

# Luiss

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali

**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

## La tutela dell'investitore: i casi Lloyd's TSB e Cirio

**MariaKatia Di Staso**

**Novembre 2003 – Gennaio 2004**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

## INDICE

<b>1. IL CASO LLOYD'S TSB .....</b>	<b>2</b>
1.1 I SOGGETTI COINVOLTI ED IL PRODOTTO .....	2
1.2 LE INDAGINI DELLA FSA.....	6
1.3 L'AMMONTARE DELLA SANZIONE .....	10
1.4 ALCUNE RIFLESSIONI .....	12
<b>2. IL CASO CIRIO .....</b>	<b>16</b>
2.1 IN SINTESI LE CAUSE DELL'INSOLVENZA .....	16
2.1.1 Le sette emissioni obbligazionarie .....	23
2.1.2 Dalla dichiarazione di default alla bocciatura del piano di ristrutturazione: la polemica sulle deleghe di voto .....	27
2.2 LE OBBLIGAZIONI CIRIO E IL MERCATO DEI CORPORATE BOND.....	30
2.3 IL RUOLO DELLE BANCHE .....	33
2.3.1 Gli interventi risarcitori.....	38
2.4 IL RUOLO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA.....	40
2.4.1 Banca d'Italia .....	40
2.4.2 Consob .....	42
2.4 ALCUNE RIFLESSIONI .....	44

## **1. IL CASO LLOYD'S TSB**

Il 23 settembre 2003 il mercato finanziario britannico è scosso dalla notizia che *Lloyd's TSB (LTSB)*, quinta banca britannica per capitalizzazione<sup>1</sup>, dovrà corrispondere – in base a decisione assunta dalla *Financial Services Authority* (FSA), neo-istituita autorità di regolamentazione dei mercati finanziari – una multa di 1.9 milioni di sterline per aver venduto ad oltre 51.000 risparmiatori obbligazioni non adeguate alla loro situazione individuale.

A ciò si aggiunge un risarcimento dell'ammontare di 98 milioni di sterline che *Lloyd's* ha offerto ai sottoscrittori delle obbligazioni ingiustamente danneggiati.

Il caso offre numerosi spunti di riflessione: esso evidenzia, infatti, gli aspetti problematici della costituzione di conglomerati finanziari abilitati ad operare in più settori del mercato finanziario, perché moltiplica il rischio di conflitti di interesse<sup>2</sup> e rende meno agevole il controllo da parte dell'unica autorità competente. Solleva, inoltre, il problema della efficacia di regole di condotta che incidono solo sui soggetti che collocano il prodotto presso il pubblico e non sui soggetti responsabili della creazione ed emissione del prodotto stesso. Da ultimo, il caso *Lloyd's TSB* induce ancora una volta a riflettere sul problema della efficacia delle regole poste tutela dell'investitore e della loro compatibilità con il principio in base al quale il rischio dell'investimento deve comunque ricadere sul soggetto che lo effettua.

### **1.1 I soggetti coinvolti ed il prodotto**

I soggetti direttamente coinvolti nel caso sono il gruppo bancario *Lloyd's TSB* e *Scottish Widows*, compagnia assicurativa acquisita dal gruppo nel marzo del 2000. Le obbligazioni in oggetto, denominate *Extra Income & Growth Plan (EIGP)*, sono state progettate ed emesse dalla *Scottish Widows* e distribuite tramite la rete bancaria del gruppo (*Network*)<sup>3</sup>. Con l'acquisizione della

---

<sup>1</sup> NIADA, *Obbligazioni, dure sanzioni a Lloyd's TSB*, in *Il Sole 24ore*, 26/09/2003.

<sup>2</sup> FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *An ethical framework for financial services*, Discussion Paper n. 18, Ottobre 2002.

<sup>3</sup> L'acquisizione di *Scottish Widows* da parte di *Lloyd's TSB* conferma la preferenza delle banche per l'acquisizione di imprese di assicurazione note e con clientela di fiducia, rispetto alla creazione una propria filiale per l'esercizio di attività assicurativa. Per le ragioni alla

compagnia assicurativa, il *management* del gruppo si era proposto di ampliare la sfera di prodotti collocabili tramite gli sportelli bancari, facendo in modo che la clientela della banca potesse scegliere di acquistare anche prodotti emessi dalla compagnia di assicurazione. Ne sarebbe derivata, secondo l'opinione di Mike Ross, *chief executive* del gruppo, una sensibile crescita delle vendite, grazie all'elevato numero di clienti che normalmente si rivolge agli sportelli di *Lloyd's* e alla ottima reputazione di *Scottish Widows*<sup>4</sup>.

Gli EIGP sono obbligazioni ad alto rendimento<sup>5</sup>, collegate all'andamento un paniere composto di 30 azioni. L'investimento poteva andare da un minimo di £5,000 ad un massimo di £1 milione. La vendita di tali prodotti, con scadenza a 3 anni e 2 mesi, è stata effettuata in quattro *tranches* nel periodo compreso tra ottobre 2000 e luglio 2001.

Lo schema seguente riassume le principali caratteristiche delle 4 emissioni di EIGP con specifico riferimento all'ammontare complessivamente collocato da *Lloyd's*:

---

base di una simile tendenza, cfr., BUDDEN, *Companies and finance: UK: why banks are changing their attitude for life assurance*, Financial Times, 4/9/2000.

<sup>4</sup> Prima dell'acquisizione, la vendita di prodotti assicurativi da parte del Gruppo Lloyd's aveva dato risultati deludenti. Con l'acquisizione di un'impresa solida e ben nota come Scottish Widows, la banca intendeva trarre benefici dalla maggiore varietà dei prodotti offerti e dalla maggiore fiducia che gli investitori avrebbe riposto nelle offerte legate al nome della compagnia di assicurazione, BOLGER – ROSS, *Companies & Finance UK, cit.*, Financial Times, 17/10/2000.

<sup>5</sup> Il rendimento offerto dalle obbligazioni in esame è tipico degli investimenti in strumenti finanziari a rischio-medio elevato, senza garanzia di restituzione del capitale, che, nel periodo di riferimento, presentavano un rendimento oscillante tra gli 8-9 punti percentuale; esso era ridotto a 5-6 quando fosse garantita protezione al capitale, ma fosse il rendimento ad essere ancorato all'andamento dei mercati azionari. Evidente è la differenza rispetto al rendimento di un semplice deposito, che in media, nel periodo considerato, al lordo delle tasse, si aggirava intorno al 2%, ABN Amro's *Global Investment Returns Handbook*.

	<b>LANCIO DELL'OFFERTA</b>	<b>DATA DI REGOLAMENTO</b>	<b>SCADENZA DEL PRESTITO</b>	<b>VENDITE TRAMITE IL NETWORK</b>	<b>NUMERO DI POLIZZE VENDUTE</b>
<b>TRANCHE 1</b>	25 ottobre 2000	6 dicembre 2000	13 febbraio 2004	£ 120 m	8, 226
<b>TRANCHE 2</b>	11 dicembre 2000	21 dicembre 2000	5 marzo 2004	£ 50 m	3,509
<b>TRANCHE 3</b>	7 marzo 2001	4 aprile 2001	18 giugno 2004	£ 268 m	19,493
<b>TRANCHE 4</b>	16 maggio 2001	4 luglio 2001	17 settembre 2004	£ 280 m	20,100

Per le prime 3 *tranches* gli investitori potevano optare per un rendimento fisso del 10.25% annuo o per un rendimento pari al 33% del capitale inizialmente investito alla scadenza dei tre anni. Per la quarta *tranche* i valori erano fissati nel 9.75% e nel 30% rispettivamente.

Il rimborso del capitale investito non era, invece, garantito, ma collegato all'andamento individuale di 30 titoli azionari selezionati dall'indice FTSE 100. La caduta del prezzo di un singolo titolo azionario al di sotto del "*safety margin*" fissato per ciascuna *tranche* avrebbe determinato – se il titolo non fosse tornato al valore iniziale al momento della maturazione del prestito – la perdita di 1/30 del capitale originariamente investito<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Il "*safety margin*" era del 20% per le prime due *tranches* e del 33% per le restanti due. Chiaramente se il valore delle azioni non fosse sceso al di sotto del margine di sicurezza o fosse risalito per la scadenza del prestito, l'investitore non avrebbe subito alcuna perdita. Tuttavia, non avrebbe neppure tratto vantaggio da un incremento di valore delle azioni di riferimento.

La formula del prodotto impediva che gli apprezzamenti o deprezzamenti dei singoli titoli potessero essere tra loro compensati<sup>7</sup>; il rischio era inoltre accentuato dall'aver selezionato azioni appartenenti al medesimo indice<sup>8</sup>.

Le obbligazioni in esame – tecnicamente si tratta di obbligazioni strutturate – rientrano nella tipologia di prodotti finanziari efficacemente definiti “*precipice bonds*”, poiché la restituzione del capitale è direttamente collegata all'andamento dei mercati azionari<sup>9</sup>. L'elevato rischio inevitabilmente connesso a questo prodotto lo rende, inoltre, notevolmente diverso rispetto ai prodotti dal rischio medio-basso usualmente collocati tramite gli sportelli di LTSB<sup>10</sup>.

L'elevato ammontare delle vendite (la catena di distribuzione ha, infatti, collocato 51.000 obbligazioni per un totale di 270 milioni di sterline) si spiega in base alla fiducia che il pubblico degli investitori nutriva nei confronti di due imprese – *Scottish Widows* e *Lloyd's TSB* – solide e di lunga tradizione.

La rischiosità del prodotto, unita al cattivo andamento delle borse nel periodo di riferimento, ha fatto sì che alla data del settembre 2003 fosse possibile stimare perdite complessive di capitale per gli acquirenti delle suddette obbligazioni in una misura tra il 30% e 48%.

---

<sup>7</sup> Per esemplificare, se 25 delle 30 azioni fossero scese al di sotto del safety margin, mentre le restanti 5 avessero beneficiato di un incremento di valore, non si sarebbe potuta operare alcuna compensazione e l'investitore avrebbe comunque perduto i 25/30 del capitale inizialmente investito.

<sup>8</sup> Secondo stime diffuse dalla società di intermediazione *Cartwell Investment* alla data del 15 febbraio 2003, il mercato dei titoli azionari sarebbe dovuto salire circa del 70% per garantire la restituzione del capitale ai soggetti che avessero investito in strumenti finanziari collegati all'andamento dei mercati azionari, SKYPALA, *No such thing as a free shield: Protected Equity Products*, Financial Times, 15/2/2003.

<sup>9</sup> Si tratta di prodotti ormai noti agli esperti di mercati finanziari, la cui diffusione, sul mercato britannico, è cresciuta di recente ed in modo considerevole. La ragione è la impellente necessità delle imprese di creare prodotti capaci di attrarre il pubblico degli investitori, diversificando il più possibile l'offerta, SKYPALA, *Stock market-linked products worry regulators: High Income Bonds*, Financial Times, 31/8/2002.

<sup>10</sup> Gli EIGP – classificati con *rating* come categoria di rischio 4 – non legano l'andamento del capitale ad un indice di borsa, ma a trenta diversi titoli azionari; presentato rendimenti molto elevati, soprattutto in relazione al contestuale andamento dei mercati finanziari; sono in grado di attirare anche soggetti non in grado di affrontare perdite consistenti.

## **1.2 Le indagini della FSA**

La Divisione di Vigilanza della FSA si occupa per la prima volta di *Scottish Widows* nell'Ottobre del 2001, rilevando, nel corso della revisione delle pratiche di vendita della società<sup>11</sup>, ben 39 casi in cui appare dubbio che il cliente sia stato adeguatamente informato dei rischi finanziari connessi al prodotto. Una seconda e successiva ispezione sottopone a controllo l'*Advice Quality Review (AQR)*<sup>12</sup> usato da LTSB. Le risultanze di entrambe le ispezioni sono comunicate con lettera nel Gennaio del 2002:

*“ ...the suitability of the recommendation could not be demonstrated in all cases. Of the particular concern was that, in a number of cases, the bond which was categorised as medium high risk, appeared to be inconsistent with the client's attitude to risk. Specifically, a proportion of clients with no previous equity investments had invested a substantial proportion of their money held on deposit into the bond<sup>13</sup>”.*

Il 7 febbraio 2002 la Divisione Vigilanza redige un rapporto in cui fornisce maggiori dettagli sui rilievi precedentemente effettuati ed impone alla banca una serie di azioni correttive. Essa avrebbe dovuto scrivere a clienti, spiegando loro il rischio collegato al prodotto, revisionare le vendite di EIGP già effettuate per verificare la compatibilità dell'invito in ciascun caso e revisionare accuratamente gli aspetti del sistema di vendite rinvenuti carenti<sup>14</sup>.

La revisione delle vendite già effettuate è svolta da *Lloyd's* con la collaborazione di esperti nominati dalla FSA in base alla disposizione della sec.166 del FSMA. Essa inizialmente coinvolge solo i clienti che alla loro prima esperienza di investimento avevano impiegato oltre il 50% del proprio capitale in EIGP, e i soggetti che avevano presentato reclamo<sup>15</sup>, allo scopo di

---

<sup>11</sup> I controlli effettuati dall'Autorità si inseriscono nella più ampia attività di revisione delle procedure di vendita poste in essere dalle compagnie di assicurazione dopo gli “scandalosi” *mis-selling* di pensioni e mutui ipotecari, che sono costati all'intero sistema finanziario 11 miliardi di sterline, tra multe e risarcimenti, DAVIES, *FSA Annual Meeting* Cabot Hall, 17/7/2003. Cfr., inoltre, BOURGESS, “*Primeval soup*” could engulf FSA: *Mis-selling scandals*, Financial Times, 20/9/2003. Cfr., inoltre, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Clarifying mis-selling: a note by the FSA*, Luglio 2003.

<sup>12</sup> L'AQR è procedimento interno, mediante il quale la banca verifica la qualità dei processi e dei documenti impiegati nella vendita dei prodotti.

<sup>13</sup> Lettera della Divisione Vigilanza della FSA a Lloyd's TSB del Gennaio 2002.

<sup>14</sup> FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Final Notice*, 24 Settembre 2003.

<sup>15</sup> I primi reclami sono presentati a Lloyd's nel maggio del 2002, quando è ormai possibile effettuare una concreta valutazione delle perdite subite dai risparmiatori. La banca

verificare se i prodotti venduti fossero adeguati alle esigenze del singolo investitore e se questi fosse stato adeguatamente informato in merito al rischio del prodotto.

Da questa prima disamina risulta *prima facie* la violazione delle regole tenute nell'*Handbook*; la questione è allora deferita all'*Enforcement Division* della FSA nel Gennaio del 2003, perché sia svolta una più approfondita attività d'indagine volta a verificare il rispetto da parte della banca dei *Principles 2* e 9 degli *Statements of Principles* emanati dal *Securities and Investment Board* (SIB) e della *Rule S5.01* delle *SIB Adopted rules*<sup>16</sup>.

In base alla prima norma regolamentare:

*“A member shall not make a recommendation to a person ... to purchase, sell or exchange any investment ... unless it has reasonable grounds for believing that the transaction is suitable for that person having regard to the facts known, or which ought reasonably to be known, to the Member, about that investment ... and has to that person's other investments and financial situation...”*

Il *Principle 2* afferma che :

*“A firm should act with due care, skill and diligence.”*

Il *Principle 3* afferma che:

*“a firm should organise and control its internal affairs in a responsible manner ... and where the firm employs staff... should have adequate arrangements to ensure that they are suitable, adequately trained and properly supervised and that it has well-defined compliance procedures.”*

Gli EIGP sono prodotti appositamente creati da *Scottish Widows* e destinati alla distribuzione sia per mezzo della rete bancaria di LTSB sia per mezzo di *Independent Financial Advisers*. Secondo la regolamentazione interna del gruppo,

---

inizialmente nega la propria responsabilità in materia e la maggior parte dei reclami è portata dinanzi al Financial Ombudsman Service, che riconosce – in molti casi – la responsabilità di LTSB ed il diritto degli investitori al risarcimento, LEVENE, *Mis-selling: it should never have been sold*, The Guardian, 27/9/2003.

<sup>16</sup> In base alla sec. 206 del FSMA “if the Authority considers that an authorised person has contravened a requirement imposed on him by or under this Act, it may impose on him a penalty in respect of the contravention of such amount as it considers appropriate”. Tali poteri possono essere esercitati dalla FSA anche in relazione alle regole emanate dalla preesistente autorità di regolamentazione del mercato finanziario, la Personal Investment Authority (PIA), in cui erano comprese le SIB Investment Rules di cui l'autorità contesta la violazione.



la distribuzione di nuovi prodotti tramite la rete bancaria, deve essere preventivamente approvata da *LTSB Branch Network Committee* e dal *Group Risk Management*<sup>17</sup>. Al momento della creazione degli EIGP, quest'ultimo approva il prodotto, ma esclude – solo in ipotesi – la possibilità che gli EIGP siano collocati tramite il *Network*, riconoscendo esplicitamente il potenziale rischio di *mis-selling*. Il *Network Committee* decide di procedere comunque alla vendita dei prodotti, adottando una serie di correttivi allo scopo di ridurre il rischio suddetto<sup>18</sup>.

Le misure adottate non risultano, tuttavia, sufficienti, perché secondo i dati in possesso della FSA e del FOS, ben il 44% degli acquirenti di EIGP dovrà essere risarcito, perché non adeguatamente informato sui rischi connessi al prodotto.

L'autorità ha identificato le cause di un simile risultato:

**a) nella particolare attrazione che rendimenti così elevati sono in grado di esercitare nei confronti dei consumatori;** LTSB aveva riconosciuto, ancor prima della emissione della prima *tranche*, la particolare complessità del prodotto, che – giova ripeterlo – garantiva sì rendimenti elevati, ma non la restituzione del capitale e la correlata possibilità che il risparmiatore, attratto dai primi, avrebbe potuto non prestare sufficiente attenzione ai profili di rischio del prodotto.

**b) nella mancanza di adeguati controlli e procedure per valutare la complessità del collocamento di un prodotto rischioso come gli EIGP;** le obbligazioni in esame sono un prodotto notevolmente diverso da quelli usualmente venduti tramite il *Network*. Ciò avrebbe reso necessario sottolineare le caratteristiche peculiari di queste obbligazioni rispetto alle aspettative della clientela. Il gruppo ha ritenuto che il rischio di *mis-selling* potesse essere sufficientemente ridotto tramite procedure di vendita più accurate, che tenessero conto dei livelli di concentrazione (*concentration levels*) degli investimenti a rischio medio-alto nel portafoglio del cliente ed una

---

<sup>17</sup> Il gruppo non aveva al momento della creazione delle nuove obbligazioni una procedura comune per la scelta del canale di distribuzione in rapporto alle caratteristiche del prodotto, né alcuno schema di verifica della compatibilità del canale adottato con il tipo di prodotto da distribuire, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Final Notice*, cit., p. 26.

<sup>18</sup> Le vendite non avrebbero potuto coinvolgere soggetti che avessero raggiunto i 75 anni di età e che il gruppo avrebbe in tempi rapidi creato un training specificamente calibrato sulle caratteristiche degli EIGP; va sottolineato che i correttivi di cui sopra erano stati suggeriti dal Group Risk Management ancor prima dell'approvazione del prodotto, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Final Notice*, cit., p. 8.

maggiore preparazione del personale addetto alla vendita<sup>19</sup>. Prima del collocamento degli EIGP, tutti i consulenti finanziari del Network hanno seguito un corso di formazione con specifico riferimento agli EIGP, incentrato sulla necessità che il cliente mantenesse un portafoglio adeguatamente bilanciato e sufficienti livelli di liquidità. *Lloyd's TSB* ha, inoltre, sviluppato, in aggiunta alle regole generali che devono essere rispettate da ciascun intermediario<sup>20</sup>, delle “*suitability rules*” specifiche per gli EIGP<sup>21</sup>. Malgrado ciò, il breve tempo in cui regole sono state stilate e i programmi di formazione svolti non ha consentito, secondo l'autorità, un loro sufficiente sviluppo<sup>22</sup>. Questo ha minato in radice l'efficacia del procedimento di verifica documentale dei processi di vendita, adottato dal LSTB in occasione del collocamento degli EIGP e successivamente esteso a tutte le vendite di nuovi prodotti.

c) **nell'importanza del collocamento in esame per il raggiungimento degli obiettivi di vendite.** L'immediato successo degli EIGP ha spinto il *Management* del *Network* ad enfatizzarne l'importanza rispetto agli altri prodotti finanziari ordinariamente venduti, ai fini della crescita del gruppo.

d) **nelle previsioni di vendita.** Prima del collocamento del prodotto, *Scottish Widows* ha richiesto una stima delle vendite del prodotto

---

<sup>19</sup> Nel provvedimento sanzionatorio dell'autorità si legge che i parametri tramite i quali era valutata l'adeguatezza del prodotto rispetto alle esigenze del cliente ed i livelli di concentrazione ritenuti accettabili non furono sufficientemente sviluppati e ciò ha impedito di identificare tempestivamente casi di *mis-selling* FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Final Notice*, para. 6.20 – 6.22.

<sup>20</sup> Tra le regole suddette meritano di essere ricordate: l'obbligo di richiedere informazioni al cliente riguardo la propria situazione finanziaria, gli obiettivi che intende raggiungere e i bisogni che prevede di dover soddisfare in futuro (il c.d. “*factfind*”); l'obbligo di fornire per iscritto le ragioni per cui un determinato prodotto è adeguato alle sue esigenze; l'obbligo di fornire un documento che attesti le caratteristiche del prodotto, la sua rischiosità, eventuali commissioni che dovranno essere pagate all'intermediario; l'obbligo di comunicare l'esistenza di un eventuale diritto di recesso, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *FSA Guide to Financial Advice*, Marzo 2002, p. 16.

<sup>21</sup> Tra le regole specificamente previste, si richiedeva al consulente di verificare che il cliente fosse finanziariamente preparato ad affrontare il rischio connesso all'investimento; che non fosse intenzionato a chiedere la restituzione del denaro prima della scadenza del termine; che avesse sufficienti investimenti a capitale garantito; che fosse cosciente che il maggiore rendimento dell'investimento fosse comunque correlato alla sua maggiore rischiosità; infine, che il cliente necessitasse di investire e fosse attratto dai tassi fissi del prodotto.

<sup>22</sup> Pur essendo richiesto che il cliente possedesse “adequate cash reserves”, non era fornita alcuna indicazione dell'interpretazione del concetto di “adeguatezza”; inoltre i livelli di concentrazione non erano stati sufficientemente sviluppati.

tramite il Network. Pur se i 120 milioni effettivamente ottenuti con la prima tranche superavano di oltre la metà la stima inizialmente effettuata (50milioni), ne è semplicemente conseguita una revisione dei parametri di stima e non un'accurata indagine sulle ragioni che hanno provocato un divario di tale portata<sup>23</sup>.

### **1.3 L'ammontare della sanzione**

La FSA ha imposto a *Lloyd's TSB* una multa di 1,9 milioni di sterline, in applicazione della sec.206 del FSMA. La sanzione ha funzione deterrente, incentivando non solo l'impresa direttamente sanzionata, ma tutti gli operatori finanziari ad una condotta maggiormente rispettosa dei principi di diligenza e correttezza. L'ammontare della multa è stato determinato dalla autorità in base a sei criteri<sup>24</sup>:

**1) La gravità dell'infrazione;** la FSA ha ritenuto che *Lloyd's TSB* abbia violato i principi 1 e 9 delle *SIB Rules*, non adottando procedure e controlli adeguati nella vendita delle obbligazioni EIGP, pur essendo a conoscenza dell'elevato rischio di *mis-selling* la conseguenza è che il 44% degli acquirenti delle obbligazioni (22.500 su 51.000) dovrà essere risarcito, perché non è stato sufficientemente edotto dal consulente sul rischio proprio dell'investimento e sulla correlata e fondamentale necessità di mantenere un portafoglio adeguatamente bilanciato. L'84% degli aventi diritto al risarcimento, infatti, è costituito da investitori alla loro prima esperienza in prodotti dal rischio medio-alto, che hanno impiegato oltre il 20% del proprio patrimonio finanziario; il residuo 16%, invece, pur essendo costituito da investitori più esperti, ha impiegato in EIGP oltre il 35% del proprio portafoglio.

---

<sup>23</sup> Prima del collocamento degli EIGP, la vendita di prodotti a rischio medio-alto era di ammontare relativamente basso. A seguito del collocamento della prima tranche, il Network si è limitato a prendere atto dell'aumento della clientela con maggiore propensione al rischio, non disponendo di un procedimento di verifica in grado di identificare la ragione del suddetto incremento, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Final Notice*, para. 6.40.

<sup>24</sup> I criteri cui fa riferimento la FSA nel procedimento sanzionatorio in esame sono quelli dettati dalla Personal Investment Authority che operava prima della costituzione della FSA. In base alle disposizioni transitorie che hanno accompagnato nel novembre del 2001 l'entrata in vigore della nuova normativa la FSA nell'applicazione di una sanzione avrebbe dovuto considerare "any statement made by self-regulating organization ... which was in force when the conduct in question took place with respect to the policy on the taking of disciplinary action and the imposition of, and amount of penalties (whether issued as guidance, contained in the rules of the organization or otherwise), Article 8(4) pre-N2 Misconduct Order.

**2) La natura intenzionale o negligente della condotta;** nel caso in esame la FSA ha ritenuto che nella condotta di LTSB non sia rinvenibile dolo né colpa grave.

**3) L'ammontare dei profitti realizzati o delle perdite evitate;** LTSB ha acconsentito ad erogare la somma di 98 milioni di sterline a titolo di risarcimento nei confronti degli investitori vittime del *mis-selling*. Ciò considerato, la FSA ha ritenuto che, una volta corrisposta la detta somma, non sussista alcun elemento per poter ritenere che *Lloyd's* abbia tratto particolari vantaggi dalla vendita degli EIGP.

**4) Condotta successiva alla commissione dell'infrazione;** LTSB ha cooperato attivamente con l'autorità sin dalla fase di individuazione delle violazioni, fornendo le informazioni necessarie, perché essa potesse rapidamente concludere la propria attività ispettiva.

**5) Infrazioni precedentemente commesse e la "storia" della società;** il gruppo non aveva subito prima del caso in esame alcun provvedimento sanzionatorio.

**6) Azioni intraprese da altre autorità in casi simili;** la FSA ha considerato il comportamento tenuto dalla preesistente autorità di vigilanza per determinare la propria linea di condotta<sup>25</sup>.

In sintesi, la FSA ha rimproverato alla banca di non aver adeguatamente formato il proprio personale addetto alla vendita, di aver incentivato la vendita di EIGP senza aver adeguatamente valutato la necessità che il portafoglio di investimento fosse ben bilanciato e, infine, di non disporre di adeguati meccanismi di controllo dei processi di vendita.

Non saranno, invece, indennizzati i soggetti che hanno acquistato le obbligazioni da *Independent financial advisers*, pur se la FSA ha dichiarato di voler svolgere indagini in relazione a tutti i soggetti che hanno venduto le obbligazioni di cui si tratta.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> E necessario sottolineare che i criteri riportati nel testo sono quelli attualmente vigenti, il cui contenuto ricalca interamente quello delle disposizioni in vigore prime del Financial Services and Markets Act.

<sup>26</sup> LTSB ha infatti collocato solo il 20% delle obbligazioni EIGP, il 68% è stato venduto da altri intermediari sulla base di trattative personalizzate; il restante 12% è stato collocato da IFA, MOORE, *Lloyd's TSB gets pounds 100m bill for bond mis-selling* The Daily Telegraph, 26/9/2003.

Al momento, i risparmiatori che hanno acquistato EIGP da promotori indipendenti possono solo intentare azione contro di essi dinanzi all' Ombudsman, LEVENE, *Mis-selling*

#### 1.4 Alcune riflessioni

Il caso *Lloyd's TSB* offre un interessante esempio di quanto determinante possa rivelarsi il ruolo svolto dall'autorità di vigilanza in un mercato dove i confini tra banche, intermediari mobiliari e compagnie di assicurazione tendono ad attenuarsi. Allo stesso tempo esso ripropone la spinosa questione dell'efficacia e dei limiti della tutela che tale autorità deve offrire all'investitore.

Per quanto concerne il primo aspetto, l'acquisizione di *Scottish Widows* da parte di *Lloyd's* costituisce un tipico esempio di "bancassicurazione", in cui l'integrazione è realizzata prevalentemente in fase di distribuzione consentendo alla banca di commercializzare tramite i propri sportelli i prodotti creati dalla controllata assicurativa. I vantaggi di una simile impostazione risiedono nella diversificazione che dei prodotti che la banca è in grado di offrire al proprio cliente, in modo da soddisfare al meglio le sue esigenze.

Va, tuttavia, sottolineato come la diversità di un prodotto bancario tipico rispetto ad uno assicurativo si riverberi anche sul tipo di consulenza e sulla qualità delle informazioni che devono essere fornite al cliente. I prodotti bancari, infatti, sono generalmente semplici (vicini al tipo di specializzazione del personale di vendita allo sportello) e consistono, di solito, in piani di risparmio di breve durata, dai rendimenti limitati e con condizioni di uscita non penalizzanti per il cliente. I prodotti emessi dalle compagnie di assicurazione, invece, sono maggiormente complessi. Il loro acquisto da parte del cliente richiede il supporto di un consulente esperto capace di interpretarne i bisogni e di individuare le soluzioni più appropriate in relazione all'età, alla propensione al rischio, alla durata dell'investimento e alle esigenze di copertura dei rischi. Tutto ciò richiede una valida conoscenza dei contenuti tecnici del prodotto che si intende collocare. Le banche che scelgono di usare i propri sportelli per la vendita di prodotti di investimento a medio-lungo termine devono, pertanto, investire soprattutto nella formazione del personale<sup>27</sup>.

---

*justice at last in the bond battle*, The Guardian, 27/9/2003. Cfr., inoltre, BUDWORTH, *Hope for victims of precipice bonds*, Sunday Times, 28/9/2003

<sup>27</sup> LOCATELLI – MORPURGO – ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, "Verso un sistema bancario e finanziario europeo?" Quaderni di ricerche, n.33/2002 Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

*Lloyd's*, preparandosi a collocare sul mercato gli EIGP, aveva formato il proprio personale per far sì che tali obbligazioni fossero vendute a clienti con esigenze di investimento corrispondenti, ma lo ha fatto in maniera poi risultata insufficiente. E ne ha pagato le conseguenze, perché la FSA è intervenuta con una pesante sanzione, la cui severità appare ancora maggiore se si considera che dalle indagini da essa svolte non è emersa alcuna volontà fraudolenta della banca<sup>28</sup>.

Ciò che colpisce della vicenda è il rigore e la puntualità dell'intervento dell'autorità, che non ha esitato nel fare uso degli ampi poteri – ispettivi e sanzionatori – che le sono attribuiti dalla legge. Tramite richieste di informazioni ed ispezioni (alle quali *Lloyd's* ha collaborato attivamente) essa è arrivata in tempi relativamente brevi ad accertare la responsabilità della banca, dimostrandosi, in questa occasione, all'altezza dei propri doveri<sup>29</sup>.

Certo non sono mancate critiche da parte delle imprese, che hanno sottolineato come la responsabilità per il collocamento di prodotti rischiosi come gli EIGP non dovrebbe ricadere esclusivamente sulle spalle dei soggetti che li vendono in base ad un non ben definito concetto di *mis-selling*<sup>30</sup>, ma dovrebbe essere condivisa, se non addirittura attribuita in via esclusiva al soggetto emittente che appunto “crea” il prodotto<sup>31</sup>. Che il concetto di *mis-selling* non sia espressamente contemplato dalla legge è vero, ma è altrettanto vero che la FSA si è preoccupata di chiarirne in via informale la portata interpretativa in una nota diffusa alle imprese, specificando che si tratta di concetto elastico con cui si indica la vendita di prodotti finanziari effettuata in

---

<sup>28</sup> La FSA ha, infatti, ritenuto che la condotta di LTSB non sia stata “deliberate or reckless”. Di diverso avviso restano i risparmiatori, che accusano la banca di aver voluto, con gli EIGP, coprire gli elevati costi dell'acquisizione di Scottish Widows, SKAPINER, *The chastened LTSB – My part in its downfall*, Financial Times, 1/10/2003.

<sup>29</sup> Pur se le indagini sulla condotta di LTSB avevano avuto inizio nell'ottobre del 2001, il procedimento sanzionatorio vero e proprio dinanzi alla Enforcement Division è durato complessivamente solo otto mesi, BURGESS, *Lloyd's learns that it pays to co-operate*, Financial Times, 26/9/2003.

<sup>30</sup> Secondo le imprese finanziarie la FSA dovrebbe fornire una definizione normativa di *mis-selling* per consentire alle imprese di distinguere i comportamenti leciti, da quelli sanzionabili. Ad oggi, invece, l'elasticità con cui detto termine è interpretato dall'autorità inciderebbe negativamente sulla libertà d'azione degli operatori finanziari ed indurrebbe l'investitore a non assumersi la responsabilità delle proprie scelte, BURGESS, *“Primeval soup” could engulf FSA: Mis-selling scandals*, Financial Times, 20/9/2003.

<sup>31</sup> BROWN, *Why the FSA needs some advice*, Financial Times, 4/10/2003.

violazione dei principi di diligenza e correttezza nei rapporti con la clientela, che sono, invece, direttamente vincolanti per gli intermediari<sup>32</sup>.

Quanto alla possibilità che la responsabilità per i danni provocati dalla vendita di strumenti finanziari altamente rischiosi ricada sull'emittente, è stato sostenuto che ritenere responsabili del "fallimento" di un prodotto i venditori non trova solidi ancoraggi nella normativa civilistica e deresponsabilizza gli emittenti, che pure traggono beneficio dal collocamento dei propri prodotti<sup>33</sup>. I promotori finanziari indipendenti, inoltre, trovano con difficoltà soggetti disposti ad assicurarli per rischi professionali in considerazione della frequenza e dell'elevato ammontare delle multe loro applicate.

La normativa attuale, tuttavia, non prevede forme di controllo sulla formulazione di nuovi prodotti e la stessa FSA non sembra reputarlo necessario ai fini di un'adeguata protezione dell'investitore. In merito agli EIGP, infatti, essa ha più volte ribadito che il problema non fosse il prodotto, ma il modo in cui esso era stato venduto<sup>34</sup>.

È fuor di dubbio che la vendita di un prodotto finanziario particolarmente complesso da parte di un soggetto diverso dall'emittente possa subire delle distorsioni dovute, come nel caso di *Lloyd's*, ad una non adeguata valutazione della sua rischiosità oppure ad una non completa informazione fornita dallo stesso emittente. Collocare le responsabilità a monte o a valle è sostanzialmente scelta politica che solo indirettamente incide sulla tutela che deve comunque essere fornita all'investitore.

L'acquirente di prodotti finanziari deve disporre, infatti, di informazioni sufficienti che gli consentano una scelta adeguata alle proprie esigenze di investimento, sia che esse siano frutto di valutazioni dell'intermediario stesso, sia che siano state elaborate direttamente dal soggetto emittente. Non si può, tuttavia, non considerare che reputare responsabili i "venditori" è soluzione coerente con il modo in cui si svolgono normalmente le contrattazioni

---

<sup>32</sup> FSA, *Clarifying mis-selling: a note by the FSA*, Luglio 2003. La FSA ha, inoltre, ribadito in merito alla possibilità di dare una definizione normativa di mis-selling, che "It would not be practicable or even desirable to provide an exhaustive set of specifications by the way of a safe harbour... If those specifications were to be exhaustive, they would be bound very lengthy, detailed and prescriptive".

<sup>33</sup> FOWLER, *FSA is missing the point: more intensive education for investors is not the whole answer*, Financial Times, 18/10/2003.

<sup>34</sup> L'opinione è di Howard Davies, chairman della FSA fino ad settembre 2003, DICKSON, *Lloyd's forced to stare into the precipice*, Financial Times, 26/9/2003.

individuali: sono gli intermediari, infatti, ad avere diretto contatto col cliente e a poter, dunque, meglio conoscerne e valutarne le esigenze.

Il caso *Lloyd's* è emblematico in tal senso: la documentazione rivela che la banca era a conoscenza della rischiosità del prodotto e malgrado ciò ne ha largamente incentivato la vendita, elaborando scarsi correttivi, in cui non era adeguatamente valutata la situazione individuale dei clienti. *Lloyd's* è stata aspramente sanzionata, mentre nessun provvedimento è stato formalmente assunto nei confronti di *Scottish Widows*. D'altra parte, è difficile immaginare che la compagnia di assicurazione non abbia subito gli effetti negativi della vicenda soprattutto in termini di perdita di fiducia da parte degli investitori.

Sanzionare duramente chi sbaglia per promuovere comportamenti maggiormente rispettosi della normativa ed incentivare un recupero del concetto di etica negli affari non è l'unico fronte sul quale si muove la FSA<sup>35</sup>. La protezione dell'investitore, infatti, non deve tradursi in una tutela di stampo paternalistico che lo ponga al riparo da qualsiasi rischio<sup>36</sup>. E di questo il privato deve essere cosciente. Per tale ragione l'autorità si sta muovendo anche sul fronte della "educazione" del consumatore, mediante campagne di sensibilizzazione, uffici di assistenza e soprattutto pubblicazione di opuscoli e manuali che lo guidino nelle scelte<sup>37</sup>.

E questo non solo per far comprendere al consumatore di prodotti finanziari che non sempre un investimento dà il rendimento sperato, ma soprattutto per aiutarlo a conoscere i propri diritti ed il modo di esercitarli quando necessario. Emblematici in tal senso sono i FACTSHEET, che chiariscono le caratteristiche ed i rischi dei prodotti maggiormente complessi e

---

<sup>35</sup> Le associazioni dei consumatori, come la stessa FSA, reputano infatti che una riduzione dei fenomeni di mis-selling non possa verificarsi senza un recupero dell'etica. Le sanzioni, per quanto elevate, non intaccano in modo sostanziale i profitti delle banche, che sono comunque incentivate a vendere grandi quantità di prodotti anche se di bassa qualità. Le banche replicano che il loro primario interesse è sì creare profitto, ma soddisfacendo esigenze dei clienti per instaurare proficui e duraturi rapporti, SKYPALA, *Despite the record fine on LTSB, concern persists that there is still scope for mis-selling* Financial Times, 27/9/2003.

<sup>36</sup> La presenza dell'autorità consente di mettere a disposizione dei soggetti interessati tutte le informazioni necessarie per operare una scelta consapevole; essa vigila sul mercato consentendo l'accesso solo a soggetti provvisti di determinati requisiti e impone loro regole di correttezza nell'esercizio dell'attività. Il rischio proprio dell'investimento, tuttavia, non può non ricadere esclusivamente sul soggetto che lo effettua, FSA, *A new regulator for the new millennium*, 2002, p. 6.

<sup>37</sup> DAVIES, intervento all' FSA Annual Meeting, Cabot Hall, 17/7/2003.



le GUIDES, che insegnano al privato quali domande fare e quali informazioni pretendere all'atto di investire<sup>38</sup>.

## 2. IL CASO CIRIO

La vicenda delle obbligazioni Cirio assurge agli onori della cronaca nel novembre del 2002, quando *Cirio Finance Luxemburg* società di diritto olandese riconducibile al gruppo dell'imprenditore Sergio Cagnotti, dichiara di non essere in grado di rimborsare un prestito obbligazionario da 150 milioni di euro ed il *Trustee* inglese *Law Debenture* ne dichiara il *default*<sup>39</sup>.

L'analisi del caso non può non partire da una pur breve ricostruzione della struttura del gruppo e delle difficoltà finanziarie, che hanno direttamente inciso sulla scelta di varare prestiti obbligazionari e sulla successiva incapacità di onorarli.

### 2.1 In sintesi le cause dell'insolvenza

La struttura del gruppo Cirio così come lo conosciamo oggi inizia a delinearsi all'inizio degli anni '90, precisamente nel 1991 con la costituzione della *Cagnotti & Partners Investments NV*, holding di partecipazioni di diritto olandese che fa capo all'imprenditore Sergio Cagnotti<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Con specifico riferimento alle obbligazioni ad alto rischio interessanti sono il FSA Factsheet, *High-income products. Make you sure to understand the risks*, Novembre 2002 e la FSA Guide to Financial Advice, Marzo 2002.

<sup>39</sup> Il concetto di *default* non deve essere confuso con quello di fallimento: il primo è un concetto contrattualistico, il cui significato è sostanzialmente analogo a quello di decadenza del termine. Il default viene dichiarato al ricorrere di eventi predeterminati nel prospetto che accompagna l'emissione e può lasciare al soggetto competente – di solito un Trustee, rappresentante fiduciario degli obbligazionisti – un margine di discrezionalità più o meno ampio; può, inoltre, essere previsto che la dichiarazione sia obbligatoria se ne è fatta richiesta da un quorum di obbligazionisti. Il fallimento è, invece, dichiarato dall'autorità giudiziaria una volta che ne sia stato accertato lo stato di insolvenza. La dichiarazione di default costituisce semplicemente uno degli elementi che sono valutati dal giudice ai fini dell'accertamento dello stato di insolvenza della società.

<sup>40</sup> All'epoca C&P NV annovera tra i propri soci: Cagnotti & Partners Financial Company Limited, Swiss Bank Corporation, Gruppo Sampaio Ferriera, Raboinvest Management, Sirti Spa, Banco di Napoli, Banca di Roma, Centrofinanziaria Spa, Sifat Foundatio, Clinvest (credit Lyonnais), Sopin International Holding, Mercapital International BV, Bipiemme Investimenti Spa (Banca Popolare di Milano).

Nel corso degli anni, la C&P NV investe prevalentemente in due settori, quello della detergenza attraverso l'acquisto nel 1991 della brasiliana Bombril Spa<sup>41</sup> e quello del latte fresco, mediante l'acquisto, sempre nel 1991, di Polenghi e A.L.A. Nel 1994 il gruppo allarga la propria attività al settore conserviero mediante l'acquisizione della Cirio-Bertolli-De Rica<sup>42</sup>.

Nel 1997 anche la Società Sportiva Lazio entra nel Gruppo Cirio in seguito all'acquisizione da parte di Cirio Polenghi De Rica<sup>43</sup> di una partecipazione pari all'89,97% del capitale sociale della Lazio Spa, poi ceduta alla controllante C&P<sup>44</sup>.

Nel 1998 è conclusa l'acquisizione del 75% del capitale della Centrale del Latte di Roma S.p.a dal comune di Roma per un corrispettivo di 80 mld L<sup>45</sup>.

Tra le altre operazioni di rilievo, è necessario menzionare l'acquisizione - perfezionata nel 1998 - del controllo del gruppo Del Monte Royal, costituito da società finanziarie e operative titolari di piantagioni, di impianti di trasformazione e dei diritti di sfruttamento gratuito del marchio Del Monte. L'operazione è realizzata tramite l'acquisto di partecipazioni in tre diverse società (Del Monte Royal Holdings LTD, Del Monte Royal Corp. Ltd e Del Monte Royal Foods) e si conclude definitivamente nel 2000 con il lancio di un'Opa, che darà a Cragnotti una partecipazione in Del Monte pari al 100%.

---

<sup>41</sup> L'acquisto di Bombril è perfezionato tra 1991 e il 1993 con successive operazioni che portano la capogruppo C&P NV a detenere circa il 40% del capitale di Bombril, corrispondente al 100% dei diritti di voto, mentre il 60% restante è rappresentato da azioni privilegiate quotate alla borsa brasiliana ed in gran parte in mano ad operatori istituzionali, Relazione Commissari giudiziari, p. 15.

<sup>42</sup> Nel 1993 la società Finanziaria Cirio-Bertolli-De Rica Spa è acquistata da una società privata, la Sagrit (Società agroalimentare italiana) partecipata al 49% da C&P NV. Nel giugno del 1994 la FISVA (che deteneva il 51% di Sagrit) esce dalla compagine sociale a seguito di un aumento di capitale. La Sagrit, ora controllata da C&P NV e ribattezzata Cirio Holding Spa, lancia l'OPA obbligatoria arrivando a detenere il 90% del capitale sociale di Cirio Bertolli De Rica.

<sup>43</sup> La Bertolli era stata ceduta, nel frattempo, all'Unilever per 230 mld L.

<sup>44</sup> Nel 1998 viene effettuata la quotazione in Borsa della società tramite offerta pubblica di vendita e sottoscrizione; di conseguenza la partecipazione di Cirio si riduce al 35% circa, mentre il controllo complessivo del Gruppo è pari al 51,3% circa. Il controllo pieno della Lazio passa a Cirio nel 1999 e viene integralmente consolidata. Nel 2001 la Cirio Spa (diventata nel frattempo Cirio Finanziaria Spa) cede una quota della Lazio alla controllante Cirio Holding, deconsolidandola.

<sup>45</sup> Nel 1999 il settore lattiero è conferito ad una società veicolo, Eurolat Spa, che è in seguito venduta alla Parmalat per un valore di impresa pari a 750 Lmld ed una plusvalenza pari a 330 Lmld.

L'acquisizione della Del Monte rappresenta l'ultima operazione di rilievo conclusa con successo dal gruppo sul mercato. L'esborso connesso ne appesantisce la struttura finanziaria<sup>46</sup> tanto da richiedere l'avvio di un piano di dismissioni che interessa soprattutto la brasiliana Bombril.

Detta società, acquistata – come si è visto – tra il 1991 e il 1993 direttamente dalla C&P NV, aveva da questa acquistato nel 1997 la Cirio per un importo di 380 mln US\$. Nel 1999, tuttavia, Cirio era stata nuovamente ceduta a C&P allo stesso prezzo, che però era stato corrisposto dalla controllante solo per il 10%; il restante 90% era stato, invece, contabilizzato come credito di Bombril verso C&P<sup>47</sup>.

Nello stesso anno Cirio Finanziaria aveva comprato da C&P la partecipazione in Bombril per un controvalore di 620 mld circa<sup>48</sup>, tornando ad essere definitivamente capogruppo, controllando sia Bombril sia i rami operativi della Cirio.

Alla fine del 2000, allo scopo di ridurre l'indebitamento del gruppo (cresciuto, come visto, in modo rilevante dopo l'acquisizione di Del Monte), C&P stipula un accordo preliminare con la Clorox International Co. per la cessione del 50% delle azioni del veicolo societario appositamente costruito e titolare delle attività industriali di Bombril. Parte integrante dell'accordo è il lancio di un'OPA per l'acquisto di tutte le azioni privilegiate Bombril SA in circolazione.

Nel corso dello stesso anno tuttavia il contratto viene risolto unilateralmente da Clorox anche a seguito del mancato finanziamento

---

<sup>46</sup> Nel 2000 i debiti consolidati del Gruppo Cirio sfiorano gli 1,5 mld €.

<sup>47</sup> L'operazione sopra descritta ha acquisito per i commissari giudiziari (e in seguito anche per la magistratura) importanza nodale ai fini della ricostruzione delle cause del dissesto. Essi hanno certezza del pagamento di una sola tranche: 38 mln \$ pari al 10% della somma prevista dal contratto mediante il quale la C&P ricomprò dalla brasiliana Bombril la partecipazione di controllo della Cirio nel 1997. Lo scopo dei commissari è scoprire dove siano finiti circa 550 mln € classificati come crediti verso società del gruppo e iscritti nel bilancio della Bombril Overseas Inc, avente sede nelle Isole Vergini, e controllata dalla Bombril Brasile. Secondo la relazione, i crediti sono tutti nei confronti di tre società del gruppo C&P, Relazione, p. 148.

<sup>48</sup> Dell'importo suddetto, 80 mld non vengono corrisposti, poiché il 55% delle azioni era costruito in pegno a favore di Newco International (società facente capo ad uno dei soggetti dai quali originariamente C&P aveva acquistato Bombril).

dell'OPA sul 100% delle azioni privilegiate di Bombril, dando origine ad un contenzioso<sup>49</sup>.

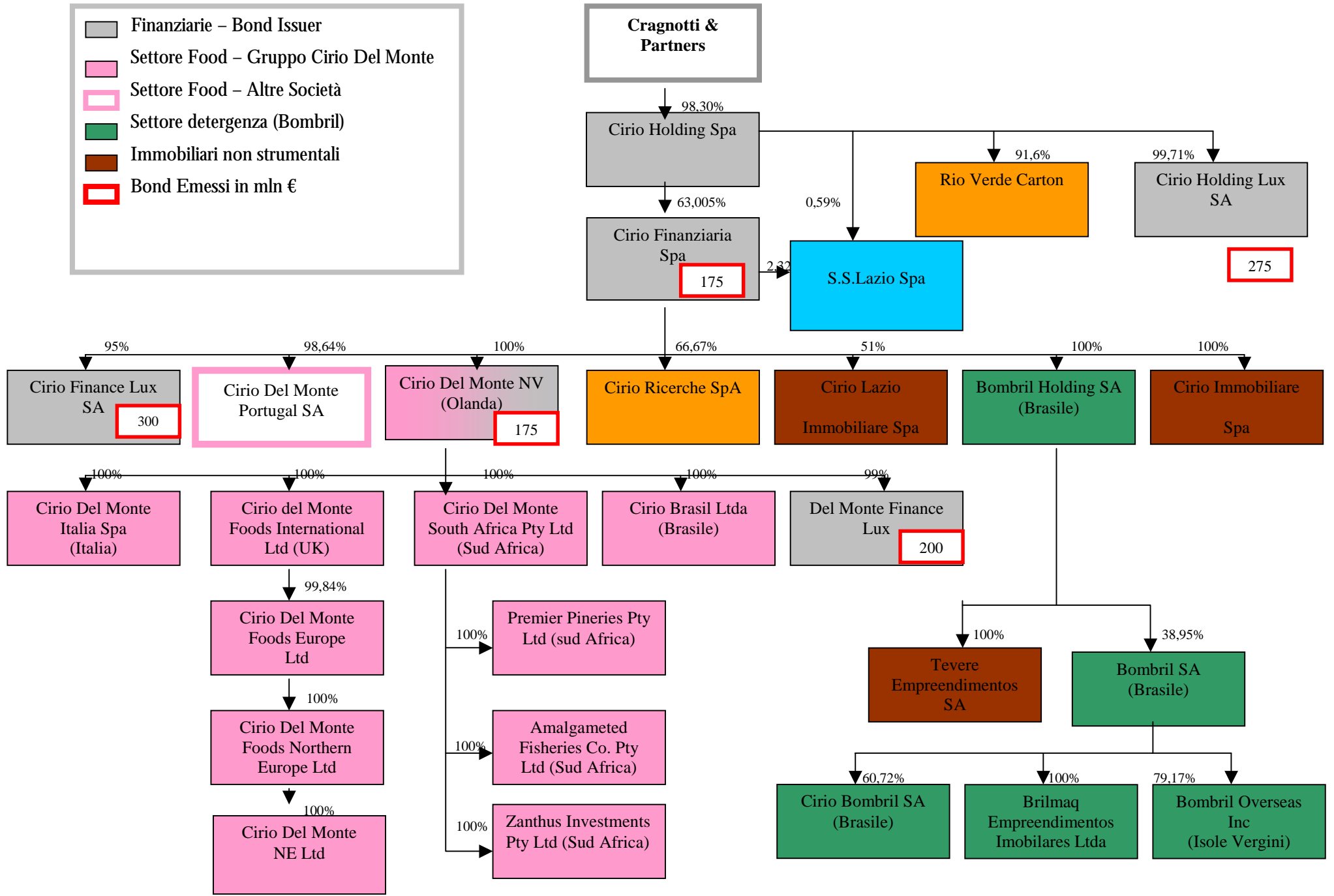
Da quanto descritto emerge come nel corso di un arco temporale relativamente breve (1991-1998) il gruppo sia stato oggetto di una forte crescita dimensionale, acquisendo una struttura articolata e complessa caratterizzata da intrecci di partecipazioni talvolta inestricabili.

Lo schema seguente riproduce – in modo parzialmente semplificato – l'organigramma del gruppo Cirio alla fine del 2002:

---

<sup>49</sup> Tale contenzioso, attualmente in corso, coinvolge la società Newco International, da cui C&P acquistò una partecipazione in Bombril nel 1991. Al momento della trattativa con Clorox, Newco avanza la pretesa di aumentare sensibilmente il proprio credito; pretesa cui inizialmente Cirio sembra fornire un'adesione poi smentita al momento del fallimento delle trattative con Clorox. Newco invece, non ritiene l'aumento del credito subordinato alla trattativa con Clorox e ricorre alla magistratura, ottenendo in primo grado una sentenza che costituisce a suo favore un pegno sul 100% delle azioni con diritto di voto della Bombril.

Finanziarie – Bond Issuer  
 Settore Food – Gruppo Cirio Del Monte  
 Settore Food – Altre Società  
 Settore detergenza (Bombril)  
 Immobiliari non strumentali  
 Bond Emessi in mln €



### **2.1.1 Le sette emissioni obbligazionarie**

Nel corso del tempo la crescita dimensionale sopra descritta è accompagnata da un costante aumento dell'indebitamento nei confronti dei terzi. Le caratteristiche strutturali di tale indebitamento si presentano, peraltro, molto squilibrate : il debito – per lo più nei confronti delle banche – è in gran parte a breve termine a fronte di investimenti i cui ritorni sono, invece, di medio-lungo termine<sup>50</sup>.

Ciò induce il gruppo Cirio a promuovere sette diversi prestiti obbligazionari tra il 2000 e il 2002 per un totale di 1.125 miliardi di euro allo scopo di:

- a) reperire mezzi finanziari freschi mediante uno strumento collocabile direttamente sui mercati finanziari;
- b) procedere ad una ristrutturazione del debito del gruppo tramite un allungamento della scadenza del debito allineandola alle aspettative di ritorno degli investimenti effettuati.

---

<sup>50</sup> Si tratta prevalentemente di immobilizzazioni immateriali, ammortizzate su base pluridecennale, cfr., per un dettagliato quadro della situazione economico-finanziaria del gruppo, *Relazione dei Commissari Giudiziari*, 26/9/2003.

Lo schema seguente riassume le caratteristiche principali dei prestiti suddetti:

<b>DATA EMISSIONE</b>	<b>EMITTENTE</b>	<b>GARANTE</b>	<b>IMPORTO</b>	<b>TASSO</b>	<b>SCADENZA</b>	<b>LEAD MANAGERS</b>
30 MAG 2000	CIRIO FINANCE LUXEMBURG	CIRIO SPA	150	EURIBOR+ 275 B.P.	30 MAG 2003	BANCA ROMA JP MORGAN UBM
3 NOV 2000	CIRIO FINANCE LUXEMBURG	CIRIO SPA - CIRIO ALIMENTARE SPA	150	FISSO 7,50%	3 NOV 2002	BANCA ROMA JP MORGAN UBM
22 GEN 2001	CIRIO FINANZIARIA SPA	N.A.	175	FISSO 8,00%	21 DIC 2005	EUROMOBILIARE INV. BANK (ABAXBANK)
6 FEB 2001 12 GIU 20001	CIRIO HOLDING LUXEMBURG SA	CIRIO HOLDING SPA	200 75	FISSO 6,25%	16 FEB 2004	CABOTO INTESA BCI
24 MAG 2001	DEL MONTE FINANCE LUXEMBURG SA	CIRIO ALIMENTARE SPA – DEL MONTE HOLDING LTD	200	FISSO 6,625%	24 MAG 2006	CABOTO INTESA BCI UBM
14 MAR 2002	CIRIO DEL MONTE NV	CIRIO FINANZIARIA SPA	50 100	EURIBOR+ 325 B.P.	14 MAR 2005	ABAXBANK UBM
31 MAG 2002	CIRIO DEL MONTE NV	CIRIO FINANZIARIA SPA	25	FISSO 7,75%	14 MAR 2005	ABAXBANK UBM

**TOTALE**

**1.125 mln €**

I primi due prestiti sono emessi da *Cirio Finance Luxemburg* società veicolo costituita esclusivamente per l'emissione di *notes* e partecipata al 95% da *Cirio Finanziaria Spa*<sup>51</sup>. I fondi così raccolti, al netto dei costi di emissione pari a circa 4 mln€, sono integralmente girati sotto forma di finanziamento fruttifero alla controllante *Cirio Finanziaria Spa*, (allora *Cirio spa*) che alla fine del 2000 aveva nei confronti della società suddetta un debito di circa 290 ml di euro. Dal momento che *Cirio Finance Luxemburg* paga regolarmente la prima rata di interessi del prestito emesso in maggio, ma il bilancio del 31 dicembre 2000 presenta una cassa praticamente pari a zero, secondo la ricostruzione effettuata dai commissari giudiziari si può dedurre che *Cirio Finanziaria* non avesse pagato gli interessi scaduti sul prestito e che dunque, l'emittente avesse pagato gli interessi agli obbligazionisti con le somme provvisoriamente rimaste nella sua disponibilità<sup>52</sup>.

L'impiego che *Cirio Finanziaria* abbia fatto delle somme ricevute non è di facile individuazione: si reputa abbia contribuito in buona parte a finanziare il lancio di un'OPA sul mercato sudafricano per l'acquisizione di *Del Monte* e sia stato impiegato, per il resto, nella riduzione dell'indebitamento bancario per circa 130 mln €<sup>53</sup>.

Le somme entrate nella disponibilità di *Cirio Finanziaria Spa* con il bond da 175 mln € lanciato nel gennaio 2001, così come quelle acquisite da *Cirio Holding Luxemburg* con le emissioni di febbraio e giugno 2001 sono destinate a finanziare alcune società del gruppo ed ancora a ridurre l'indebitamento bancario<sup>54</sup>.

I 200 mln€ raccolti da *Del Monte Finance Luxemburg*<sup>55</sup>, invece, sono destinati in misura pari a 75% a finanziare società operative del gruppo *Del Monte* e in parte, attraverso al stessa *Cirio Finanziaria* giungono alla *Cirio Finance Luxemburg* per consentirle di pagare un'ulteriore rata del prestito in scadenza

Le ultime due emissioni, effettuate da *Cirio Del Monte NV* (capogruppo operativa del ramo agro-alimentare) per un ammontare complessivo di 175 mln € sono quasi

---

<sup>51</sup> Si tratta di una holding quotata presso al Borsa di Milano, che controlla i rami operativi del gruppo tramite una partecipazione del 100% sia in Bombril Holding SA capogruppo del ramo detergenza e Cirio Del Monte NV che a sua volta controlla il ramo agro -alimentare.

<sup>52</sup> Si tratterebbe, in buona sostanza, di somme derivanti dalla differenza tra il ricavato netto dell'emissione (256 mln € circa) e il totale dei crediti vantati verso la Cirio Spa (290 mln €).

<sup>53</sup> In modo particolare, le somme acquisite con l'emissione di Cirio Finanziaria da 175 mln sarebbero andate per 55,1 mln € a ridurre l'indebitamento nei confronti di Banca di Roma, Banca Antonveneta e Banco di Napoli; il restante è stato girato a Cirio Holding e Cirio Del Monte Italia. Questi soggetti a loro volta hanno utilizzato il denaro per rimborsare altri crediti. Cirio Holding ha, infatti, girato oltre 2 mld L a Banca di Roma, mentre Cirio Del Monte Italia ha pagato oltre 19 mln L alla Lazio e 38 mld L alla banca di Roma, LONGO, *Quel bond di rientro per i creditori*, Il Sole 24ore 16/2/2004.

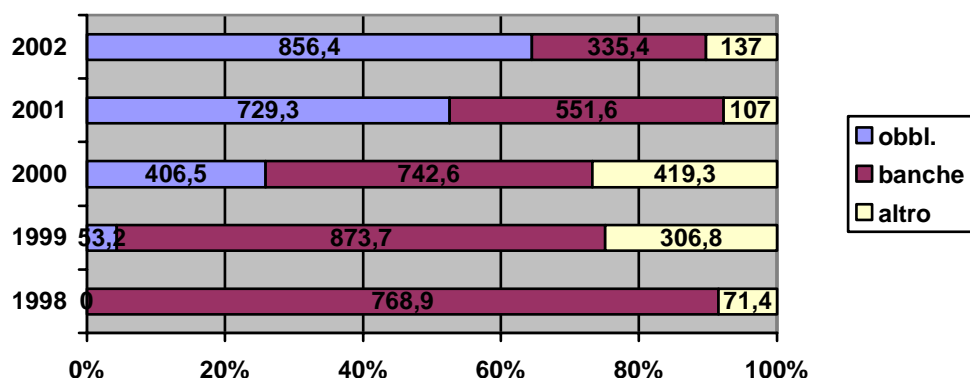
<sup>54</sup> È società veicolo per l'emissione di notes, controllata per il 95 % da Cirio Holding che controlla anche la Cirio Finanziaria

<sup>55</sup> Altro veicolo per l'emissione di notes controllata ad 99% da Cirio del Monte NV, capofila del ramo agroalimentare.



interamente girate alle altre emittenti per consentire loro di pagare le cedole dei bond che progressivamente venivano a scadenza. In tale contesto spicca un finanziamento di 90 mln a *Cirio Finanziaria*, che alla fine del 2002 presenta una perdita operativa molto elevata, che porta il capitale del gruppo a livelli negativi. Malgrado questo, in bilancio è contabilizzata una riduzione dell'indebitamento bancario di oltre 215 mln €, pur in assenza di rilevanti disinvestimenti.

Il grafico seguente descrive l'andamento e la composizione dell'indebitamento di *Cirio Finanziaria Spa* dal 1997 al 2002<sup>56</sup>:



Pur se dall'esame della documentazione non è emerso che al momento della prima emissione fosse già stato prefissato un programma così intenso di emissioni, può con certezza affermarsi che le ultime hanno consentito alle emittenti dei primi prestiti di pagare le rate in scadenza e ciò ha funzionato almeno fino a novembre 2002, quando la documentazione aziendale e la stampa nazionale - si legge, infatti, di contatti tra l'imprenditore Sergio Cragnotti ed un *pool* di banche<sup>57</sup> - rivelano una fervente attività dei vertici del gruppo al fine di reperire i fondi per onorare il prestito emesso nel novembre 2000 da *Cirio Finance Luxembourg* il cui rimborso appare a rischio.

Tra *rumors* e successive smentite, agli inizi di novembre è ormai certo che il gruppo non è in grado di reperire i fondi necessari e, nell'attesa della dichiarazione di *default*, si vocifera di un più ampio piano di ristrutturazione finanziaria, che non riguarderebbe il solo problema degli obbligazionisti, ma il complessivo indebitamento del gruppo.

<sup>56</sup> Le cifre sono espresse in milioni di euro.

<sup>57</sup> La cronaca menziona Abaxbank, Mcc, Ubm, IntesaBci e Bnl; in base al piano la società avrebbe dovuto rimborsare la metà del capitale, mentre le banche, sottoscrivendo un nuovo prestito obbligazionario garantito, avrebbero fornito la liquidità per pagare il resto, LONGO, *Cirio in bilico sul bond*, Il sole 24ore, 7/11/2002.

## 2.1.2 Dalla dichiarazione di default alla bocciatura del piano di ristrutturazione: la polemica sulle deleghe di voto

Mentre Cragnotti è alla febbrile ricerca di una soluzione<sup>58</sup>, il titolo Cirio viene sospeso dalle negoziazioni in borsa. Il 7 novembre il *Trustee* inglese *Law Debenture* dichiara il *default* in relazione all'obbligazione emessa da *Cirio Finance Luxemburge* scaduta il 3 novembre 2002. L'*Offering Circular*, inoltre, attribuisce al *Trustee*, di sua iniziativa o su richiesta di un predeterminato *quorum* di obbligazionisti (25%) di dichiarare il *cross-default*, presupposto per il successivo esercizio della facoltà di *acceleration*, che consentirebbe di considerare tutti i prestiti obbligazionari scaduti e dunque esigibili<sup>59</sup>.

L'allarme creato dal mancato rimborso del prestito ed ancor di più dallo spettro del *cross-default* attirano l'interesse del Governo, che avanza l'ipotesi di un finanziamento-ponte al ramo alimentare del gruppo, per consentire la prosecuzione dell'attività industriale<sup>60</sup>.

Nel frattempo, la Cirio affida la ristrutturazione industriale a *Bain & Company Italia*<sup>61</sup> e quella finanziaria a *Livolsi & Partners spa* e *Rotschild Italia Spa*. Gli *advisors* sottopongono al consiglio di amministrazione del gruppo il piano di ristrutturazione del debito nel maggio del 2003<sup>62</sup>; esso prevede in sostanza la trasformazione di parte dei

---

<sup>58</sup> Il Sole 24 ore del 12/11/2002 riporta di contatti tra Sergio Cragnotti e l'esperto di ristrutturazioni finanziarie Guido Roberto Vitale e la banca d'affari Rothschild.

<sup>59</sup> BUFACCHI, *Ma il cross-default resta dietro l'angolo*, Il sole 24ore 13/11/2002. Secondo l'"Offering Circular" che ha accompagnato l'emissione delle obbligazioni il cross-default scatta al momento del mancato rimborso del primo prestito obbligazionario. La clausola di riferimento è a 8c di "terms and conditions" in base alla quale il cross default scatta in caso di "*indebtedness not paid when due or within the grace period*". Il verificarsi delle condizioni per il cross-default non implica automaticamente che tutti i prestiti siano considerati scaduti ed esigibili; ciò si verifica solo a seguito dell'esercizio discrezionale ad opera del Trustee della c.d. *acceleration*. Il Trustee eserciterà questa facoltà il 15 agosto 2003.

<sup>60</sup> DEL GIUDICE, *Il Governo dà una mano a Cirio*, Il sole 24ore, 27/11/2002. Per l'opinione in merito del Ministro delle politiche agricole Alemanno, che si è detto disponibile a verificare la possibilità di avviare un tavolo di confronto tra il gruppo Cirio ed il sistema bancario, per cercare possibili soluzioni che salvaguardino il livello occupazionale, le strutture produttive e che mantengano la presenza sul mercato internazionale del marchio italiano, V.D.G., *Cragnotti: "Non mi dimetto"*, Il Sole 24ore, 13/11/2002. Il piano avrebbe dovuto comportare il congelamento dei debiti per sei mesi e la costituzione di una newco in cui far confluire gli asset produttivi, con la partecipazione di Conserve Italia e di un'agenzia pubblica, CAPPARELLI, *Lo Stato si prepara a intervenire*, Il sole 24ore, 14/11/2002.

Contro la possibilità di un finanziamento di un intervento del Governo, comunque strutturato, e di un finanziamento da parte delle banche posto in essere per pressioni politiche e non sulla base di un credibile piano di dismissioni, LOCATELLI, *Un passo indietro*, Il sole 24ore, 14/11/2002, il quale ritiene che il caso Cirio debba rappresentare l'occasione per il Parlamento di riconsiderare il modo di operare del sistema bancario e il suo rapporto con le imprese.

<sup>61</sup> L'incarico affidato a Bain consiste in una analisi dettagliata della struttura produttiva e organizzativa delle società controllate da Cirio Del Monte NV, al fine di elaborare insieme al Top Management del Gruppo un piano di rilancio del business agro-alimentare.

<sup>62</sup> Lo scopo del piano è "*portare l'indebitamento complessivo del Gruppo Cirio ad un livello fisiologico all'attività e di equilibrio rispetto ai risultati economici attesi a seguito del perfezionamento del piano di rilancio industriale*". A tal fine "*la Società ritiene che l'unico mezzo per garantire la continuità - con valide prospettive - delle attività sociali è*

debiti in azioni di nuova emissione di *Cirio Finanziaria* e, di conseguenza, la rinuncia definitiva e irrevocabile in via transattiva da parte dei titolari delle obbligazioni ad una porzione dei loro crediti in linea di capitale<sup>63</sup>.

Analogo trattamento è previsto per parte dei crediti delle banche creditrici, ad eccezione dei rapporti ordinari correnti, la cui prosecuzione è ritenuta vitale per la continuità aziendale<sup>64</sup>. Il piano e l'allegato prospetto informativo per un aumento di capitale (cui sarebbe conseguita l'emissione di nuove azioni destinate agli obbligazionisti) sono approvati dalla Consob; la loro operatività è, tuttavia, subordinata all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti, convocata in data 8 luglio 2003 a Londra.

Entro 7 giorni dalla data suddetta, gli obbligazionisti sono tenuti a comunicare mediante la compilazione di appositi moduli, se intendono partecipare in prima persona all'assemblea o delegare l'esercizio del voto alle banche depositarie. Sorge però un problema: poiché nessuno dei moduli di delega consente l'indicazione quale mandatario di un soggetto diverso dalle banche e la formulazione della delega sembrerebbe implicare che, in caso di accettazione del piano di ristrutturazione, gli obbligazionisti non potranno avanzare dinanzi all'autorità giudiziaria richieste di risarcimento danni nei confronti delle banche che hanno proceduto a collocare i titoli, le associazioni dei consumatori presentano esposti alla Consob e chiedono spiegazioni ai legali della Cirio<sup>65</sup>.

---

*la realizzazione del programma di valorizzazione del gruppo Cirio Del Monte sia la ... 'trasformazione' di parte dei debiti in azioni di nuova emissione di Cirio Finanziaria...unica valida proposta che il Gruppo possa fare ai propri creditori e quindi l'unico mezzo per ridurre significativamente il proprio indebitamento complessivo ed uscire dal grave stato di crisi finanziaria e patrimoniale in cui versa*", Prospetto informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in 450.011.402 azioni ordinarie della Cirio Finanziaria Spa effettuata nei confronti dei possessori di obbligazioni e delle banche creditrici, depositato presso la Consob in data 13 giugno 2003, p. 50.

<sup>63</sup> La rinuncia media in linea di capitale si presentava del 62% circa per i possessori delle obbligazioni, con trattamenti differenziati: la rinuncia minima era di poco più del 22% per i possessori della obbligazioni emesse da società del Gruppo Cirio Del Monte; la massima di oltre l'86% per i possessori dei titoli emessi dalla Cirio Holding Luxemburg SA. Era infatti prevista per le obbligazioni Cirio Del Monte NV e Del Monte Finance Luxemburg l'assegnazione di 211,19 azioni di Cirio Finanziaria del valore nominale di 1€ ogni 1000€ di obbligazioni possedute, mentre per le obbligazioni Cirio Finance Luxemburge Cirio Finanziaria Spa era prevista l'assegnazione di 134,83 azioni ordinarie di Cirio Finanziaria del valore nominale di 1€ ogni 1000€ di obbligazioni possedute). Prospetto informativo, cit., p. 55.

<sup>64</sup> La rinuncia per le banche di parte dei propri crediti era prevista in misura superiore al 78% per San Paolo IMI, Monte dei Paschi di Siena e BNL; oltre l'82% per Intesa; oltre l'84% per Capitalia.

<sup>65</sup> In data 24 giugno 2003 il Siti (Sindacato Italiano per la Tutela dell'Investimento) presenta un esposto alla Consob in relazione al contenuto del modulo di partecipazione e della delega di voto, pubblicati in appendice al prospetto informativo di Cirio. Secondo il SITI, utilizzando tale modulo, l'obbligazionista firmatario sarebbe indotto a dichiarare che "*rinuncerà al rimanente credito inclusivo degli interessi afferente alle notes semplicemente "votando a favore della delibera straordinaria"*", quando detti effetti sono, secondo il prospetto informativo, conseguenza della effettiva adozione della delibera una volta raggiunti i quorum previsti; "*in tal modo e indipendentemente dall'esito dell'assemblea potrebbero risultarne compromessi i diritti anche risarcitori degli obbligazionisti*". In secondo luogo, l'esposto puntualizza come nel modulo la mera indicazione del depositario quale soggetto delegato possa ledere i diritti degli obbligazionisti compromettendo la

Malgrado questi ultimi rassicurino gli obbligazionisti sulla possibilità di delegare al voto un soggetto terzo tramite i moduli impiegati sui circuiti *Euroclear* e *Clearstream*, le associazioni dei risparmiatori procedono alla redazione (con la collaborazione di soggetti specializzati) di moduli di delega in sostituzione di quelli allegati al prospetto<sup>66</sup>.

Polemiche a parte, come previsto in prima convocazione non è raggiunto il quorum del 75% necessario per deliberare; in seconda convocazione (23 luglio) il quorum del 25% è raggiunto, ma il piano di ristrutturazione è bocciato<sup>67</sup>; ciò impedisce la prosecuzione dell'attività e l'attuazione del progetto di ristrutturazione industriale varato da *Bain*.

Il 30 luglio 2003 la *Cirio Finanziaria* è messa in liquidazione e delibera di presentare ricorso per l'accertamento dello stato di insolvenza e l'eventuale ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi in base al D.L.vo 270/99. Il 1 agosto 2003 *Cirio Holding Spa*, *Cirio Finanziaria Spa* e *Cirio Del Monte Italia* depositano ricorso presso il Tribunale di Roma richiedendo l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.

Il Tribunale di Roma con sentenza depositata il 7 agosto 2003 dichiara lo stato di insolvenza e assoggetta le due *holding* (*Cirio Holding Spa*, *Cirio Finanziaria Spa*) e l'operativa *Cirio Del Monte Italia* (controllata dalle precedenti attraverso una catena partecipativa) alla procedura di amministrazione straordinaria, nominando i commissari giudiziali<sup>68</sup>. Il 14 dello stesso mese la procedura è estesa alla terza *Holding Cirio Del Monte NV*, che aveva nel frattempo depositato il ricorso.

---

possibilità di verificare eventuali conflitti di interesse del delegato nei confronti dell'obbligazionista delegante, SITI, *Comunicato stampa*, 24/06/2003.

<sup>66</sup> SITI, *Comunicato stampa*, 24/06/2003, in collaborazione con Europroxy, Adiconsum e Assorisparmiatori.

Tutte le associazioni hanno, inoltre, invitato gli obbligazionisti a disertare la convocazione o, comunque, a votare per la bocciatura del piano.

<sup>67</sup> Le assemblee dei *bond-holders* convocate a Londra per l'8 luglio possono essere svolte in prima convocazione solo con un quorum del 75%. L'adesione è solo del 40%. In seconda convocazione pur se raggiunto il quorum costitutivo, non è raggiunto il quorum deliberativo del 75% richiesto dalla legge inglese.

<sup>68</sup> La procedura prevista dalla L. 270/99 ha "finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali" (art.1). Tra i requisiti richiesti perché possa essere disposta l'amministrazione straordinaria di un'impresa è richiesto (art.27) che essa presenti "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico", che può realizzarsi alternativamente tramite: a) cessione dei complessi aziendali, sulla base di programma di prosecuzione dell'impresa di durata non superiore ad un anno; b) ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore ai due anni. Per il gruppo Cirio, la scelta dei Commissari Giudiziali è per la cessione dei complessi aziendali. Il programma di cessione – redatto dagli stessi commissari secondo le disposizioni contenute nella legge – prevede anche una fase liquidativa destinata a soddisfare i creditori con il ricavato delle cessioni stesse.

Da questo momento il destino del gruppo agro-alimentare è nelle mani dei Commissari Giudiziari nominati dal Ministero delle Attività Produttive (avv. Luigi Farena, dott. Mario Resca, avv. Attilio Zimatore<sup>69</sup>), pur se la gestione resta affidata agli organi dello stesso, affiancati da un Comitato di Sorveglianza nominato dallo stesso Ministro in data 19 novembre 2003 e al quale partecipa, come rappresentate dei creditori chirografari, il *Trustee Law Debenture*<sup>70</sup>.

Il 9 dicembre i Commissari presentano al Ministro delle Attività Produttive il programma di dismissioni, in attesa della sua approvazione – ottenuta agli inizi di febbraio 2004 - che darà il via alle cessioni<sup>71</sup>.

## **2.2 Le obbligazioni Cirio e il mercato dei corporate bond**

Da quanto detto, numerosi sono gli aspetti della vicenda che offrono interessanti spunti di riflessione, dalle dinamiche endosocietarie, che si traducono nel ricorso costante a prestiti infra-gruppo, al ruolo delle società di revisione, dalla condotta del sistema bancario alle responsabilità delle autorità di vigilanza del mercato finanziario.

La vicenda Cirio stigmatizza un comportamento piuttosto diffuso sul nostro mercato: eccesso di debiti dovuto ad un programma di espansione in settori diversificati<sup>72</sup>, ricorso sistematico al mercato obbligazionario, strutture societarie poco

---

<sup>69</sup> In prima battuta il Ministro nomina come Commissario Emmanuele Emanuele, presidente dell'Ente Cassa di Risparmio di Roma. Questi viene, però, sostituito a causa di un potenziale conflitto di interesse, in quanto l'ente è socio di Capitalia, una delle banche maggiormente esposte nei confronti del gruppo Cirio, La Repubblica, 05/12/2003.

<sup>70</sup> Il comitato di sorveglianza in case all'art.46 della legge 270/99 “esprime il parere sugli atti del commissario” e “ può – il comitato ed ogni suo membro – in qualunque momento ispezionare le scritture contabili ed i documenti della procedura e può chiedere chiarimenti al commissario straordinario e all'imprenditore”.

<sup>71</sup> Il piano prevede la scomposizione del gruppo in tre tronconi: il complesso aziendale Cirio-De Rica, il complesso aziendale Del Monte in Europa, Africa e Medio Oriente ed, infine, una partecipazione del 39,99% nel capitale di Del Monte Pacific Ltd. Dalle oltre 47 manifestazioni d'interesse all'acquisto di asset del gruppo ricevute i commissari hanno rilevato come nessuna offerta riguardi la Cirio nella sua totalità, probabilmente a causa della scarsa conoscenza dell'attuale struttura societaria, organizzativa e industriale del Gruppo. Nel testo, inoltre, è specificato che l'indicazione della percentuale di recupero per i creditori al momento della stesura della relazione si presenta “estremamente difficile, se non addirittura arbitrario”. Le metodologie valutative adottate dalla dottrina aziendale devono, infatti, confrontarsi con la normale dinamica del mercato e nel caso del gruppo Cirio, soprattutto nel numero e nelle caratteristiche delle garanzie infragruppo. La gestione finanziaria della Cirio era, infatti, improntata alla massima integrazione: l'approvvigionamento finanziario avveniva mediante gli strumenti e le società del gruppo che di volta in volta apparivano meglio in grado di effettuarlo salvo, poi, trasferire tali fondi alle entità del gruppo che ne avevano bisogno per la copertura delle proprie esigenze, con il conseguente proliferare delle garanzie infragruppo. Le prospettive di soddisfazione dei creditori mutano in maniera considerevole a seconda della concreta escussione delle suddette garanzie, Programma di dismissioni, p.105 ss.

<sup>72</sup> Il core business della Cirio è sicuramente rappresentato dal ramo agro-alimentare; ad esso però si aggiungono i settori detergenza (Bombril), immobiliare (Tevere Empreendimentos, Cirio Immobiliare e Cirio Lazio Immobiliare), ricerca (Cirio Ricerche Spa), della carta da imballaggio (Rio Verde Carton) e sportivo (Lazio Spa).

trasparenti, cui si aggiungono intricati rapporti con il sistema bancario e assenza di controlli realmente efficaci.

È stato autorevolmente sostenuto come, nel caso in esame l'aspetto maggiormente interessante sia costituito dalla condotta delle banche e delle autorità di vigilanza<sup>73</sup>.

Molti istituti di credito italiani<sup>74</sup> hanno sicuramente svolto un ruolo di primo piano nell'intera vicenda: come soci fino al 2001 della C&P NV, come *lead managers* e membri dei consorzi di collocamento dei prestiti obbligazionari ed infine come venditori delle obbligazioni suddette ai privati risparmiatori.

Tralasciando il primo aspetto<sup>75</sup>, per meglio valutare i restanti due è necessario chiarire le regole che disciplinano il mercato delle obbligazioni societarie e le caratteristiche specifiche dei bond Cirio.

L'emissione di un bond può seguire percorsi differenti:

- può essere emesso con offerta pubblica di vendita sul mercato italiano (in tal caso si rende necessaria la redazione di un prospetto informativo da sottoporsi al vaglio della Consob per l'approvazione e successiva quotazione in borsa secondo le disposizioni contenute nel Titolo II del D.L.vo 58/98);
- può essere emesso sul mercato internazionale (cui consegue la necessità di dotare il bond di un *rating* ufficiale assegnato da una delle tre apposite agenzie);
- può essere emesso sul mercato europeo secondo uno schema comune in tutta Europa (in tal caso è sottoposto ai regolamenti delle associazioni di categoria internazionali riconosciute come organi di autoregolamentazione Ipma e Isma).

Quest'ultimo procedimento (che è poi quello scelto da Cragotti per tutte le sette emissioni) è comunemente seguito sul mercato dei *corporate bond*, presentandosi sicuramente più semplice: emissione del bond in Lussemburgo con firma dell'*Offering Circular* a Londra, sotto la legge inglese<sup>76</sup>.

---

<sup>73</sup> ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta*, in Mercato, concorrenza, regole, 3/2003.

<sup>74</sup> Tra le banche coinvolte si annoverano: Banca di Roma (ora Capitalia), Ubm, Caboto-Intesa Bci, Abaxbank, Cofiri, Dexia-Crediop, Istituto Centrale delle Casse di Risparmio; Meliorbanca, Rasfin, Arcadia Securities, Banca Akros, Lm Internationale Finance, Mediobanca, Banca Interbancaria.

<sup>75</sup> Si è già rilevato come la compagine sociale di C&P NV annoverasse tra i propri soci numerose banche (cfr. supra p. 19), la cui partecipazione era assistita da un "contratto put" in base al quale Cragotti si era impegnato a riacquistare le azioni in qualsiasi momento. Tutte le banche hanno esercitato detta facoltà tra il 1994 e il 1999, ad eccezione di Banca di Roma che ne farà uso solo nel 2001, PERGOLINI *Cirio, il peccato originale*, disponibile su [www.panorama.it](http://www.panorama.it), 13/11/2003.

<sup>76</sup> Le procedure di emissione e collocamento dei prestiti obbligazionari della Cirio ricalcano quelle condotte normalmente sul mercato obbligazionario e adottate per la maggior parte dei prestiti internazionali emessi da gruppi italiani negli ultimi anni, Bankitalia: sui bond competenza Consob, Il sole 24ore, 18/10/2003. Cfr., inoltre, BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 41*, novembre 2003.

In pratica, l'emittente assegna un mandato ad una o più banche d'investimento, i cc.dd. *lead managers*, i quali ricercheranno gli investitori istituzionali che andranno a comporre il Consorzio di Collocamento e Garanzia<sup>77</sup>. Formato il Consorzio, i *lead managers* fissano il prezzo del bond, la data del lancio e contestualmente redigono l'*Offering Circular*, documento (distribuito ai membri del consorzio e agli investitori istituzionali che ne fanno richiesta) che contiene una serie di informazioni sull'emittente, sui soggetti che garantiscono l'emissione, nonché il regime giuridico dell'emissione stessa<sup>78</sup>.

A questo punto il titolo viene lanciato e da questo momento è scambiato sul "mercato grigio", che dura fino al giorno del regolamento, quando cioè il ricavato è versato all'emittente.

Secondo quanto espressamente menzionato nelle *offering circular* che hanno accompagnato le sette emissioni i *lead managers* si sono impegnati a non offrirle in sollecitazione del pubblico risparmio e a collocarle esclusivamente presso investitori professionali in base a trattative personalizzate.

I *Cirio bond* sono, inoltre, emessi senza *rating* ufficiale, ma con un "rating implicito" assegnato direttamente dalle banche capofila dei collocamenti<sup>79</sup>. L'assegnazione del *rating* ufficiale è operazione complessa, richiede un'analisi quantitativa

---

Il ricorso al mercato lussemburghese si giustifica per la maggior celerità con cui sono espletate le formalità burocratiche, ma nel caso in esame potrebbe ipotizzarsi anche l'intento di eludere i limiti all'emissione di obbligazioni previsti dal codice civile (oggi modificati dalla riforma).

In base all'art. 2410 del c.c. – allora vigente – le obbligazioni non possono essere emesse per somma eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato; il limite del capitale esistente può essere superato solo se le obbligazioni sono garantite da ipoteca sugli immobili di proprietà sociale, sino a due terzi del valore di questi; il limite può essere superato se l'eccedenza dell'importo rispetto al capitale è garantita da pegno su titoli nominativi emessi o garantiti dallo stato.

<sup>77</sup> Il consorzio di collocamento e/o garanzia – di regola costituito da banche ed imprese di investimento – ha come primo obbligo la sottoscrizione dell'emissione, per poi promuoverne la vendita, acquistando i titoli in proprio qualora non riescano a collocarli presso gli investitori, GALLANT, *The Eurobond market*, Cambridge 1988.

<sup>78</sup> In relazione agli emittenti sono di solito fornite informazioni sulla composizione della compagine sociale, sull'indebitamento complessivo, sul patrimonio e l'EBTDA. Il regime giuridico dell'emissione fissa, invece, le modalità del rimborso alla scadenza, le condizioni per un rimborso anticipato, i presupposti per default e cross-default e il regime fiscale, diritti e doveri del trustee e degli obbligazionisti.

Nel caso del bond emesso da Cirio Finanziaria, per esempio, era specificato che "il ricavato dell'emissione sarà utilizzato per rifinanziare l'attuale indebitamento a breve di Cirio Alimentare, aumentando la durata dei debiti del gruppo", LONGO, *Quel bond di rientro per i creditori*, Il sole 24ore, 14/2/2004.

<sup>79</sup> Il *rating* misura la capacità dell'emittente di pagare puntualmente le cedole e rimborsare il capitale a scadenza: la scala dalla AAA alla D (default) è composta da oltre 20 gradini. Ad ogni gradino corrisponde un premio a rischio, cioè un margine espresso in punti base pagato sopra il rendimento dei titoli di Stato per compensare il rischio di credito dell'emittente. I *rating* compresi tra AAA e BBB sono "investment grade", presentando elevate garanzie di rimborso. Al di sotto di dette classificazioni, le emissioni sono qualificate "speculative", perché le caratteristiche del titolo e dell'emittente rendono il rimborso a rischio, STANDARD & POOR'S, *Rating Criteria*, 2000, p. 7 ss.

dei dati di bilancio, un'analisi qualitativa e la valutazione dell'impatto distorsivo dell'incontro tra domanda ed offerta. Le piccole-medie imprese di solito non ricorrono al *rating* ufficiale soprattutto per ragioni economiche, essendo il loro costo troppo elevato rispetto all'ammontare dei prestiti emessi. Esse preferiscono ricorrere a *rating* assegnati dalle stesse banche, che di solito oscillano tra B e BB, una zona grigia che lascia all'emittente ampi spazi di manovra<sup>80</sup>.

Nel caso dei bond Cirio. Le prime emissioni portano gli addetti ai lavori a stimare il rischio di credito tra la BB- e la B. Secondo le banche, la forte domanda dei risparmiatori per i Cirio bond provoca, però, un'anomalia: la crescita dell'indebitamento rende i gruppo meno affidabile e questo fa sì che inizino a circolare *rating* ufficiosi C.

Le obbligazioni sono allora collocate con premi di rischio sempre più bassi fino all'aprile del 2001, durante il quale l'emissione a 5 anni Del Monte rende solo 1,88% sopra l'Euribor. Sempre secondo le banche questo accade, perché l'altissima domanda al dettaglio fa salire i prezzi in modo artificiale.

Le ultime emissioni vedono il premio salire, ma il deterioramento dei conti del gruppo è ormai tale che neppure un rendimento del 13,4% avrebbe compensato il risparmiatore dal rischio di *default*<sup>81</sup>.

Ad insolvenza avvenuta, molti sono gli interrogativi e scottanti le polemiche riguardo al caso che è ormai comunemente definito la "Enron italiana"<sup>82</sup>.

### **2.3 Il ruolo delle banche**

Al momento della dichiarazione di *default*, si rileva che oltre 35.000 risparmiatori sono in possesso di obbligazioni Cirio, mentre notevolmente ridotta ne è la presenza nel portafoglio di investitori istituzionali. Ciò, ovviamente, solleva interrogativi sulle modalità tramite cui i bond siano giunti in mano ai privati e sulla sussistenza di un responsabilità delle banche in merito.

Già prima della dichiarazione dello stato di insolvenza – giugno 2003 – la Procura di Monza avvia un'indagine al fine di verificare la responsabilità delle banche nel collocamento dei bond; l'accusa è di truffa: le banche avrebbero in sostanza scaricato il rischio dell'insolvenza del gruppo sui privati risparmiatori liberandosi il più in fretta

---

<sup>80</sup> Ogni banca, infatti, può adottare un proprio metodo di valutazione della società e dei suoi dati di bilancio. Ancor più vario è il modo in cui gli istituti di credito effettuano l'analisi qualitativa. C'è, inoltre, chi ritiene che le prospettive di sviluppo dell'emittente incidano profondamente sul rapporto rischio/rendimento. BUFACCHI, in *L'enigma dei bond senza rating* Il sole 24ore, 11/04/2002, riporta l'opinione di un analista secondo cui "un'azienda che presenta dati di bilancio da singola B, ma con prospettive di crescita e di sviluppo capaci di raggiungere il rating BB in tre anni, può emettere un'obbligazione triennale con rendimento calibrato sui livelli dei bond BB".

<sup>81</sup> BUFACCHI, *Il rischio era elevato, il ritorno inadeguato*, Il sole 24ore, 1/11/2003.

<sup>82</sup> LOCATELLI, *Nell'interesse di tutti*, Il sole 24ore, 8/10/2003.



possibile e contro le previsioni del regolamento delle obbligazioni ancora presenti nel loro portafoglio<sup>83</sup>. Le banche inizialmente coinvolte nell'indagine sono Abaxbank e Sanpaolo IMI, contestualmente attive nel collocamento e creditrici della Cirio<sup>84</sup>.

A partire da giugno 2003 si moltiplicano i ricorsi alle procure di tutta Italia da parte di singoli risparmiatori e associazioni di categoria, che intentano azioni civili per ottenere l'integrale rimborso dei capitali investiti<sup>85</sup>.

In luglio la procura di Milano apre un fascicolo per bancarotta<sup>86</sup>. L'attenzione della magistratura si allarga a tutte le sette emissioni e la lista delle banche indagate si amplia<sup>87</sup>, fino al 6 dicembre 2003, quando un avviso di garanzia della procura di Roma

---

<sup>83</sup> Il capo d'imputazione contesta i reati di cui agli artt. 110, 81, 48, 61 nr.7, 9, 11 e 640 cp, perché con più azioni esecutive del medesimo disegno criminoso, in tempi diversi, quale... incaricato di pubblico servizio, attraverso l'attività svolta dagli addetti alla rete del servizio di vendita quali autori mediati del reato, consapevole dello stato di dissesto o, comunque della forte difficoltà del gruppo Cirio, con artifici o raggiri consistiti nella sollecitazione all'investimento in "Obbligazioni corporate Cirio Holding Luxemburg" in violazione dei divieti di cui agli artt. 21 e 94 D.L.vo 58/98 inducendo in errore gli acquirenti circa la reale situazione finanziaria dell'emittente il relativo grado di solvibilità si procuravano un ingiusto profitto consistito nella traslazione del rischio, nello spostamento dell'onere finanziario di sottoscrizione e nel rientro di parte delle esposizioni nei confronti di Cirio.

<sup>84</sup> A. GR. *Inchiesta Cirio: il pm di Monza ascolterà Bankitalia e Consob*, La Repubblica, 7/11/2003.

<sup>85</sup> Le associazioni dei consumatori lamentano violazione da parte delle banche delle disposizioni contenute documento di offerta; in base ad esso "la banca collocante ha concordato e fatto presente che non ha offerto o venduto, né saranno offerte o vendute obbligazioni in Italia a seguito di sollecitazione di pubblico risparmio, e la vendita di obbligazioni in Italia dovrà essere negoziata unicamente su base individuale con "Investitori professionali" [...] La banca collocante ha fatto presente ed ha concordato che nessuna obbligazione è stata offerta venduta o trasferita direttamente o indirettamente a individui o altri soggetti di diritto né in Olanda né altrove eccetto che a coloro che acquistano o investono in strumenti finanziari in ragione della loro professione..." esse sostengono che le banche abbiano violato tali espliciti divieti e chiedono che sia dichiarata in sede giudiziale la nullità dei contratti stipulati, oltre al risarcimento del danno subito dai risparmiatori. Le loro azioni si indirizzano, tuttavia, anche nei confronti delle autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia. La tesi sostenuta è che la Banca d'Italia, in base all'art. 129 TUB, avrebbe dovuto valutare più accuratamente l'operazione di collocamento e successiva negoziazione dei titoli; la Consob, invece, non avrebbe sufficientemente vigilato sul rispetto delle regole di trasparenza delle emissioni obbligazionarie, soprattutto in considerazione delle evidenti difficoltà finanziarie in cui versava il gruppo, ADUSBEP, *Caso Cirio: accertare le responsabilità di banche e autorità di vigilanza*, Comunicato Stampa, 22/5/2003; SITI, *Quello che i titolari di obbligazioni Cirio dovrebbero sapere*, Comunicato ai non associati, 31/7/2003.

<sup>86</sup> Alla Procura di Milano, si aggiunge in seguito la Procura di Roma, che l'11 febbraio 2004 procede all'arresto di Sergio Cragnotti. L'accusa per il finanziere romano è bancarotta fraudolenta preferenziale e truffa: egli avrebbe distratto risorse da società operative del gruppo verso soggetti terzi, tra cui la C&P NV; egli avrebbe inoltre realizzato l'espansione del gruppo con acquisizioni all'estero aggravando l'indebitamento con le banche in parte sostituito con l'emissione di bond, SERAFINI, *Arrestato Cragnotti: è pericoloso*, Il sole 24 ore, 12/2/2004.

<sup>87</sup> Si tratta di Unicredit, Caboto-Banca Intesa, Antonveneta e Popolare di Lodi, R.Fi., Cirio:Monza allarga l'inchiesta, Il sole 24ore,7/11/2003. Poi ancora Credem, Monte Paschi di Siena, Popolare di Milano, Popolare di Novara, BUFACCHI, *Il faro sul sistema bancario*, Il sole 24ore, 6/12/2003.

Alla data del 12 febbraio 2004 la lista dei soggetti indagati conta ben 33 nominativi di manager appartenenti a 27 intermediari: Banca Intesa, UBM, San Paolo IMI e Banco di Napoli, Banca di Roma e Bibop Carire, Bam e Mps Finance, Banca Antonveneta, Banca Popolare di Ancona, Banca Popolare di Novara, Banca Akros, Abaxbank, Bim, Meliobanca, Mediobanca, Banca Profilo, Banca Promos, Banca Iccrea, Rasfin, Cofiri, Daxia Capital Markets, Lmf Finanziari, Arcadia Securites.

raggiunge il Presidente di Capitalia (ex Banca di Roma), Cesare Geronzi ed altri quattro funzionari del gruppo. I reati per cui si indaga sono truffa e bancarotta preferenziale<sup>88</sup>. Si legge nel decreto notificato dai magistrati per le perquisizioni: “ *Rilevato che dalle relazioni dei commissari giudiziari, dai bilanci e da altra documentazione emergono indizi di reato con riferimento: al conseguimento di un profitto ingiusto con frode consistita nel collocare sul mercato interno titoli obbligazionari, titoli emessi su un mercato estero (Lussemburgo) ed asseritamente destinati ad investitori istituzionali in totale violazione della normativa interna disciplinante l'emissione ed il collocamento dei titoli obbligazionari, e dissimulando il grave stato di difficoltà economico-finanziaria in cui già versavano le società emittenti e garanti al tempo delle emissioni, con conseguente grave danno per i sottoscrittori; a pagamenti preferenziali effettuati in favore di Banca di Roma Spa per importi ingenti utilizzando capitali ottenuti mediante l'emissione di titoli obbligazionari, con conseguente violazione della par condicio creditorum*”. Inoltre della documentazione risulterebbe che alcuni dirigenti “ *avevano adeguata e tempestiva conoscenza delle condizioni economico-finanziarie del gruppo*” e la Banca di Roma “ *intervenne direttamente nel collocamento ... dei titoli emessi negli anni 2000-2002 e vide parzialmente soddisfatti i propri crediti*”<sup>89</sup>.

Come per Capitalia, anche per le altre banche le procure stanno ricostruendo l'impiego che delle somme ricavate dalla vendita dei bond è stato fatto<sup>90</sup>. L'11 febbraio

---

<sup>88</sup> BUFACCHI, *Geronzi indagato, perquisita Capitalia*, Il sole 24ore, 6/12/2003.

<sup>89</sup> Il coinvolgimento di Banca di Roma nella vicenda avrebbe inizio, secondo l'ipotesi dei magistrati, già negli anni tra il 1994 e il 1999, quando tutti i soci bancari di Cragnotti (tra cui Swiss Bank, Rabobank, Banco di Napoli, Monte dei paschi di Siena, Banca Popolare di Milano) ad eccezione di Banca di Roma escono dall'azionariato. Le ingenti somme necessarie a rimborsare i soci uscenti sono ottenute da Cragnotti prevalentemente tramite finanziamenti concessi dalle stesse banche e in parte anche con i fondi ricavati dalla complessa operazione Cirio-Bombriil (cfr. supra. p. 24). Ciò determina una considerevole crescita dell'indebitamento del gruppo, che, come visto, induce al varo di un intenso programma di emissioni obbligazionarie. Alla fine del 2000 giunge a scadenza una linea di credito di 100 milioni nei confronti di San Paolo IMI, garantita da Capitalia, il cui termine è prorogato di 30 gg. Il giorno della scadenza posticipata, ossia il 30 gennaio 2001, si registra l'emissione di un bond per lo stesso importo, cui fa seguito il rimborso di San Paolo. Conclusa la vicenda, Banca di Roma, unica banca ancora azionista del gruppo, rivende le azioni. Fonte: PERGOLINI, *Cirio, il peccato originale*, 13/11/2003, [www.panorama.it](http://www.panorama.it)

La difesa Capitalia, contenuta in un comunicato stampa diffuso il 7/12/2003, è incentrata sul fatto che la cessione delle azioni non avrebbe procurato alla banca alcun vantaggio e che il ruolo della stessa nel collocamento dei bond non sarebbe stato preminente: il ricavato delle emissioni obbligazionarie, infatti, non avrebbe ridotto, se non in minima parte, l'indebitamento del gruppo Cirio verso le banche, SERAFINI, “*Pochi crediti coperti con i bond*”, Il sole 24ore, 6/12/2003.

<sup>90</sup> LONGO, *Il faro sul sistema bancario*, Il sole 24ore, 6/12/2003. secondo la magistratura i flussi finanziari derivati dall'obbligazione da 175 ml € lanciata da Cirio Finanziaria nel gennaio 2001 sarebbe stata girata per 53 ml circa alla controllante Cirio Honding, che con parte di questo denaro avrebbe rimborsato al San Paolo IMI un finanziamento che scadeva alla fine del 2000; altra parte sarebbe servita per la chiusura di linee di credito nei confronti della Popolare di Brescia, Banca del Fucino, Banco di Napoli, popolare di Ancona, Banca Antonveneta e Banca di Roma.

L'emissione della Cirio da 175 ml € incontrò difficoltà nel collocamento; intervenne Capitalia, che ne acquistò 25 milioni. Del ricavato 32 milioni più altri 17 milioni sarebbero stati usati per rimborsare la stessa Capitalia. Circa 57 milioni sarebbero stati usati invece per ripagare un bond della Bombriil, 21 milioni sarebbero andati alla Lazio e 17 ml sarebbero stati versati alla Holding per rimborsare un prestito concesso dalla BNL.

2004 la Procura di Milano emana un'ordinanza nella quale sono menzionate sei banche che avrebbero beneficiato a seguito della emissione dei bond di una riduzione della propria esposizione debitoria nei confronti di Cirio<sup>91</sup>.

Che i sette prestiti obbligazionari emessi dalla Cirio siano serviti a rimborsare le banche, non è di per sé indicativo. Ciò che le Procure dovranno dimostrare è se le obbligazioni siano state vendute ai risparmiatori anche nei giorni del c.d. mercato grigio e se (ma questo vale anche per i collocamenti successivi alla data di regolamento) le banche lo abbiano fatto “volontariamente”, per scaricare la loro esposizione sui risparmiatori, consapevoli del fatto che la Cirio era prossima al dissesto, realizzando in tal modo “un ingiusto profitto”<sup>92</sup>.

In attesa di conoscere l'esito delle inchieste<sup>93</sup> alcuni fattori possono essere sottolineati. In base al contenuto dell'*Offering Circular* le obbligazioni non potevano essere vendute ad investitori non professionali, non trattandosi di sollecitazione del pubblico risparmio e non richiedendosi, pertanto, la redazione del prospetto informativo ex art.94 TUF<sup>94</sup>. Il collocamento presso privati risparmiatori, di conseguenza, può giustificarsi solo se avviene sulla base di trattative personalizzate e su esplicita richiesta del cliente.

In merito collocamento delle obbligazioni nel corso del mercato grigio, appare difficile ipotizzare che i privati investitori abbiano spontaneamente richiesto di acquistare i titoli, senza averne prima ricevuto notizia direttamente dalla banca. Le operazioni al *grey market*, infatti, sono tipiche degli operatori qualificati, che utilizzano circuiti telematici specializzati e compiono operazioni prevalentemente di arbitraggio, che aiutano il processo di formazione del prezzo al momento della prima quotazione, discostandolo se necessario da quello prefissato.

---

<sup>91</sup> In sostanza il 53% del ricavato delle sette emissioni, pari a 595 mln €, sarebbe stato usato per pagamenti preferenziali a 6 banche, quali Banca di Roma, Banca Popolare di Lodi, Mediocredito Centrale, Banca Nazionale del Lavoro, UBS e Banco di Napoli.

<sup>92</sup> Per la procura di Monza, tale ingiusto profitto sarebbe costituito, per le banche *lead manager*, dalle commissioni lucrate per le emissioni delle obbligazioni; per le altre banche partecipanti ai consorzi, nella differenza tra il prezzo di emissione e quello di vendita al cliente; per le altre attive nel collocamento nella riduzione della loro esposizione debitoria nei confronti di Cirio.

Gli artifici o raggiri in cui si sostanzia la condotta prevista dal 640 cp si sostanzierebbero, invece, nell'aver aggirato la normativa italiana sui limiti all'emissione di obbligazioni ricorrendo al mercato lussemburghese e nella violazione del divieto di collocamento dei bond presso i privati investitori, LONGO, *Cirio: Monza chiude con 33 nomi*, Il sole 24ore, 12/2/2004.

<sup>93</sup> Quella della Procura di Monza si conclude mercoledì 11 febbraio con il deposito degli atti. Scaduto il termine di 20 gg per il deposito di eventuali memorie difensive da parte dei legali degli indagati, il PM potrà decidere per chi chiedere l'archiviazione e per chi, invece, la citazione a giudizio.

<sup>94</sup> In base alla definizione contenuta nell'art. 1 comma1 lett. t del TUF costituisce sollecitazione all'investimento “ogni offerta invito ad offrire o messaggio promozionale in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari [...]”.

Per quanto concerne, invece, i titoli venduti successivamente, una responsabilità degli istituti di credito sarebbe configurabile laddove non si fossero limitate ad “eseguire” l’ordine impartito dal cliente, ma avessero suggerito l’acquisto<sup>95</sup>.

Chiaramente la responsabilità dovrà essere valutata caso per caso e dovrà tener conto anche del rispetto delle regole che disciplinano la negoziazione di strumenti finanziari contenute nel regolamento 11522/98 della Consob<sup>96</sup>.

Detto regolamento impone agli intermediari, nella prestazione di servizi di investimento<sup>97</sup>, di rendere edotto il cliente di una eventuale situazione di conflitto di interesse e ottenere espressamente il suo consenso allo svolgimento dell’operazione (art. 27)<sup>98</sup>, di acquisire informazioni sulla sua condizione patrimoniale e attitudine al rischio (art. 28)<sup>99</sup> e di astenersi dall’effettuare operazioni non adeguate alle caratteristiche del cliente, salvo sua espressa volontà (art.29)<sup>100</sup>.

---

<sup>95</sup> Cosa che normalmente avviene quando una banca acquista titoli per rivenderli successivamente e li inserisce nell’elenco dei titoli offerti alla clientela, fissando, inoltre, precisi obiettivi quantitativi alle singole dipendenze.

<sup>96</sup> Tale regolamento è attuazione dei principi di diligenza e correttezza nella prestazioni dei servizi di investimento da parte dei soggetti abilitati previsti dall’art. 21 del TUF, di cui gli stessi magistrati lamentano la violazione, cfr. supra, nota 83.

<sup>97</sup> La cui definizione è contenuta nell’art.1 comma 5 del TUF, in cui è ricompresa anche l’attività di negoziazione (lett. a e b) e la trasmissione di ordini (lett. e).

<sup>98</sup> L’art.27 comma 2 impone: “Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante dai rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l’investitore sulla natura e l’estensione del loro interesse nell’operazione e l’investitore non abbia consentito espressamente per iscritto l’investitore all’effettuazione dell’operazione. Ove l’operazione sia conclusa telefonicamente, l’assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell’investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente. Ove gli intermediari autorizzati, al fine dell’assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma 2 utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l’indicazione, graficamente evidenziata che l’operazione è n conflitto d’interessi.

<sup>99</sup> L’art. 28 del suddetto regolamento richiede: “prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di servizi di investimento e dell’inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all’investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi d investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L’eventuale rifiuto di fornire le informazioni deve risultare dal contratto [...] ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall’investitore; [...] Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischio e sulle implicazione della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.

<sup>100</sup> L’art. 29 del regolamento suddetto afferma: “ Gli intermediari autorizzati si astengono dall’effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza, dimensione. [...] Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad un operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l’investitore intenda comunque dare corso all’operazione, gli

Tra gli obblighi dell'intermediario non è prevista la consegna del prospetto informativo; esso infatti è nella disponibilità dei *lead managers*, dei membri del consorzio e solo degli investitori istituzionali che ne facciano richiesta. D'altra parte il tecnicismo delle informazioni di regola in esso contenute non risulterebbe di agevole comprensione per un privato investitore. L'unica fonte di informazione per quest'ultimo risulta essere lo sportellista, che dovrebbe assicurarsi dell'adeguatezza dell'operazione rispetto alle esigenze del cliente.

Secondo gli istituti di credito detti obblighi sarebbero stati rispettati e le perdite subite dai risparmiatori rientrerebbero nel rischio proprio di un investimento sul mercato finanziario, rischio per giunta percepibile in maniera diretta dall'elevato rendimento offerto<sup>101</sup>.

Diametralmente opposta è, invece, l'ipotesi della magistratura: il contenuto dei prospetti, lasciando intuire la situazione di difficoltà del gruppo, avrebbe indotto le banche a non mantenere i titoli in portafoglio; esse avrebbero, in buona sostanza, non solo violato gli obblighi informativi, ma anche dissimulato la rischiosità dell'investimento (tacendo sulle difficoltà dell'emittente, di cui erano invece al corrente) allo scopo di indurre il cliente all'acquisto.

### **2.3.1 Gli interventi risarcitori**

È chiaro che se i procedimenti penali dovessero concludersi positivamente, con l'affermazione della responsabilità delle singole banche, migliorerebbe considerevolmente la prospettiva degli investitori di vedere integralmente risarcite le perdite subite<sup>102</sup>. I commissari potrebbero, infatti, agire in revocatoria contro i creditori che abbiano ottenuto il rimborso totale o parziale dei propri crediti, pur consapevoli dello stato insolvenza del debitore, con conseguente violazione della *par condicio creditorum*. Ad oggi la loro condizione è quella di semplici creditori chirografari, destinati a concorrere nella ripartizione dell'attivo derivante dalle cessioni, pur se diverse banche hanno manifestato la volontà di promuovere, se del caso, interventi risarcitori.

In tale senso si era già espresso il Governatore della Banca d'Italia Fazio, in occasione della 79ª Giornata Mondiale del Risparmio: “ *Le singole banche nei casi in cui*

---

intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto, ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

<sup>101</sup> Le obbligazioni in oggetto offrivano un rendimento considerevolmente superiore rispetto ai tassi correnti sul mercato (alla fine del 2000 i Cirio bond offrivano un rendimento dell'8% contro il 4,80% di un BPT quinquennale) ed erano tutte prive di rating e di quotazione in un mercato regolamentato. Secondo uno studio diffuso da Goldman Sachs la mancanza di rating ha consentito un sostanziale sottodimensionamento del tasso di rendimento offerto.

<sup>102</sup> BUFACCHI, *Così l'indagine penale ora spinge il risarcimento civile*, Il sole 24 ore, 10/12/2003; BUFACCHI, *In arrivo revocatorie a 5 anni*, Il sole 24 ore, 12/02/2004.

*dovessero accertare anche solo sulla base di riscontri interni che gli adempimenti della normativa non sono stati pienamente espletati valuteranno l'opportunità di avviare iniziative per rafforzare la fiducia dei risparmiatori e mantenere integra la reputazione aziendale*<sup>103</sup>.

Di segno analogo l'opinione del Direttore Generale dell'ABI, Giuseppe Zadra, il quale afferma che “*non esistono comportamenti collettivi, ma solo individuali*” e che su eventuali risarcimenti saranno le banche “*a decidere liberamente*”<sup>104</sup>.

A favore di interventi risarcitori di natura, però, mutualistica da parte dell'intero sistema bancario, si era già espresso il Presidente della Consob Lamberto Cardia, nel corso dell'Audizione dinanzi alla Commissione finanze della Camera in data 7 ottobre 2003. In tale sede egli aveva esposto il proprio apprezzamento per le forme di riparazione poste in essere dal Monte dei Paschi di Siena a fronte di danni provocati ai risparmiatori dalla vendita di prodotti finanziari di dubbia validità e suggerito un'attività di mutualità fra tutti gli operatori del sistema bancario, per recuperare fiducia e serenità in tutto il settore<sup>105</sup>.

È dei primi di novembre la notizia che un gruppo di banche coinvolte nel collocamento intenderebbe risarcire direttamente i clienti che saranno in grado di dimostrare direttamente eventuali responsabilità degli sportelli bancari nella vendita delle obbligazioni, mentre si procederebbe alla creazione di un'apposita Srl per rimborsare i clienti coinvolti in casi maggiormente controversi<sup>106</sup>.

Sembra, tuttavia, più probabile che le banche scelgano di valutare i casi singolarmente, analizzando i precedenti investimenti del cliente e il livello di informazione finanziaria, prima di disporre il risarcimento<sup>107</sup>.

---

<sup>103</sup> Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio nel corso della 79ª Giornata Mondiale del Risparmio, Roma, 31/10/2003.

<sup>104</sup> ZADRA, *Sui rimborsi banche libere di decidere*, Il sole 24ore, 4/11/2003.

<sup>105</sup> Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia dinanzi alla VII Commissione Finanze della Camera, 7/10/2003, disponibile sul sito, [www.camera.it](http://www.camera.it)

<sup>106</sup> La notizia è riportata sul settimanale Economy del 7/11/2003.

<sup>107</sup> Il sole 24 ore del 7/1/2004 riporta la notizia che Capitalia (ex Banca di Roma) intenderebbe costituire una società veicolo per il riacquisto dei bond Cirio e di altre società la cui situazione finanziaria mette a rischi i rimborsi. Lo stesso quotidiano riporta le iniziative di Unicredit, San Paolo IMI e Banca Intesa che hanno, rispettivamente, attivato un numero verde per i risparmiatori, predisposto un tavolo di conciliazione con le associazioni dei consumatori e posto in essere verifiche documentali sulle singole operazioni di compravendita dei bond. Mentre l'iniziativa di Unicredit, nel caso in cui fosse accertata da una commissione appositamente costituita la responsabilità dello sportellista, al risparmiatore spetterebbe un risarcimento commisurato all'entità dell'investimento e alla gravità dell'infrazione; l'iniziativa di San Paolo, invece, è finalizzata alla stipula di transazioni per il rimborso dei bond.

## **2.4 Il ruolo delle autorità di vigilanza**

Non solo le singole banche sono chiamate in causa nella vicenda Cirio. Anche le autorità di vigilanza del mercato finanziario, Banca d'Italia e Consob sono oggetto di accuse da parte delle associazioni dei consumatori<sup>108</sup>, mentre a livello politico ci si chiede se sia mancato un loro tempestivo intervento.

### **2.4.1 Banca d'Italia**

Il ruolo della banca centrale nel crack del gruppo diventa rapidamente oggetto di un acceso dibattito istituzionale tra il Ministro dell'Economia Giulio Tremonti e il Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio. Il primo sostiene che *“il collocamento dei bond Cirio alla clientela retail appare un collocamento di massa e quindi sarebbe stata necessaria la redazione di un prospetto informativo analitico”* e chiede al Governatore *“se nei confronti delle banche coinvolte nel collocamento siano state assunte iniziative da parte della Banca d'Italia nell'esercizio dell'azione di vigilanza”* e *“se siano emersi comportamenti funzionali a trasferire alla clientela retail rischi che le banche non sono disposte a mantenere a proprio carico”*<sup>109</sup>.

Alle accuse Fazio risponde disertando la riunione del CICR indetta in data 16 ottobre 2003 per discutere dell'argomento<sup>110</sup>. L'opinione del Governatore arriva il 31 ottobre in occasione della 79ª Giornata Mondiale del Risparmio. Nel suo intervento Fazio afferma:

*“Come avvenuto nella maggior parte delle emissioni obbligazionarie sull'euromercato, i titoli sono stati ceduti a banche e ad investitori istituzionali da parte dei soggetti partecipanti ai consorzi di collocamento. Una quota di questi è stata acquistata da investitori privati nell'ambito di operazioni di negoziazione con le banche [...] Nella negoziazione di valori mobiliari le banche sono assoggettate alle regole di comportamento stabilite per le operazioni di sollecitazione all'investimento, collocamento e negoziazione di strumenti finanziari”*<sup>111</sup>.

In sostanza, la Banca d'Italia non avrebbe responsabilità in materia, poiché il suo intervento si colloca esclusivamente in una fase anteriore a quella della negoziazione. In base all'art.129<sup>112</sup> del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB),

---

<sup>108</sup> Vedi *supra*, nota 85.

<sup>109</sup> BOCCIARELLI, *Tremonti: Ai bond Cirio serviva il prospetto*, Il sole 24ore, 17/10/2003.

<sup>110</sup> LEPRI, *Il tesoro: In 100 giorni banca d'Italia non si è fatta un'opinione sui bond Cirio*, La Stampa, 17/10/2003.

<sup>111</sup> Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio alla 79ª Giornata Mondiale del Risparmio, Roma, 31 ottobre 2003.

<sup>112</sup> Il testo dell'art.129 del D.L.vo 365/1993 recita al secondo comma: “le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri non liberamente effettuabili ai sensi del comma 1 sono comunicate alla banca d'Italia a cura degli interessati.

infatti, alla banca centrale spetta controllare l'immissione nel nostro mercato di un bond emesso su un mercato estero, approvando, con un meccanismo di silenzio assenso, il documento redatto dalla banca che organizza il collocamento.

Ma un simile controllo – malgrado le voci che hanno accusato la banca centrale di non aver adeguatamente valutato l'opportunità di consentire nel nostro ordinamento l'immissione dei titoli suddetti – non si estende, per interpretazione unanime, al merito della emissione obbligazionaria<sup>113</sup>, né si traduce in un giudizio sull'affidabilità dell'emittente e tanto meno sulla sua solvibilità.

L'art.129 TUB, inoltre, si applicherebbe, secondo l'interpretazione maggiormente diffusa anche se non unanime, solo al mercato primario (ossia alla fase che va dal lancio dell'emissione al momento in cui l'emittente incassa il finanziamento) e non al secondario (ossia alla compravendita dei titoli in circolazione in seguito alla data di pagamento dell'emissione obbligazionaria). Infatti, secondo uno studio diffuso dalla divisione vigilanza della Banca d'Italia nell'Ottobre 2003 sullo sviluppo del mercato delle obbligazioni, la tutela approntata dall'art.129 è limitata esclusivamente ai profili di stabilità ed efficienza dei mercati, essendo essa volta ad impedire che si riversino sul mercato in un solo giorno quantità ingenti di obbligazioni o titoli indicizzati in base ad un paniere inesistente<sup>114</sup>.

Conseguenza ne è che tale forma di controllo non potrebbe operare in relazione a strumenti finanziari richiesti dalla clientela allo sportello<sup>115</sup>.

Ed è in tale sede soltanto che le banche avrebbero venduto le obbligazioni agli investitori privati: trattative personalizzate e non appello generalizzato al pubblico risparmio. Poiché l'attività di negoziazione sul mercato secondario rientra nelle attività qualificate come prestazione di servizi di investimento ai sensi dell'art. 1 del TUF, il

---

La comunicazione indica le quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari nonché le modalità ed i tempi di svolgimento dell'operazione. Entro 15 giorni dal ricevimento della comunicazione la Banca d'Italia può chiedere informazioni integrative.

L'operazione può essere effettuata decorsi 20 giorni dalla comunicazione ovvero, se richieste, delle informazioni integrative. 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 delle deliberazioni del CICR, 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 del medesimo comma 1..."

<sup>113</sup> La tesi riportata è sostenuta, infatti, dalla dottrina prevalente (per tutti cfr., ANTONUCCI, *L'accesso diretto delle imprese al capitale di credito*, Banca, borsa, titoli di credito, 1996,I, p.631). Che il controllo sia strettamente correlato al mantenimento della stabilità del mercato è stato espressamente sostenuto dall'attuale Governatore della banca d'Italia Antonio Fazio, nel discorso tenuto a Roma il 31 ottobre 2003 in occasione della 79ª Giornata Mondiale del Risparmio.

<sup>114</sup> L'Organo di Vigilanza, in conformità con il contenuto della delibera CICR del 12 gennaio 1994, può differire o vietare il compimento dell'operazione qualora ritenga che dall'immissione degli strumenti finanziari sul mercato possa derivare un pericolo alla stabilità del mercato stesso.

<sup>115</sup> BUFACCHI, *Fazio: "Niente stop sui bond"*, Il sole 24ore, 28/11/2002.



controllo su di essa, attinente ai profili della trasparenza, compete alla sola Consob e la normativa di riferimento è costituita dal già citato regolamento n.11522/98.

In sostanza, nella vicenda in esame la banca centrale sostiene che non sussistessero i presupposti per un suo intervento: né in base al 129 TUB, perché i bond Cirio non presentavano caratteristiche dissimili da altri prestiti obbligazionari esteri precedentemente autorizzati e dall'esito positivo, né in base ai poteri (informativi, ispettivi, sanzionatori) attribuiti da TUF<sup>116</sup>, perché il loro esercizio è limitato alle materie di sua competenza e dunque ai soli profili di sana e prudente gestione.

Infine, ha sostenuto Fazio, la Banca d'Italia non avrebbe potuto neppure conoscere delle difficoltà finanziarie del gruppo non essendo essa provvista di poteri nei confronti delle società emittenti<sup>117</sup>.

#### **2.4.2 Consob**

Anche la Consob, in qualità di autorità di vigilanza del mercato finanziario, è chiamata in causa nella vicenda Cirio per un duplice ordine di motivi. Da un lato essa è, secondo la ripartizione di competenze prevista dall'art. 5 del Testo Unico della Finanza (TUF), competente per il controllo sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti dei oggetti abilitati, tra i quali rientrano anche le banche nella prestazione di servizi di investimento<sup>118</sup>; dall'altro essa è anche deputata a vigilare sui soggetti che emettono strumenti finanziari, in base alle disposizioni del Titolo II del TUF.

Per quanto concerne il primo aspetto, il D. L.vo 58/98 dota la Commissione di poteri informativi, ispettivi e sanzionatori, che essa può esercitare nell'ambito delle materie di rispettiva competenza<sup>119</sup>. Nel caso delle obbligazioni Cirio, gli interventi della Consob sulle banche attive nel collocamento hanno avuto inizio solo dopo il *default*. Un intervento di tipo preventivo si sarebbe potuto realizzare sotto forma di revisioni specifiche dell'organizzazione interna dell'intermediario, ma non si sarebbe potuto esplicare nel controllo *ex ante* sull'operato del singolo sportellista<sup>120</sup>. D'altro canto, le

---

<sup>116</sup> Art. 5 e ss. del TUF.

<sup>117</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>118</sup> Il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58 (adottato con delibera della Consob n.11522 del primo luglio 2000 e successive modificazioni) si applica agli intermediari autorizzati, tra i quali sono comprese le banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (art. 25 comma 1 lettera d).

<sup>119</sup> Artt. 6, 8, 10 e ss TUF.

<sup>120</sup> CARDIA, *Audizione* 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

modalità del collocamento dei Cirio bond non presentavano caratteristiche differenti rispetto ad altri collocamenti precedentemente effettuati che potessero giustificare controlli specifici.

Anche i controlli *ex post*, tuttavia, non si presentano ad oggi particolarmente efficaci. L'autorità ha selezionato, in una rosa di cento intermediari partecipanti al collocamento, i dieci più attivi sottoponendoli ad accertamenti ispettivi (aprile 2003)<sup>121</sup>. Le risultanze delle ispezioni effettuate sono attualmente al vaglio della Commissione.

La competenza della Consob non è, però, limitata agli intermediari: in base alla parte II del TUF essa è deputata a vigilare anche sui soggetti emittenti.

In questo ambito il controllo dell'autorità è stato sicuramente più costante rispetto a quello sugli intermediari e, malgrado questo, non è riuscito a prevenire la crisi. La Consob ha esercitato la propria vigilanza informativa sul gruppo in modo sistematico a partire dal 2000, in relazioni alle più rilevanti operazioni finanziarie del gruppo. In modo particolare l'attenzione dell'autorità è attirata dalla ormai nota operazione Cirio-BombriL dalla quale è derivato un consistente incremento dei crediti infra-gruppo (circa 550 mldL)<sup>122</sup>. Ciò ha indotto l'autorità a monitorare la complessiva esposizione debitoria del gruppo, per verificare, in modo particolare, la effettiva esigibilità dei crediti nei confronti delle altre società. Sia i revisori sia gli amministratori forniscono rassicurazioni alla Consob, i primi non esprimendo alcun rilievo sulla recuperabilità dei crediti verso parti correlate, i secondi confermando la volontà di procedere al più presto ad una serie di rilevanti dismissioni per acquisire liquidità.

Ciò non è servito, tuttavia, ad evitare il *default*, a seguito del quale la Consob seguita ad esercitare i propri poteri di controllo, richiedendo che siano trasmessi comunicati mensili sulla situazione finanziaria del gruppo e impugnando il bilancio 2001<sup>123</sup>. Nello stesso tempo essa avvia accertamenti ispettivi nei confronti della società di revisione *Grant Thornton*, attualmente ancora in corso<sup>124</sup>.

---

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; cfr inoltre Art. 6 comma 2 TUF.

<sup>121</sup> Di questi dieci, solo sei sono stati oggetto di ispezioni da parte della Consob. Per i restanti quattro erano già in corso, ad altri fini, accertamenti ad opera della Banca d'Italia, alla quale la Consob a chiesto di effettuare specifici accertamenti.

<sup>122</sup> La disposizione del TUF in base alla quale la Consob può richiedere informazioni agli emittenti quotati è l'art 114 comma 3. In base ad essa la Consob può richiedere ai soggetti indicati nel comma 1 ( emittenti quotati e soggetti che li controllano) che siano resi pubblici con le modalità da essa stabilite notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblici. In caso di inottemperanza la Consob provvede a spese degli interessati.

<sup>123</sup> Essa fonda la propria impugnazione sulla violazione degli artt. 2423 bis I, 2426 VIII, 2423 II-III, sostenendo l'esistenza di irregolarità nella valutazione dei crediti con parti correlate e nella descrizione degli impegni derivanti dai prestiti obbligazionari.

<sup>124</sup> Il sostato normativo per l'esercizio di detti poteri è l'art115 del TUF che consente alla Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, anche in via generale di:

Secondo l'opinione del Presidente della Consob Cardia, l'attività della Commissione ha consentito di realizzare il più elevato grado di trasparenza possibile alla luce della normativa vigente; le cause del crack non sarebbero, pertanto, riconducibili solo all'opacità delle operazioni, ma ad una pluralità di fattori, tra cui in primo luogo il fallimento della trattativa con Clorox, che ha lasciato sprovvisto il gruppo di una liquidità sulla quale faceva affidamento, e l'inesigibilità di crediti verso società correlate della cui effettività non appariva lecito dubitare.

#### **2.4 Alcune riflessioni**

Il caso delle obbligazioni Cirio (e più di recente il caso Parmalat<sup>125</sup>) ha imposto una seria riflessione sul funzionamento del nostro sistema finanziario e sulla efficacia delle norme che lo regolano. È, infatti, attualmente in corso dinanzi alle Commissioni riunite di Camera e Senato<sup>126</sup> un'indagine conoscitiva in relazione ai rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, allo scopo di accertare eventuali responsabilità in materia, ma soprattutto per individuare gli aspetti della normativa vigente che necessitano di un tempestivo intervento di riforma.

La Cirio stigmatizza un comportamento piuttosto diffuso sul nostro mercato: eccesso di debiti dovuto ad un programma di espansione in settori diversificati, ricorso sistematico al mercato obbligazionario, strutture societarie poco trasparenti<sup>127</sup>, cui si

---

a) richiedere agli emittenti quotati ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi 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 ;

c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nella lettera a ;

I poteri previsti dalle lettere a e b possono essere esercitati nei confronti dei soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art.120 o che partecipano a un patto previsto dall'art.122.

<sup>125</sup> Il crack finanziario della Parmalat si verifica gli ultimi giorni del mese di dicembre 2003. Le procure di Parma e Milano indagano: la prima per bancarotta e associazione a delinquere, la seconda per aggio, falso in bilancio e concorso nel falso delle società di revisione. I vertici del gruppo con l'aiuto dei revisori avrebbero creato un falso fondo di investimento (il fondo Epicurum), falsi estratti bancari (*in primis* l'estratto da cui risultava un credito presso la Bank of America per 3,95 miliardi € poi risultato inesistente) e una società, la Bonlat, con sede nelle isole Cayman che fungeva da stanza di compensazione tra i flussi di capitali movimentati: i fondi che ad essa affluivano e che sarebbero dovuti servire – secondo il bilancio – ad acquistare titoli, fondi e a riacquistare bond, servivano, invece, a compensare le perdite delle società operative del gruppo o a finanziare fondi (come Epicurum) per altre speculazioni. Il passivo altissimo della società era allora coperto da un attivo inesistente. Fonte : La Repubblica, 24/12/2003.

<sup>126</sup> Le Commissioni in questione sono la 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.

<sup>127</sup> ONADO, *La riforma necessaria*, Il sole 24 ore 7/1/2004.

aggiungono intricati rapporti con il sistema bancario e assenza di controlli realmente efficaci<sup>128</sup>.

Il crack finanziario del gruppo agro-alimentare rivela senza dubbio l'inadeguatezza della normativa finanziaria attualmente vigente, che appare ancora improntata ad un assetto istituzionale non orientato al mercato, ma alla gestione amministrativa dell'economia<sup>129</sup>. Basti pensare alla funzione del tanto discusso art.129 TUB creato per consentire alla banca centrale di controllare i flussi finanziari immessi nel nostro mercato secondo uno schema dirigitico non compatibile con la moderna logica di mercato.

Per evitare il ripetersi di fatti come quello esaminato è, senza dubbio, necessario riformare la normativa vigente agendo a livelli diversi. La regolamentazione del mercato, infatti, comprende da un lato gli istituti giuridici che incidono sulla tutela dei creditori e degli azionisti, sull'esecuzione dei contratti finanziari, i principi di corporate governance e i poteri di indirizzo politico sul sistema finanziario propri del settore pubblico e dall'altro la vigilanza in senso stretto con le autorità e i poteri loro attribuiti.

In relazione ai problemi delle scatole cinesi e del ricorso ad "operazioni con parti correlate" la vicenda sopra descritta dimostra come la richiesta di informazioni da parte dell'autorità, anche se costante, può non essere sufficiente ad evitare degenerazioni patologiche, soprattutto quando le società coinvolte hanno sede in paradisi fiscali o comunque paesi nei quali la regolamentazione è più elastica della nostra. In tali ipotesi, inoltre, alle difficoltà che normalmente l'autorità incontra nel reperire informazioni dall'estero si aggiungono, talvolta, revisioni contabili non efficienti.

Sarebbe necessario, pertanto, garantire una maggiore trasparenza dei meccanismi societari, l'uniformazione della normativa internazionale, chiarezza ed uniformità nei criteri di redazione dei bilanci, da cui discenderebbe un più agevole controllo da parte delle autorità competenti anche in termini di affidabilità del soggetto vigilato.

Il caso Cirio, inoltre, ha evidenziato, sotto un diverso profilo, l'insufficienza della normativa sul collocamento dei bond senza *rating* e sul conflitto di interesse che ha interessato le banche che hanno intermediato i titoli. La partecipazione delle banche nel ricorso a forme di finanza creativa da parte degli imprenditori è di per sé legittima: l'emissione di un bond allo scopo di ridurre l'indebitamento è di sempre maggiore utilizzo e non incontra ostacoli nella normativa vigente. Il problema si pone quando le emissioni estere sono assistite da garanzie sulla cui attendibilità l'autorità non può

---

<sup>128</sup> NAPOLETANO, *Pera: "Il Governo deve agire subito"*, Il sole 24 ore, 8/1/2004.

<sup>129</sup> LOCATELLI, *Visentini: "Cirio è solo la punta dell'iceberg"*, Il sole 24ore,

vigilare e quando i titoli sono venduti alla clientela privata, spesso inconsapevole, perché le banche non vogliono più assumersi in proprio il rischio connesso<sup>130</sup>.

In merito al primo aspetto, si è rilevato come i bond Cirio siano stati emessi tutti in Lussemburgo con la garanzia di altre società del gruppo, non incorrendo pertanto nei limiti quantitativi del vecchio art.2410. Trattandosi di garanti esteri, il controllo della Consob non ha avuto modo di esplicarsi; d'altra parte, anche per le emissioni di Cirio Finanziaria, quotata alla Borsa di Milano, il controllo non ha potuto spingersi oltre i dati formalmente contenuti nel bilancio, riconducendo la problematica nell'alveo della efficacia e pregnanza dei controlli sulla contabilità.

In relazione al secondo profilo, quello della responsabilità degli intermediari, più direttamente connesso alla tutela dei risparmiatori, una possibile soluzione potrebbe essere l'introduzione anche in Italia di una regola come la "rule 144" della SEC americana che impedisce per un anno la vendita ai risparmiatori di titoli acquistati su un mercato non regolamentato, o attraverso un collocamento privato o, più in generale tramite transazioni che non comportano l'offerta al pubblico. In questo modo la banca, essendo costretta a sopportare per un periodo di tempo così lungo il rischio di insolvenza dell'emittente, sarebbe incentivata a valutare con maggiore attenzione il merito di credito da assegnare all'emittente<sup>131</sup>. A ciò potrebbero aggiungersi forme di garanzia da parte degli intermediari che partecipano al collocamento, in caso di *default* dell'emittente<sup>132</sup> e potrebbe essere introdotti limiti alla diffusione presso il pubblico di obbligazioni prive di *rating*.

L'attenzione dovrebbe poi rivolgersi all'attuale assetto della vigilanza. Oggi in Italia opera un modello per così dire ibrido (è infatti un misto tra modello per finalità e per soggetti): la Banca d'Italia vigila sulla stabilità del mercato e dei singoli intermediari, ma con riferimento alle banche ha anche poteri in tema di correttezza dei comportamenti e concorrenza; la Consob è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari non bancari ed esercita anche la vigilanza sulle società con azioni quotate in borsa; l'Autorità garante della Concorrenza e del Mercato si occupa della concorrenza; Isvap e Covip si occupano, invece, in via

---

<sup>130</sup> PULEDDA, *Banche che sbagliano. I perché di un disastro annunciato*, Affari & Finanza, La Repubblica, 11/1/2004.

<sup>131</sup> LOCATELLI, *"Sui corporate bond seguiamo il modello SEC". Parla l'ex commissario Consob Filippo Cavazzuti*, Il sole 24 ore, 8/1/2004.

<sup>132</sup>L'art. 38 del disegno di legge recentemente approvato dal Governo prevede l'estensione alle emissioni estere della garanzia dell'intermediario in caso di collocamento sul mercato secondario di obbligazioni destinate ad investitori professionali, secondo quanto previsto dal nuovo art. 2412 comma 2 c.c.

esclusiva di compagnie di assicurazione e fondi pensione, rispettivamente, secondo un criterio di ripartizione per soggetti<sup>133</sup>.

Avendo dinanzi agli occhi un quadro tanto complesso e articolato, la soluzione inizialmente caldeggiata da molti, e poi abbandonata, si sostanziava nella costituzione di una nuova *authority* del risparmio, che avrebbe dovuto inglobare le competenze dell'attuale Consob, con poteri inquisitori e sanzionatori però rafforzati, ed assorbire le competenze della Banca d'Italia in tema di vigilanza sui mercati ed in modo particolare sull'emissione dei bond<sup>134</sup>.

È stato autorevolmente sostenuto<sup>135</sup> che la problematica portata in primo piano dai casi Cirio è quella dell'inevitabile conflitto tra stabilità e trasparenza. La prima, sicuramente, porta a considerare in modo favorevole operazioni come quella del collocamento di un bond che fruttano alle banche ingenti commissioni e che ne riducono il rischio e ne rafforzano il patrimonio.

La seconda richiede, invece, che siano comunicate agli investitori tutte le informazioni necessarie a consentire una corretta valutazione del rischio dell'investimento, prescindendo dalla possibilità che ciò riduca i profitti delle banche. Si tratta di un conflitto insanabile, che nel nostro ordinamento coinvolge la competenza di due differenti soggetti, Consob e Banca d'Italia. I ruoli e i poteri delle due autorità sono fortemente diversi, in ragione della loro storia e della stessa struttura del nostro mercato.

Che il sistema finanziario italiano sia banco-centrico non può essere negato. Il ricorso al mercato a fini di finanziamento da parte delle imprese è ancora limitato: le banche restano la loro principale fonte di finanziamento. E la fitta trama di rapporti che ne deriva può facilmente scivolare nella patologia – come nel caso Cirio – quando i controlli non sono efficaci.

Da un lato c'è la Banca d'Italia, che vigila sul mercato al solo fine di garantirne la stabilità (e di essa il Governatore Fazio si è detto ampiamente soddisfatto<sup>136</sup>); questo, tuttavia, non deve tradursi in una vigilanza tutoria mirata a preservare il sistema da ogni possibile cedimento.

Dall'altro c'è la Consob, che dovrebbe garantire trasparenza, ma che non è dotata di poteri – soprattutto ispettivi e sanzionatori – sufficientemente ampi da risultare efficaci, basti pensare al mercato delle obbligazioni bancarie che è sottratto al

---

<sup>133</sup> DI NOIA - PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, Quaderni di Finanza Consob, 30/9/1998.

<sup>134</sup> BUFACCHI, *Authority, Il nodo dell'indipendenza*, Il sole 24ore, 8/1/2004.

<sup>135</sup> ONADO, *La riforma necessaria*, Il sole 24 ore 7/1/2004 e SARCINELLI, *Il risparmio chiede modifiche a tutto campo*, Il sole 24 ore 9/1/2004.

<sup>136</sup> GIANNINI, *Fazio: "La Banca d'Italia non ha colpe, ma ora è giusto rafforzare Consob"*, La Repubblica, 24/12/2003.

suo controllo. Paragonata ad autorità come la SEC statunitense o la FSA britannica, la nostra Consob non appare fornita di adeguati strumenti d'azione oltre che di sufficienti risorse umane e finanziarie.

D'altro canto il conflitto tra stabilità e trasparenza particolarmente acuto nel nostro paese, che ha da poco privatizzato le proprie banche e si sta avvicinando – non senza problemi – alle logiche del libero mercato potrebbe aggravarsi in presenza di un unico soggetto competente<sup>137</sup>. Tema, infatti, collegato a quello delle autorità di vigilanza è quello della loro indipendenza e dei meccanismi mediante i quali esse sono chiamate a rispondere del proprio operato. La creazione di una nuova autorità contestualmente responsabile per la trasparenza e la stabilità del mercato potrebbe riproporre ed acuire il problema di un *regulator* che si muove al di fuori dei limiti normativi, che interviene in modo “politico” con forme di persuasione morale che influenzano il comportamento dei soggetti vigilati al di fuori delle sedi istituzionali, se i suoi poteri non sono adeguatamente bilanciati da forme di controllo che al contempo non incidano negativamente sulla sua indipendenza.

Simili problematiche, tuttavia, hanno perduto già parte della loro rilevanza, poiché la strada sulla quale ci si sta attualmente muovendo è quella del rafforzamento e perfezionamento delle strutture di controllo esistenti.

Il disegno di legge attualmente in discussione lascia, infatti inalterato il nostro modello di vigilanza sotto l'aspetto istituzionale, modificando il riparto di competenze tra le autorità solo in relazione ai controlli sulla concorrenza tra banche e sugli assetti proprietari che dalla Banca d'Italia passerebbero all'autorità Antitrust.

Accogliendo le istanze di parte della dottrina, la riforma intenderebbe modificare le procedure di nomina dei componenti degli organi direttivi della “nuova” Consob, denominata Autorità per la tutela del Risparmio e dotarla di maggiori poteri informativi e sanzionatori nei confronti degli operatori del mercato (emittenti e intermediari) e nei confronti delle società di revisione. In tale contesto, si mostra, allora, particolarmente utile avere riguardo ad esperienze maturate in altri paesi. L'impianto strutturale e l'operatività di organismi di controllo quali la SEC americana o la FSA britannica rappresentano modelli meritevoli di attenzione, soprattutto alla luce degli efficaci rimedi che esse hanno saputo approntare al verificarsi di casi parzialmente analoghi a quello italiano<sup>138</sup>.

---

<sup>137</sup> CARABINI – ROMANO, “è l'ora delle authority gemelle” Padoa –Schioppa, *Consob più forte, ma la stabilità resti a Bankitalia*, Il sole 24 ore, 9/1/2004. L'ex Presidente della Consob sostiene che sarebbe un errore sottrarre il controllo sulle banche alla banca centrale, non solo perché la presenza di due autorità consentirebbe di gestire il conflitto stabilità/trasparenza in modo più efficiente, ma soprattutto per non perdere i legami strettissimi di conoscenza tra singole banche e banca centrale, che agevolano il controllo sulla stabilità.

<sup>138</sup> LOCATELLI, “Sui corporate bond copiamo il modello SEC”. *Parla l'ex-commissario Consob Filippo Cavazzuti*, Il sole 24 ore, 8/1/2004; cfr. inoltre, POLIDORI, *Una superConsob modello USA*, La Repubblica,

Limitando l'analisi alla FSA, il caso *Lloyd's TSB* offre interessanti spunti di riflessione. Va preliminarmente ribadito in tale vicenda non sono assolutamente presenti problematiche attinenti i rapporti infragruppo e latenti difficoltà finanziarie del soggetto emittente; se, però, si valuta il comportamento tenuto dall'autorità in merito alla fase della negoziazione dei titoli allo sportello si può notare come *ex ante* essa stesse svolgendo attività generali di revisione delle pratiche di vendita impiegate dalla società e come *ex post* sia intervenuta in modo rigoroso e tempestivo. Tale intervento, come visto, ha consentito che i risparmiatori fossero risarciti e ha rappresentato monito per le altre imprese ad astenersi da comportamenti analoghi, poiché all'atto della pubblicazione della sanzione è stato reso noto anche l'intero *iter* procedimentale che ha condotto alla sua adozione.

Al necessario rafforzamento dei poteri sanzioni dovrebbe, secondo quanto insegna l'esperienza inglese, accompagnarsi un effettivo e trasparente uso degli stessi da parte dell'autorità; ciò rappresenterebbe un valido deterrente per gli intermediari e nello stesso tempo renderebbe l'operato dell'autorità maggiormente trasparente ed *accountable*.

---

27/12/2003; RAMPINI, *Negli States mega-multe e regole di ferro. La lezione Enron ha lasciato il segno*, La Repubblica, 27/12/2003.