nella relazione trimestrale.*

L'andamento del titolo Parmalat Finanziaria negli anni precedenti la crisi, così come in concomitanza della stessa, non mostrava tendenze anomale significative, né in termini di riduzione del prezzo né in termini di incremento della volatilità del titolo, se non in alcuni giorni del febbraio 2003 e nella fase finale, ai primi di dicembre 2003, quando l'insolvenza del gruppo è emersa in tutta la sua gravità in conseguenza della costante pressione della Consob.

*Considerando il triennio compreso tra l'inizio del 2000 e la fine del 2003, una variazione significativa si era verificata a partire dal maggio 2002 quando, nell'arco di 6 mesi, il titolo Parmalat subiva un calo di oltre il 30 per cento, passando da 3,9 euro a 2,5 euro, perdendo quindi i guadagni accumulati nei 2 anni precedenti. Nello stesso periodo, l'indice Mibtel perdeva circa il 19 per cento. Successivamente, soprattutto a seguito della reazione negativa del mercato alla decisione del gruppo di emettere un bond convertibile, destinato a investitori istituzionali, di importo compreso tra 300 e 500 milioni di euro, il prezzo scendeva a 1,3 euro a metà marzo 2003, perdendo un ulteriore 48 per cento, a fronte di un ribasso del Mibtel del 18 per cento. Tale riduzione, pur molto rilevante nella sua entità, è stata tuttavia solo temporanea in quanto, dopo un incontro del management del gruppo con gli analisti finanziari, il mercato ha reagito positivamente alle notizie fornite sui piani di sviluppo e sulla gestione finanziaria, e il titolo è risalito sino a raggiungere circa 3*

euro nell'agosto 2003, mostrando un andamento largamente più positivo rispetto a quello del Mibtel (+130 per cento rispetto a +22 per cento).

*Nella fase più "acuta" della crisi gli effetti sul mercato azionario sono stati ovviamente molto pesanti per il titolo Parmalat Finanziaria, ma relativamente limitati per il resto del mercato: a fronte di un crollo del titolo Parmalat, che ha perso circa il 96 per cento del suo valore nel quarto trimestre 2003 fino al momento della sospensione dalle negoziazioni, sia l'indice generale di Borsa, sia il Mib30, sia l'indice settoriale dei titoli bancari – particolarmente sensibili all'evoluzione negativa degli eventi a causa della loro esposizione sul gruppo Parmalat – non hanno mostrato sensibili riduzioni nel quarto trimestre 2003 e nella fase più acuta della crisi Parmalat. Anche i prezzi dei titoli delle banche italiane più esposte sul titolo non hanno avuto sensibili riduzioni. Si è invece significativamente accresciuta la volatilità del mercato azionario e in particolare quella dei titoli bancari.*

Il titolo Parmalat godeva inoltre di un'ampia copertura sia negli studi degli analisti delle più importanti banche d'affari italiane ed estere, sia da parte delle società di rating. Gli studi hanno riportato valutazioni non negative sul titolo Parmalat fino al settembre 2003, con una sola eccezione. Con riguardo ai giudizi sul merito di credito, il gruppo Parmalat era "coperto" dall'agenzia di rating Standard&Poor's, che ha mantenuto un giudizio di titolo non speculativo (*investment grade*) fino al 9 dicembre 2003, annunciando una possibile revisione al ribasso solo nel novembre 2003.

*Per quanto concerne il primo aspetto, nel solo 2003 sono stati rilevati su Parmalat 90 studi da parte di 22 intermediari bancari. Nel corso dell'anno, i giudizi di Buy e di Hold sul titolo sono stati rispettivamente 41 e 29, costituendo complessivamente il 78 per cento del totale degli studi prodotti. I giudizi di Sell sono stati invece "solo" 14 (il 15 per cento del totale), 7 dei quali sono stati prodotti negli ultimi 2 mesi dell'anno, quando la crisi stava emergendo nella sua gravità, mentre per 6 studi non era fornita alcuna indicazione di giudizio. Inoltre, i giudizi di Sell nel 2003 provengono "solo" da 3 intermediari su 22 che coprivano il titolo, e solo 1 di essi aveva emesso un giudizio di Sell nel primo semestre del 2003. L'analisi dei downgrading e degli upgrading – cioè degli studi che hanno cambiato il loro giudizio nel corso del 2003 – conferma i risultati appena descritti: le variazioni al ribasso del giudizio sono state 11 (il 12 per cento del totale), mentre 77 studi (l'86 per cento) hanno mantenuto un giudizio inalterato, e 2 studi (prodotti nel primo semestre dell'anno) hanno migliorato il giudizio sul titolo Parmalat. È importante rilevare che anche negli ultimi 2 mesi del 2003 i giudizi di Buy e di Hold prevalgono sui Sell (11 studi rispetto a 7) e gli studi con giudizio invariato sono superiori a quelli con downgrading (16 studi rispetto a 6).*

Con riguardo ai giudizi sul merito di credito l'agenzia di rating Standard&Poor's ha emesso per la prima volta un rating il 15 novembre 2000: BBB- a lungo termine e A-3 a breve termine. Successivamente, Standard&Poor's non ha modificato il giudizio su Parmalat, se non quando la crisi si è manifestata in tutta la sua gravità: fino ai primi di dicembre 2003, infatti, le sole variazioni riguardano l'outlook – cioè le prospettive di evoluzione del rating – che viene mutato da stabile a positivo il 13 giugno 2002 e riportato da positivo a stabile il 15 settembre 2003. Dopo tale data, Standard&Poor's mette in "Watch negativo" (cioè sotto osservazione finalizzata a un possibile downgrading del giudizio di rating) il titolo Parmalat l'11 novembre 2003 e solo il 09 dicembre 2003 il rating a lungo termine viene mutato da BBB- a B+ e quello a breve termine da A-3 a B+; il giorno successivo, i 2 rating vengono portati a C e mutati in D (default) il 19

*dicembre 2003 (giorno in cui la Consob aveva imposto l'informativa della frode al mercato, previa segnalazione della vicenda all'Autorità Giudiziaria).*

### *I problemi emersi*

La crisi Parmalat si configura per di una serie di comportamenti illegali – da parte di diversi soggetti con responsabilità primarie nella conduzione e nel controllo del gruppo – realizzati attraverso la falsificazione e l'occultamento di informazioni.

Come è avvenuto in altri casi di crisi societarie, sia in ambito internazionale (ad esempio, i casi Enron e Worldcom) che nazionale (ad esempio i casi Cirio e Giacomelli), a questo elemento si sono aggiunte alcune ulteriori "aree critiche":

- la dimensione internazionale della crisi;
- la sostanziale inefficacia dei meccanismi di controllo interni ed esterni sulla gestione, sulla contabilità e sui bilanci delle società, anche per via di possibili collusioni caratterizzanti alcuni dei soggetti preposti a tali controlli;
- la presenza di strutture di gruppo grandi e complesse, comprendenti anche società aventi sede legale in centri *off-shore*;
- la crescente difficoltà di individuare tempestivamente le situazioni di crisi "strutturale" di una società quotata e di attivare interventi volti a garantire un'adeguata e tempestiva informazione al mercato sull'emergere e sull'evoluzione di tali situazioni.

Le differenze tra i dati economico-finanziari presenti nei bilanci e nella contabilità "ufficiale" del gruppo e quelli effettivi, sono indicative nel rilevare l'entità dell'occultamento e della falsificazione delle informazioni poste in essere dagli amministratori del gruppo.

*Tali fenomeni hanno riguardato essenzialmente:*

- *le informazioni false sull'ammontare della liquidità e dei crediti finanziari delle società del gruppo situate off-shore;*
- *la falsa indicazione in contabilità e nel bilancio del riacquisto di obbligazioni emesse da società del gruppo;*
- *l'erronea classificazione come attività finanziarie o come riduzione di debito di voci aventi diversa natura;*
- *la mancata rilevazione di minusvalenze nei contratti derivati.*

A questo riguardo, appare evidente dal caso Parmalat che la falsità delle informazioni di base (soprattutto se certificate dalla società di revisione) di cui dispongono il mercato e le Autorità di vigilanza rende molto più difficile – se non talvolta impossibile – la individuazione delle situazioni

critiche, in quanto qualche segnale di allerta, pur presente sul mercato, è contrastato e “soffocato” da opposti segnali di “tranquillità” forniti da una pluralità di soggetti.

Anche il carattere internazionale della crisi Parmalat ha avuto un ruolo importante in quanto ha accentuato la difficoltà di individuare qualche segnale della stessa, essenzialmente a causa della maggiore complessità dei controlli possibili, senza che questo si traducesse, sulla base dei fatti riscontrati, in una migliore qualità delle verifiche e dei controlli operati dal mercato, che nel caso di specie avrebbero dovuto essere svolti anche da intermediari di primaria reputazione internazionale.

*La dimensione internazionale della crisi è testimoniata da vari elementi:*

- circa metà dei debiti bancari del gruppo Parmalat è nei confronti di banche estere;
- dei 27 prestiti obbligazionari Parmalat in essere al 31 dicembre 2003, 21 sono stati guidati in qualità di lead manager esclusivo da banche estere;
- un importante gruppo bancario estero ha contribuito a creare alcune società off-shore del gruppo Parmalat che hanno giocato un ruolo chiave nella realizzazione delle frodi;
- analisti di varie banche internazionali coprivano il titolo.

Anche l'inefficienza dolosa o colposa dei meccanismi di controllo interni ed esterni sulla gestione e sui dati contabili delle società ha svolto nel caso Parmalat un ruolo fondamentale, in quanto tali meccanismi non sono stati in grado di individuare l'enorme attività di falsificazione e di occultamento delle informazioni economico-finanziarie posta in essere dagli esponenti della società.

In particolare il collegio sindacale appare aver sistematicamente contravvenuto ai suoi doveri di controllo sull'amministrazione della società, di vigilanza sull'osservanza della legge e di denuncia alla Consob delle irregolarità riscontrate circa l'operato degli amministratori (art. 149 del Tuf).

Un rilievo negativo di primaria valenza riguarda, inoltre, l'operato delle società di revisione che hanno certificato i bilanci delle società del gruppo Parmalat negli anni precedenti la crisi. In particolare, risulta rilevante il fatto che, nel caso Parmalat, Deloitte&Touche era il revisore a livello di consolidato (cosiddetto revisore principale) mentre la Grant Thornton, che in precedenza era il revisore principale di Parmalat<sup>1</sup>, verificava la contabilità di alcune importanti società off-shore del gruppo, in cui sembra essersi concentrata la maggior parte dei fenomeni di falsificazione delle informazioni che hanno riguardato il gruppo stesso.

Anche l'attività di controllo e di analisi finanziaria svolta da operatori del mercato quali le banche o le società di *rating* non è risultata efficace, non essendo riuscita a cogliere né ad anticipare il verificarsi della crisi o comunque a lanciare segnali al mercato.

---

<sup>1</sup> L'incarico di revisore principale sul gruppo Parmalat era stato dato alla Deloitte&Touche dal 1982 al 30 giugno 1990, alla Grant Thornton dal 1° luglio 1990 al 1998, e di nuovo alla Deloitte&Touche dal 1999 in poi.

L'articolazione internazionale della struttura del gruppo Parmalat, soprattutto attraverso la creazione di "scatole finanziarie" spesso domiciliate presso centri *off-shore*, caratterizzate da una minore trasparenza, ha contribuito a rendere più problematico il funzionamento del sistema dei controlli, sia da parte dei soggetti "privati" tenuti a verificare e valutare l'informazione societaria (società di revisione, società di *rating*, analisti, investitori professionali), sia da parte degli organismi di vigilanza nel reperire le informazioni necessarie.

Gli aspetti sopra esposti, unitamente alla crescente rilevanza che in molte società non finanziarie – come nel caso Parmalat – sta assumendo la gestione finanziaria, evidenziano problematiche nuove e più complesse con riguardo al ruolo che un'Autorità di vigilanza deve svolgere con l'obiettivo di individuare i sintomi di eventuali situazioni di crisi, al fine di farle emergere, e in ogni caso di fornire al mercato un'informativa tempestiva ed esauriente. La gestione finanziaria è, infatti, caratterizzata da una maggiore opacità e si presta più facilmente a fenomeni di manipolazione contabile.

Ne deriva una crescente complessità e integrazione dei meccanismi di intermediazione finanziaria e di innovazione finanziaria e una moltiplicazione delle fonti informative relative alle società, ai titoli e all'operatività dei soggetti rilevanti; tali aspetti richiedono quindi una sempre maggiore capacità da parte delle Autorità di controllo di attuare una sorta di vigilanza "integrata", che sia cioè in grado di cogliere tempestivamente e di analizzare congiuntamente i "segnali" che emergono dai vari operatori del mercato e dagli organi di controllo delle società, al fine di realizzare un efficace monitoraggio, individuare le eventuali anomalie di comportamento ed eliminare le asimmetrie informative.

#### *L'attività di vigilanza della Consob*

La crisi della Parmalat – le cui cause, in base agli elementi che stanno emergendo dalle indagini, risalgono a comportamenti attuati nel corso di almeno un decennio – ha manifestato sintomi, che con il passare del tempo sono risultati progressivamente evidenti, solo a partire dalla fine del 2002.

L'attività di vigilanza della Consob sulla società Parmalat fino al dicembre 2002 non presenta caratteri di eccezionalità, non essendosi manifestati particolari segnali di allerta provenienti dal mercato né dai soggetti che prendono parte al sistema dei controlli sulla società né da altre possibili fonti (esposti, segnalazioni, *rumors*, etc). La situazione della società, pur presentando alcune anomalie nell'evoluzione della struttura finanziaria, caratterizzata da una progressiva crescita sia dei debiti che della liquidità, era infatti giudicata positivamente dagli studi prodotti dagli analisti di importanti intermediari internazionali e dalle principali società di *rating*. Anche la quotazione e gli scambi del titolo non manifestavano particolari andamenti anomali.



A partire dal dicembre 2002, segnali di allerta provenienti sia dall'andamento del titolo sia dall'emergere di dubbi sull'efficienza della gestione soprattutto finanziaria della società, hanno portato la Consob a una graduale intensificazione dell'attività di vigilanza, finalizzata, coerentemente con la sua missione istituzionale, soprattutto a salvaguardare la trasparenza del mercato, utilizzando i diversi strumenti di intervento previsti dall'apparato normativo e regolamentare.

Nell'ambito di tale strategia di vigilanza, gli interventi effettuati dalla Consob nei confronti della Parmalat nel corso del 2003 sono riconducibili alle seguenti finalità:

- accertare la reale situazione della società;
- stimolare l'attività degli organi e delle funzioni di controllo interno;
- superare le asimmetrie informative sul mercato.

In una prima fase che va dal dicembre 2002 al giugno 2003, si manifesta una difficoltà della società a comunicare la propria strategia finanziaria, con riguardo in particolare alle motivazioni fornite a fronte di ricorrenti emissioni di obbligazioni, considerato il già elevato livello di indebitamento e l'ingente liquidità dichiarata.

*Il titolo ha una prima flessione tra novembre e dicembre 2002 e attraversa una nuova fase di "turbolenza" nel febbraio 2003, proprio in occasione di un'annunciata, ulteriore emissione obbligazionaria. In tale periodo la Consob ha effettuato tre richieste di informazione al mercato ai sensi dell'art. 114 del Tuf finalizzate a chiarire le intenzioni della società nei confronti dell'annunciata (e successivamente ritirata) emissione di obbligazioni.*

Da parte della società vengono lanciati segnali tranquillizzanti e vengono attuate iniziative per migliorare la comunicazione al mercato tra le quali l'accennato ritiro del prestito obbligazionario (27 febbraio), la sostituzione del direttore finanziario (28 marzo), l'approvazione del bilancio con risultati sostanzialmente positivi (28 marzo), il rimborso di un *bond* in scadenza (1° aprile), l'organizzazione di un incontro con la comunità finanziaria (10 aprile) e la presentazione dei risultati del primo trimestre 2003, anch'essi sostanzialmente positivi (15 maggio).

A rafforzare tali segnali interviene un'ulteriore iniziativa della Parmalat che alla fine di marzo presenta un esposto alla Consob per segnalare un'ipotesi di aggrottaggio ai danni del titolo attuata attraverso forti movimenti di mercato dovuti ad asserite manovre speculative orchestrate anche attraverso la diffusione di studi contenenti giudizi negativi sulla società.

*L'esposto iniziale è stato anche integrato con ulteriori elementi e informazioni, per conto della Parmalat, da uno studio legale, che risulterà poi coinvolto nelle ipotesi di illeciti penali legati alla falsificazione dei bilanci della società. Analoghi esposti sono stati inoltre inviati sempre dalla Parmalat alle Autorità di altri paesi che potevano avere qualche interesse nella valutazione dell'ipotesi di manipolazione.*

In seguito alla segnalazione effettuata dalla Parmalat, la Consob ha avviato un'indagine dalla quale è risultata l'insussistenza dell'ipotesi di manipolazione, in quanto le forti oscillazioni del titolo

alla fine del mese di febbraio potevano essere interamente ricondotte all'incertezza provocata dall'annunciata emissione obbligazionaria, mentre non erano stati ravvisati movimenti speculativi.

A partire dal luglio 2003 e fino al mese di ottobre si intensifica con progressiva continuità l'attività di indagine della Consob rivolta ad accertare la reale situazione della società e prendono gradualmente consistenza i dubbi sull'equilibrio della struttura finanziaria Parmalat.

Sin dai primi di luglio, infatti, la Consob ha chiesto alla società di fornire chiarimenti al mercato in merito all'ammontare e alla composizione dei prestiti obbligazionari emessi e alle modalità di impiego della liquidità disponibile; in ciò fatta accorta anche dalla evoluzione della vicenda Cirio e dalla esigenza di particolare attenzione sui rischi derivanti dall'ampio ricorso a finanziamenti obbligazionari dibattuti in una riunione del Cio dei primi giorni di luglio, nella quale era emersa l'esigenza di avviare un'indagine generalizzata del fenomeno.

L'attività di indagine e di stimolo della Consob ha avuto come destinatari gli amministratori della società, il collegio sindacale e le società di revisione impegnate su società del gruppo. In particolare, tra i primi di luglio e la fine di ottobre sono state effettuate nove richieste di informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf, 5 delle quali rivolte agli amministratori, 3 al collegio sindacale e 1 al revisore principale, e due richieste ai sensi dell'art. 162 del Tuf rivolte alle società di revisione. Tali richieste erano volte ad approfondire progressivamente l'analisi della gestione della liquidità da un lato e dei debiti dall'altro, in quanto le informazioni fornite sollevavano crescenti perplessità e incertezze a causa della mancanza di spiegazioni adeguate.

Sotto la pressione delle continue richieste, il collegio dei sindaci e i revisori hanno fatto emergere il ruolo rilevante di alcune finanziarie del gruppo, domiciliate presso paradisi fiscali, nell'occultamento dei reali flussi finanziari.

*Tra di esse la più importante era la Bonlat Financing Corporation, che era sottoposta a revisione da parte della Grant Thornton, revisore secondario del gruppo e già revisore principale fino al 1999. La Bonlat risultava intestataria di gran parte delle attività liquide del gruppo, per circa 3,95 miliardi di euro, una parte delle quali, pari a circa 500 milioni di euro, investita in un fondo d'investimento non quotato su alcun mercato regolamentato e sul quale non erano disponibili rendiconti di gestione, non essendo ancora passato un anno dalla sua costituzione.*

Alla fine del mese di ottobre è stato chiesto alla società di fornire al mercato una rappresentazione completa e organica della situazione così come emersa dagli accertamenti sollecitati dalla Consob, chiarendo in particolare i due aspetti più critici: la gestione delle "attività finanziarie non immobilizzate" e i piani della società per le emissioni obbligazionarie in scadenza entro la fine del 2003.

Sin dai primi giorni di novembre hanno cominciato a emergere segnali sulla difficoltà di gestione della liquidità della Parmalat e di contro si sono intensificate le richieste della Consob di informare il mercato, data la rilevanza degli elementi via via riscontrati e la crescente sensibilità del mercato. In tale mese sono state effettuate quattro richieste di informazioni al collegio sindacale e

alle società di revisione e tre richieste alla società di informare il mercato sugli eventi in corso, ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

In relazione a esse la società ha pubblicato diversi comunicati con i quali ha fornito dettagli sulla gestione della liquidità – con particolare riferimento al fondo Epicurum, del quale annuncia la liquidazione entro il 4 dicembre – e ha comunicato rilievi critici avanzati per la prima volta dal revisore principale sulla contabilizzazione di tale fondo. E' stato inoltre sostituito il responsabile della finanza della società.

*La reazione del mercato a tali comunicazioni penalizza fortemente la quotazione del titolo, in presenza di una crescita consistente del volume degli scambi.*

*I giudizi degli analisti e della società di rating che coprono la società risentono delle incertezze del mercato: gli studi prodotti da due intermediari rivedono al ribasso il consiglio operativo, in un caso passando da Buy a Hold e in un altro da Hold a Sell, mentre la società di rating, pur non mutando il giudizio complessivo, rivede la prospettiva da "stabile" a "negativa" anticipando un possibile downgrading del giudizio.*

La liquidazione del fondo Epicurum e il rimborso del prestito obbligazionario di 150 milioni di euro in scadenza sono gli eventi sui quali il mercato misura la possibilità per la Parmalat di superare la fase di incertezza. Il procrastinarsi della liquidazione del fondo e le difficoltà che emergono nel rimborso del prestito obbligazionario per un importo relativamente modesto rispetto alle asserite dimensioni della liquidità disponibile provocano un crollo del titolo nei primi giorni di dicembre con una esplosione del volume degli scambi, che ne rendono difficile la contrattazione.

Sulla base delle pressanti richieste della Consob emerge, in data 18 dicembre, l'inesistenza della liquidità dichiarata per 3,95 miliardi di euro, la cui contabilizzazione si basava su un'attestazione risultata falsa di un intermediario americano. Emerge di conseguenza la falsità dei dati di bilancio della Parmalat.

In conseguenza di ciò, in data 19 dicembre, la Consob provvede a segnalare tempestivamente all'Autorità Giudiziaria la vicenda e a far emettere un comunicato che completa l'informativa al mercato. Il titolo viene sospeso definitivamente il 22 dicembre, quando ha perso quasi interamente il suo valore.

La gestione della Parmalat viene affidata a soggetti estranei agli assetti di controllo, mentre escono dal consiglio di amministrazione i rappresentanti dell'azionista di maggioranza, fino all'ammissione della società all'amministrazione straordinaria con conseguente assegnazione della gestione a un Commissario straordinario.

Dopo la prima segnalazione concernente l'intera vicenda e i fatti aventi possibile rilievo penale emersi dall'attività di vigilanza, la collaborazione con l'Autorità Giudiziaria è proseguita, e sta proseguendo, con l'invio di tutta la documentazione rilevante per l'espletamento delle indagini, avuto anche riguardo a quella concernente gli esiti della cooperazione internazionale.

Contestualmente alla segnalazione alla Magistratura, la Consob infatti, considerata la natura multinazionale delle attività soprattutto finanziarie del gruppo Parmalat e la rilevanza che nelle vicende hanno ricoperto soggetti esteri, ha attivato la cooperazione internazionale richiedendo la collaborazione delle Autorità di diversi paesi per approfondire ulteriormente la conoscenza dei fatti e la verifica delle informazioni (sul punto, si veda il paragrafo successivo).

È stato anche deciso di impugnare il bilancio della Parmalat per il 2002, esercitando i poteri previsti dall'art. 157 del Tuf, essendo risultata palese la violazione delle norme del codice civile che impongono una rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società.

Dopo la scoperta della frode la Consob ha attivato gli accertamenti consentiti sul comportamento delle società di revisione che partecipavano alla revisione del gruppo Parmalat e su quello dei componenti il collegio sindacale; al termine delle istruttorie in corso saranno adottati i provvedimenti conseguenti e, per quanto dovesse ulteriormente riscontrarsi avere profili di valenza penale, sarà tempestivamente informata l'Autorità Giudiziaria.

#### *La cooperazione internazionale*

Un ruolo molto importante nell'attività di vigilanza della Consob ha avuto la cooperazione internazionale; essa è stata tempestivamente attivata data la natura multinazionale delle attività della Parmalat e dei soggetti coinvolti, soprattutto in qualità di intermediari, nella gestione finanziaria del gruppo e considerato il contesto transnazionale delle attività criminose poste in essere dai soggetti coinvolti.

L'attività di indagine ha infatti riguardato, e riguarda, collocamenti di obbligazioni poste in essere prevalentemente all'estero, nonché triangolazioni operative e schemi societari che si sono avvalsi, tra l'altro, di entità stabilite e operanti nell'ambito di paradisi fiscali.

Gli accordi di cooperazione per lo scambio di informazioni riservate stipulati dalla Consob con Autorità estere ai sensi dell'art. 4 del Tuf<sup>2</sup>, hanno consentito di acquisire dati e documenti rendendo tra l'altro possibile alla Consob di meglio documentare la denuncia all'Autorità Giudiziaria e di meglio supportare l'impugnativa del bilancio Parmalat; essi si sono rivelati strumento essenziale per agevolare e rendere diretta e immediata la cooperazione tra la *Securities Exchange Commission* (Sec), titolare della *civil action*, e la Magistratura italiana, favorendo un contatto diretto con le Procure di Parma e Milano, cui sono stati forniti i dati ottenuti per il tramite della cooperazione

---

<sup>2</sup> Allo stato risultano sottoscritti, con Autorità comunitarie e non, 32 accordi, nonché l'accordo multilaterale della Iosco (che conta 24 aderenti tra cui la Consob) e l'accordo multilaterale del Cesr tra le Commissioni che partecipano allo Spazio Economico Europeo.