

Da Il Sole 24 Ore del 19-12-2006

Nel Maelstrom della frode finanziaria *di Marco Onado*

Il dissesto Parmalat ha cause finanziarie profonde che mettono in evidenza alcuni vizi strutturali del capitalismo privato italiano e di molte banche. E' perciò utile ripercorrere la vicenda, per ricordare le cifre fondamentali di quel crack. A partire da una crescita basata solo sui debiti. E' troppo semplice attribuire tutto alle frodi: queste sono state lo strumento per coprire una situazione sempre più squilibrata e ovviamente hanno dovuto diventare sempre più grandi e sempre più sofisticate

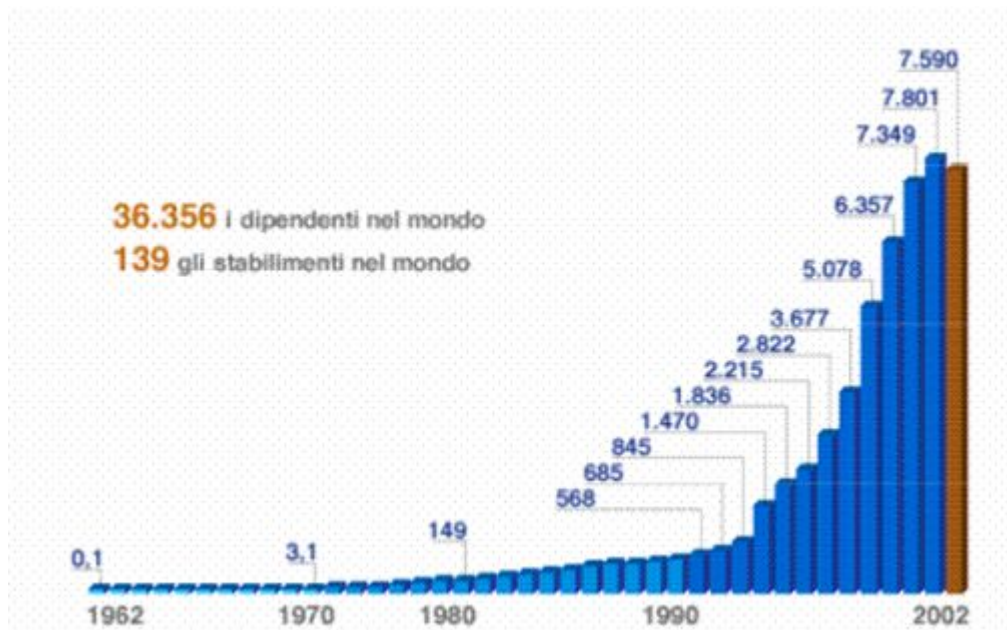
Dai drammatici giorni del **dissesto Parmalat** l'attenzione si è concentrata soprattutto sui temi della tutela dei risparmiatori e del rilancio produttivo del gruppo. È bene però ricordare che il dissesto – uno dei più gravi della storia economica italiana che pure è dolorosamente ricca di fatti criminosi – ha cause finanziarie profonde che mettono in evidenza alcuni vizi strutturali del **capitalismo privato** italiano e di molte **banche**, compresa qualcuna di grande tradizione internazionale e altrettanta disinvoltura nei confronti delle operazioni più spericolate.

Nel terzo anniversario del dissesto è dunque utile compiere un'operazione didascalica per ricordare le cifre fondamentali del clamoroso crack. È troppo semplice attribuire tutto alle **frodi**: queste sono state lo strumento per coprire una situazione sempre più squilibrata e ovviamente hanno dovuto diventare sempre più grandi e sempre più sofisticate. Come ogni bugia chiama bugie più grosse, così la frode finanziaria trascina l'impresa in un vortice da cui è impossibile sfuggire: un incubo analogo a quello descritto da Edgar Allan Poe nel racconto "Una discesa nel Maelstrom".

Il mio contributo ha dunque solo finalità didascaliche e si rivolge a quanti, in primo luogo studenti, intendono documentarsi e riflettere su questo importante fatto. I **dati** sono tratti soprattutto dalla relazione del commissario straordinario, Enrico **Bondi**, e da quella del consulente (Stefania Chiaruttini, consulente tecnico d'ufficio, o Ctu) di uno dei pubblici ministeri al lavoro sul caso. Il Maelstrom di Parmalat può essere riassunto in sette passaggi ciascuno dei quali verrà documentato con le cifre fondamentali.

1) Parmalat è sempre stata un'azienda finanziariamente fragile, vittima di una contraddizione insanabile in capo al suo azionista di controllo, Calisto Tanzi, il quale concepiva piani di crescita sempre più ambiziosi, ma nello stesso tempo era totalmente refrattario all'idea di immettere capitali propri nell'azienda.

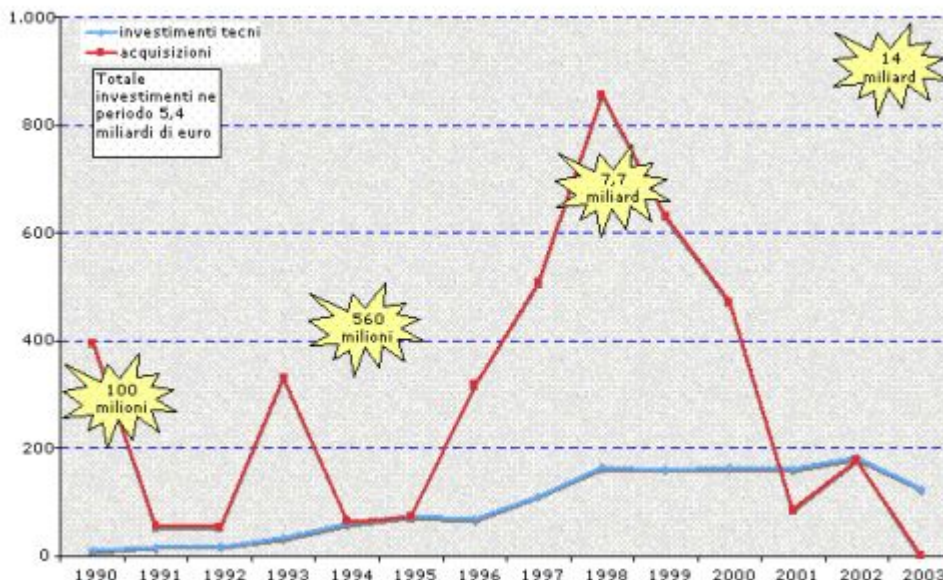
Dal negozio di villaggio a una multinazionale presente in 139 paesi: queste le cifre della crescita di Parmalat dal 1962 (circa 100mila euro) al 2003 (oltre 7,5 miliardi), sintetizzate dal grafico che segue. Il che significa tassi di crescita annui del 44 per cento nel primo ventennio e del 21 nel secondo.



La **crescita del fatturato** è determinata soprattutto dall'estensione della base produttiva realizzata con acquisizioni in tutti i continenti. Nel complesso, dal 1990 al 2003, il gruppo effettuerà investimenti per 5,4 miliardi di euro, di cui 4 per acquisizioni.

In una espansione così vistosa non poteva mancare qualche errore di carattere tattico e strategico. Sul primo versante, alcune **acquisizioni** in paesi stranieri si riveleranno prive di prospettive commerciali adeguate, ma sono errori tutto sommato marginali, inevitabili in una dinamica così intensa (per di più diretta da una sola persona). Il commissario straordinario Enrico **Bondi**, nella sua opera di risanamento, procederà ad alcuni tagli del *core business*, ma si tratta di potature di una pianta complessivamente sana. Più gravi sono gli errori strategici, che riflettono vizi antichi degli industriali italiani, sempre pronti a trovare sbocchi in settori che assicurano consenso e appoggi politici (Tv, calcio) ma divorano risorse. Anche questo però non spiega la fragilità finanziaria di fondo e tanto meno le frodi.

Lo squilibrio strutturale è dimostrato dalla figura seguente, che indica gli investimenti dal 1990 al 2003 e (nei riquadri) i valori dell'**indebitamento** complessivo alle varie date.



Il grafico dimostra come la febbre delle acquisizioni abbia fatto esplodere il fabbisogno finanziario (bisogna naturalmente tener conto anche delle esigenze di capitale circolante per soddisfare le esigenze di produzione e vendita su un impero produttivo sempre più vasto) e di conseguenza l'indebitamento. Dal 1990 al 2003, i debiti crescono del 42 per cento all'anno. Il motivo è uno solo: tutta questa crescita è basata solo **sui debiti**. Niente male per un'azienda che alla fine degli anni Ottanta aveva attraversato la sua prima crisi finanziaria. E questo ci porta alla seconda sequenza del nostro film dell'orrore.

2) La quotazione in Borsa viene utilizzata solo per risolvere i problemi finanziari dell'azionista di controllo.

L'eccesso di indebitamento accumulato nei primi venti anni porta a un piano di risanamento curato dalle banche (e favorito dal governo di allora e in particolare da Ciriaco De Mita, allora potente segretario della Dc) e alla quotazione in Borsa.

Leggiamo quello che scrive un autorevole giornalista finanziario sulla situazione di Tanzi negli anni Ottanta. "La lunga cavalcata dell'ambizioso ragioniere di Collecchio sembrava già molto vicina al capolinea. Già allora, venti anni fa, la nave Parmalat faticava a tenere il mare. Stava a galla grazie all'appoggio garantito dalle banche. Ma a quel tempo, molto più di oggi, il **sistema creditizio** dipendeva quasi per intero dai partiti. Ovvero in massima parte dalla Democrazia cristiana, che a sua volta assegnava le poltrone sulla base degli equilibri fra le varie correnti interne. Tanzi, che era di casa nei palazzi democristiani, riuscì così a ottenere il sostegno finanziario di cui aveva assoluto bisogno. Per sopravvivere l'imprenditore emiliano si fece stringere al collo un guinzaglio da cui non riuscì mai più a liberarsi". **(1)**

Nel 1989 un gruppo di banche (tutte vicine alla Dc) organizza il pool per il prestito che porta nuove risorse al gruppo in difficoltà e pone le premesse per lo sbarco in Borsa, che però viene realizzato con tre manovre finanziarie:

i) la quotazione viene realizzata conferendo Parmalat a una società finanziaria già quotata, praticamente una scatola vuota. In questo modo si evita il collocamento pubblico e la redazione di un prospetto informativo per risparmiatori;

ii) la conseguenza è che la società quotata (subito ridenominata Parmalat Finanziaria) ha come unico asset una società operativa, dunque è la più classica delle "scatole cinesi".

iii) La quotazione prevede un aumento di capitale per 600 miliardi, ma nelle casse societarie ne arrivano circa 300 miliardi, perché la società operativa viene ceduta da Tanzi a un prezzo che gli consente esattamente di intascare con la mano sinistra i mezzi che fornisce all'impresa con la mano destra in occasione dell'aumento di capitale.

Con questa tripla capriola, il gioco è fatto. La crisi finanziaria è superata (almeno in apparenza) e Parmalat Finanziaria è controllata al 51 per cento da una società (Coloniale) della famiglia Tanzi, di cui Calisto detiene comunque il 51,8 per cento. Come afferma il Ctu (pag. 49): "L'operazione (...) consente alla famiglia Tanzi, sostanzialmente senza esborsi di denaro, ma con i soli 300 miliardi raccolti sul mercato: i) di reperire il denaro necessario alla ricapitalizzazione di Parmalat; ii) di acquistare Parmalat ponendola sotto il controllo della società quotata, che poi muterà la sua denominazione in Parmalat finanziaria; iii) di mantenere il controllo della società quotata stessa".

Lungi dal placare le ambizioni dell'imprenditore emiliano, questo nuovo assetto è la premessa per un'ulteriore espansione senza freni sempre basata sull'indebitamento. Dal 1990 al 1994 l'indebitamento quintuplica (tasso di crescita annuo del 53 per cento). Ma il tasso di crescita quasi raddoppia nel quadriennio successivo che porta il debito a 7,7 miliardi alla fine del 1998. Cosa è successo in questo periodo?

Semplicemente Tanzi è sceso ulteriormente nel vortice del Maelstrom, cioè al livello in cui secondo la ricostruzione del Ctu (pag. 59) "entrano in scena una serie di istituti di credito internazionali che seguono l'espansione del gruppo nella veste di advisor nell'ambito delle operazioni di acquisizione e/o di lead manager di emissioni obbligazionarie". Sono queste banche (pag. 61) che concepiscono "una serie di operazioni di finanziamento con formule e clausole del tutto innovative" e spingono il gruppo "a porre in essere una serie di operazioni di vera e propria finanza strutturata".

Di fatto dunque è chiara la terza sequenza del nostro film.

3) La quotazione in Borsa è il trampolino di lancio per l'esplosione dei debiti, non per la raccolta di capitale di rischio.

Dal 1990 al 2003, le operazioni sul capitale portano alle casse di Parmalat solo 416 milioni di euro, cioè il 7,7 per cento degli investimenti realizzati, il 3 per cento della crescita complessiva del debito.

Secondo la ricostruzione del commissario straordinario Enrico Bondi, la gestione ha fornito risorse per 1 miliardo circa. **(2)**

Il che significa che l'indebitamento è cresciuto di ben **13,2 miliardi**.

Il motivo è uno solo: ogni aumento di capitale avrebbe costretto Tanzi a mettere mano al portafoglio se voleva mantenere da solo la maggioranza assoluta del gruppo. Di fatto, la leva azionaria concessa dal gioco delle scatole cinesi gli avrebbe consentito di sborsare solo il 25 per cento delle nuove risorse, ma anche questo era giudicato evidentemente eccessivo. Perché tirare fuori un solo euro, quando ci sono tante banche là fuori pronte a organizzare operazioni sempre più sofisticate e complesse?

Nei tempi della contestazione operaia una mano ignota aveva scritto sui muri di Mirafiori: "mi fate passare otto ore al giorno in questo inferno e pretendete anche che lavori?". Il motto di Tanzi suona più o meno così: "sono un imprenditore pieno di idee e di capacità realizzative e pretendete anche che ci metta i soldi?"

Di fatto però i soldi saranno non solo quelli delle banche, ma soprattutto quelli dei privati risparmiatori, perché dalla metà degli anni Novanta l'indebitamento si sposta sempre di più verso il mercato obbligazionario, come vedremo fra poco.

4) Il valore dell'attivo è stato gonfiato con una serie di manipolazioni contabili, che risalgono almeno all'inizio degli anni Novanta.

Un indebitamento che cresce esponenzialmente non è compatibile con un business dai ritorni tutto sommati modesti, come quelli del settore del latte. Per far quadrare i conti, Parmalat ha fatto ricorso a tutti i trucchi possibili. Alcuni, semplici e che sembrano tratti da un film di Totò e Peppino, consentivano di usare una stessa fattura per ottenere due finanziamenti. Dice infatti Bondi (pag. 5): "uno stesso documento veniva finanziato più volte; tale finanza, impropriamente ottenuta, ha contribuito anch'essa a mantenere in vita artificialmente il gruppo".

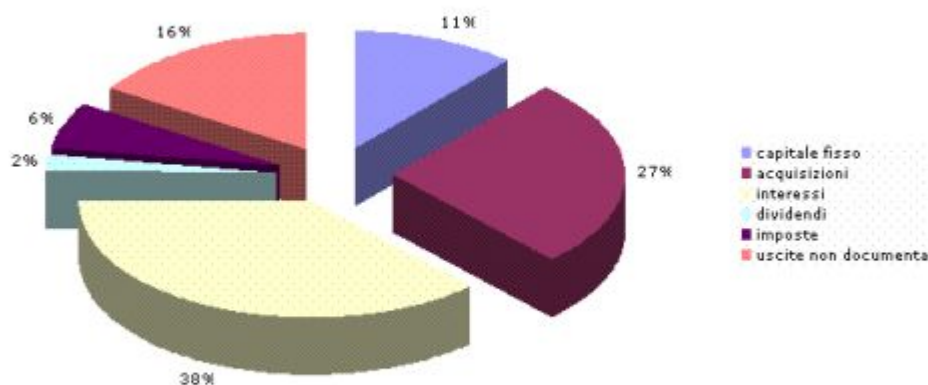
L'attività di **falsificazione contabile** diventa frenetica, a partire dalla fine degli anni Novanta, perché il buco da coprire è sempre più grosso e il vortice trascina in abissi sempre più profondi. Leggiamo in Malagutti (pag. 143): "Era Tonna [il direttore finanziario] che decideva le modalità tecniche con cui venivano occultate le perdite. In estrema sintesi il sistema funzionava nel modo seguente. Le società industriali iscrivevano all'attivo di bilancio crediti (in realtà inesigibili) che venivano girati a società off-shore del gruppo Parmalat. Di conseguenza, queste finanziarie vedevano aumentare i loro debiti, che risultavano compensati in modo molto semplice, quasi banale: inventando di sana pianta delle poste attive. Ovvero, conti bancari, titoli di credito, bond e quant'altro la fervida immaginazione dei falsari di Collecchio riusciva ad inventare".

Abyssus vocat abyssum, avrebbe detto Poe. E infatti, Parmalat si inventa anche il modo di **occultare i debiti**. Come? Leggiamo ancora Malagutti (pag. 146): "Ricorrendo al vecchio trucco dei cosiddetti *back to back*. In pratica, una finanziaria estera del gruppo di Collecchio apriva un deposito presso una banca. Quest'ultimo però serviva soltanto a garantire un prestito di uguale entità elargito dallo stesso istituto a un'altra società della galassia Parmalat. In altre parole, il deposito era vincolato, ma il vincolo non veniva segnalato in bilancio".

L'elenco potrebbe continuare, ma vale seguire il consiglio di Malagutti (pag. 148): "l'elenco delle tecniche di falsificazione contabile potrebbe proseguire ancora a lungo, ma non aggiungerebbe molto al nostro racconto. Meglio fermarsi allora, e citare un semplice dato evidenziato nell'analisi Price Waterhouse Coopers: al 30 settembre 2003 i debiti veri del gruppo Parmalat erano pari a 14,3 miliardi, più del doppio rispetto ai 6,4 indicati nella relazione alla stessa data presentata dalla società, l'ultima firmata da Tanzi".

5) Il vortice della finanza e delle falsificazioni ha fatto sì che quasi metà delle risorse finanziarie venisse assorbita da interessi e commissioni.

La relazione di Bondi contiene una tabella istruttiva sull'impiego dei 14,2 miliardi di euro complessivamente ottenuti dal gruppo nel periodo 1990-2003. Il grafico che segue indica appunto come è stata distribuita questa gigantesca torta.



Gli investimenti in capitale fisico sono solo l'11 per cento del totale; insieme alle acquisizioni arrivano al 38 per cento. Quasi il 40 per cento è rappresentato dal **pagamento di interessi**: in valore assoluto si tratta di 2,8 miliardi pagati al sistema bancario e 2,5 pagati agli obbligazionisti. Vedremo però che questi ultimi si troveranno al momento del dissesto con una quota ben superiore dell'indebitamento totale.

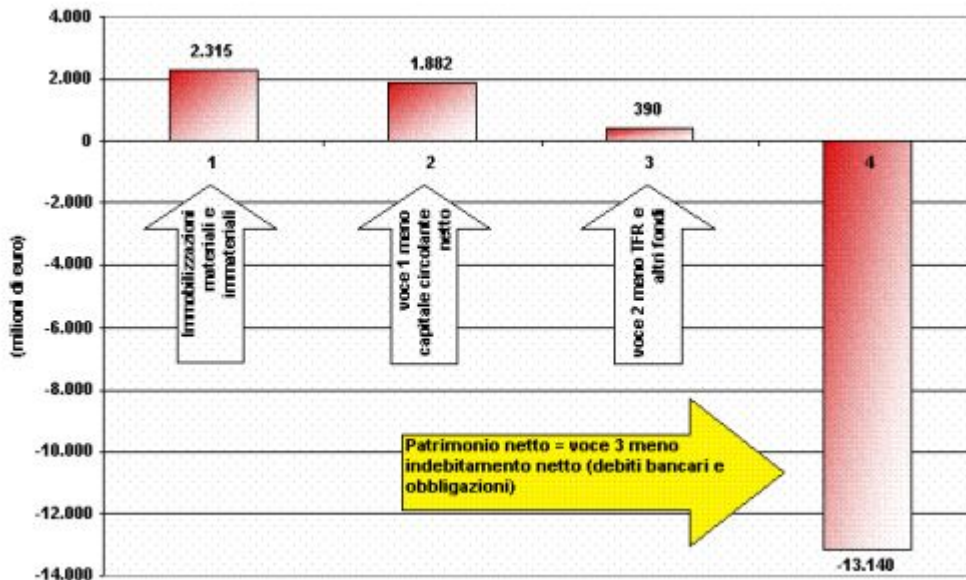
Chiosa Bondi (pag. 4): "In definitiva il gruppo si è dimostrato un vero e proprio divoratore di cassa perché cresciuto per linee esterne non redditizie, perché oberato da distrazioni imponenti e perché invischiato, per tentare di occultare lo stato di insolvenza, in operazioni finanziarie di grandi dimensioni e sempre più costose". Insomma, una produzione di debiti a mezzo di debiti che ha arricchito solo il sistema finanziario internazionale.

Merita poi di essere sottolineato che le **uscite non documentate** rappresentano il 16 per cento del totale. Si tratta di ben 2,3 miliardi di euro, che pudicamente Bondi definisce "distrazioni" come se fossero dovute solo al fatto che Tanzi si era dimenticato di prendere le pillole per la memoria e si era trovato in tasca qualche spicciolo non suo. In realtà sono i fondi che sistematicamente sono stati sottratti anno dopo anno alla società e agli azionisti di minoranza.

6) Novembre 2003: si scopre che il re è nudo.

A partire dal 2002, il mercato era sempre più nervoso sulla situazione finanziaria di Parmalat: non si capiva perché una società con un indebitamento così elevato avesse una liquidità così ingente. Il nervosismo cresce quando vari indizi dimostrano la difficoltà del gruppo a fare fronte agli impegni di rimborso dei bond in essere e a liquidare i presunti investimenti a breve. Alla fine, l'epilogo scontato: il 18 dicembre **Bank of America** comunica che il deposito per 4,9 miliardi di dollari che una società del gruppo (ovviamente ubicata alle Cayman Islands) pretendeva di avere presso la filiale di New York della banca, semplicemente non esisteva e il documento esibito da Parmalat era un falso. Una fotocopia, per giunta maldestra: Totò e Peppino avrebbero fatto senz'altro di meglio.

La società viene posta in **amministrazione straordinaria** e in poche settimane di duro lavoro Enrico Bondi comunica cifre da brivido. Il valore "vero" dell'attivo ammonta a poco più di 2,3 miliardi di euro; il capitale circolante è negativo: quello che resta è praticamente assorbito da crediti privilegiati, a cominciare da quello dei lavoratori. Dedotti i debiti, ne risulta un patrimonio netto negativo per oltre 13 miliardi, come dimostra la figura seguente.



L'importo delle **obbligazioni** in essere sfiora i 7 miliardi (una parte soltanto delle quali detenuta da banche per effetto di operazioni di private placement) mentre l'esposizione del sistema bancario (in gran parte banche internazionali) è di poco superiore ai tre miliardi. Dunque il peso prevalente del dissesto è stato spostato dal sistema bancario internazionale a investitori privati e anche istituzionali.

7) Il piano di ristrutturazione comporta gravi sacrifici per tutti gli investitori. Nonostante il rilancio produttivo, coloro che hanno sottoscritto obbligazioni Parmalat sono ancora ben lontani dal recuperare il capitale.

Gli azionisti di minoranza hanno quindi perso tutto. Ai creditori (privati risparmiatori e banche) Bondi propone un piano di ristrutturazione "lacrime e sangue", in pratica un grande scambio fra debiti e azioni che prevede un abbattimento drastico del valore di recupero (mediamente un quinto del valore del credito). L'approvazione del piano da parte dei creditori consente la quotazione in Borsa nel 2005 e da allora una ripresa significativa dei corsi. Il valore del titolo, da qualche tempo superiori ai 3 euro rispetto a 1 euro di prima quotazione, significa che le percentuali di recupero sono più che triplicate, ma sono ancora ben lontane dal valore dell'investimento iniziale.

Fra qualche anno forse la **storia del risparmiatore Parmalat** si concluderà come quella del marinaio di Poe che narrava la sua avventura: "Una barca mi trasse in salvo – esausto per la fatica e (cessato il pericolo) incapace di parlare al ricordo degli orrori passati. Quelli che mi avevano preso a bordo erano miei vecchi amici, compagni di tutti i giorni, eppure stentaron a riconoscermi, come se fossi stato uno che tornava dal mondo degli spiriti. I miei capelli che erano stati di un nero corvino, erano bianchi come li vede lei ora. Dicono anche che tutta l'espressione del mio viso era mutata. Raccontai loro la mia storia – ma non mi credettero. Ora l'ho raccontata a lei – ma non mi aspetto che le dia più credito di quanto non gliene abbiano dato gli allegri pescatori di Lofoden".

(1) Vittorio Malagutti, *Buconero SpA. Dentro il crac Parmalat*, Bari-Roma, Laterza, 2004, pp. 77-78.

(2) Parmalat Finanziaria SpA in amministrazione straordinaria, *Prime sette pagine della Relazione del Commissario straordinario sulle cause di insolvenza di Parmalat Finanziaria SpA e società controllate oggetto della proposta di concordato del 21 giugno 2004*. (si tratta dell'unica parte del documento pubblicata sul sito della società).