



SENTENZA N° 8790/11  
REPERTORIO N° 7124/11

REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
TRIBUNALE ORDINARIO di MILANO  
SESTA SEZIONE CIVILE

Il Tribunale, nella persona del Giudice dott. SILVIA BRAT  
ha pronunciato la seguente

SENTENZA

nella causa civile di I Grado iscritta al n. r.g. 64077/2005 promossa da:

PARMALAT SPA in persona del legale rappresentante prof. Raffaele Picella  
in veste di assuntore concordatario (C.F. 01938950340), con il patrocinio degli  
avv. ti ~~\_\_\_\_\_~~

~~\_\_\_\_\_~~, elettivamente domiciliata in Via ~~\_\_\_\_\_~~ MILANO  
presso il difensore avv. ~~\_\_\_\_\_~~

contro

THE MCGRAW-HILL COMPANIES SRL in persona dell'amministratore delegato  
dott.ssa Maria Pierdicchi, con il patrocinio degli avv. ti ~~\_\_\_\_\_~~  
~~\_\_\_\_\_~~, elettivamente domiciliata in Via ~~\_\_\_\_\_~~  
20122 MILANO presso il difensore avv. ~~\_\_\_\_\_~~

CONVENUTA

contro

THE MCGRAW-HILL COMPANIES S.A. in persona del legale rappresentante  
Jeanne Françoise de Polignac, con il patrocinio degli avv. ti ~~\_\_\_\_\_~~  
~~\_\_\_\_\_~~, elettivamente domiciliata in Via ~~\_\_\_\_\_~~  
~~\_\_\_\_\_~~ presso il difensore avv. ~~\_\_\_\_\_~~

CONVENUTA

contro

DELOITTE & TOUCHE SPA in persona del presidente del consiglio di  
amministrazione e legale rappresentante dott. Libero Milone (C.F.  
03049560166), con il patrocinio degli avv. ti ~~\_\_\_\_\_~~  
~~\_\_\_\_\_~~, elettivamente domiciliata in Via ~~\_\_\_\_\_~~  
MILANO presso il difensore ~~\_\_\_\_\_~~

TERZA CHIAMATA

contro  
**DIANTHUS S.P.A.** in persona del presidente del consiglio di amministrazione  
dott. Paolo Guglielmetti, con il patrocinio degli avv.ti ~~MAURO~~ e  
~~SERGIO~~ elettivamente domiciliati ~~in Via~~, 6 20122 MILANO  
presso il difensore avv. ~~MAURO~~

TERZA CHIAMATA

contro  
**FAUSTO TONNA**, con il patrocinio degli avv.ti ~~MAURO~~ del foro di Parma e  
~~NERI~~ elettivamente domiciliato in ~~Via~~  
presso il difensore avv. ~~MAURO~~

TERZO CHIAMATO

contro  
**CALISTO TANZI**

TERZO CHIAMATO CONTUMACE

contro  
**LUCIANO DEL SOLDATO**

TERZO CHIAMATO CONTUMACE

contro  
**ITALAUDIT SPA** in liquidazione

TERZA CHIAMATA CONTUMACE

con l'intervento di

**PARMALAT PACIFIC LTD** in persona dell'amministratore dott.ssa Manuela  
Mangiagalli ( C.F. ABN5607928879), con il patrocinio degli avv.ti ~~MAURO~~  
~~FRANCESCO~~, elettivamente  
domiciliata in VIA ~~E~~ presso il difensore avv.  
~~FRANCESCO~~

INTERVENUTA

### CONCLUSIONI

Le parti hanno concluso come da fogli allegati al verbale d'udienza di precisazione delle conclusioni.

## SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con atto di citazione in data 26 settembre 2005, le società Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. in persona dell'amministratore straordinario dott. Enrico Bondi convenivano innanzi al Tribunale di Milano le società The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a., rispettivamente, divisione italiana e divisione francese della società di *rating* Standard & Poor's, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni derivati ad esse società ed alla massa creditoria a causa dell'inadempimento, da parte delle convenute, alle obbligazioni contrattuali scaturenti dai contratti di *rating* stipulati tra il 2 giugno 2000 ed il 13 febbraio 2003; in particolare, chiedevano il risarcimento dei danni procurati (a) ai creditori ed agli obbligazionisti di Parmalat i quali, se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare le obbligazioni emesse da varie società del gruppo Parmalat negli anni 2001-2003 e rimaste insolute, per un importo pari a € 4.073.200.000,00, oltre interessi e rivalutazione; (b) a Parmalat Finanziaria s.p.a. per il pagamento di corrispettivi del tutto ingiustificati, pari € 784.120,00, oltre interessi e rivalutazione; (c) ad entrambe le società attrici, per aver S&P contribuito in maniera determinante all'aggravamento del loro dissesto ed all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti, per una somma pari a € 4.073.200.000,00, oltre interessi e rivalutazione. Deducevano, infatti, che S&P, pur essendo a conoscenza che il *rating* assegnato a Parmalat fosse ben più favorevole di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta, avevano continuato a rendere a Parmalat un *rating* ampiamente positivo, in contrasto con le regole di valutazione da esse stesse elaborate e ciò persino pochissimi giorni prima del fallimento del 2003. Osservavano le attrici come l'inadempimento di S&P fosse connotato addirittura dall'elemento soggettivo del dolo, essendo l'agenzia di *rating* assolutamente consapevole delle necessità stringente dell'assegnazione del *rating*, in vista del rilevante programma di emissioni obbligazionarie.

Le società convenute si costituivano con comparsa del 16 marzo 2006, chiedendo, in via preliminare, di essere autorizzate a chiamare in causa Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Deloitte & Touche s.p.a., Italaudit s.p.a. in

liquidazione; in via pregiudiziale, instavano per la declaratoria di difetto di legittimazione ad agire delle attrici; in via pregiudiziale subordinata, chiedevano dichiararsi l'inammissibilità e l'improcedibilità delle spiegate domande per ragioni di litispendenza o continenza in relazione ai giudizi promossi dalle attrici nei confronti dei sopra indicati terzi chiamati e, sempre in via pregiudiziale ulteriormente subordinata, la sospensione del processo ai sensi dell'art. 295 c.p.c. sino alla definizione dei sopra elencati processi e di quelli nei confronti dei soggetti sottoposti ad indagini penali.

Nel merito, instavano per la reiezione delle domande, rilevando, in primo luogo, come il danno lamentato dalle società Parmalat non fosse addebitabile a Standard&Poor's, bensì al management, alle banche collocatrici ed ai revisori già chiamati a rispondere in altri giudizi. Osservavano, in secondo luogo, come l'attività di assegnazione del *rating* nel corso degli anni fosse sempre stata diligente, giustificata e conforme alle indagini e procedure effettuate dal team di analisti di S&P e approvate dal comitato interno. In via subordinata, insistevano per l'accertamento del concorso di colpa delle stesse attrici, individuabile nell'aver queste fornito dati non rispondenti alla realtà economico-finanziaria dell'azienda. Chiedevano, infine, che fossero adeguatamente valutati anche quegli importi che le controparti avessero ottenuto con transazioni giudiziali o stragiudiziali con altri soggetti ritenuti responsabili.

Per l'ipotesi di anche parziale accoglimento delle domande attoree, chiedevano di essere manlevate per l'intero danno dai terzi chiamati in causa.

In via riconvenzionale, formulavano declaratoria di inadempimento contrattuale di Parmalat s.p.a. e di Parmalat Finanziaria s.p.a. in ragione della condotta tenuta da ~~queste nel corso dell'esecuzione dei contratti e la conseguente condanna delle stesse~~ al risarcimento dei danni all'immagine ed alla reputazione economica e professionale subiti.

Autorizzata la chiamata in causa dei terzi, Deloitte & Touche, con comparsa di costituzione in data 11 luglio 2006, eccepiva preliminarmente la nullità dell'atto di citazione per chiamata di terzi per carenza dei requisiti previsti dall'art. 163, comma 3°, n. 3 e 4, c.p.c.; eccepiva, quindi, la carenza di legittimazione passiva, dal momento che la sua stessa costituzione risaliva al 30 luglio 2003, a seguito di due

cessioni di rami di azienda, da parte di Arthur Andersen spa e di DT spa (all'epoca Deloitte & Touche s.p.a.), cessioni confluite nella Nuova Deloitte & Touche s.p.a. divenuta, poi, Deloitte & Touche spa. Nel merito, contestava la fondatezza delle domande proposte dalle convenute.

Con comparsa di costituzione in data 27 giugno 2006, Fausto Tonna eccepiva la nullità dell'atto di chiamata in causa del terzo ai sensi dell'art. 163, III comma, n. 4 c.p.c., dal momento che le società chiamanti non avevano individuato le condotte allo stesso riconducibili ed idonee a fondare la domanda di manleva, sottolineando al contempo come egli avesse avuto un ruolo del tutto marginale; in via pregiudiziale, poi, si associava alle eccezioni sollevate dalle convenute e, nel merito,

chiedeva il rigetto della domanda di manleva.

Con ordinanza riservata del 27 luglio 2006 veniva respinta l'eccezione di nullità dell'atto di chiamata in causa dei terzi ed erano dichiarati contumaci Calisto Tanzi Luciano Del Soldato e la società Italaudit s.p.a.

Con comparsa di costituzione per intervento ex art. 111 c.p.c. e contestuale memoria ex art. 189 c.p.c., in data 15 novembre 2006, si costituiva in giudizio la

Parmalat s.p.a. in qualità di assuntore concordatario a seguito dell'approvazione, con sentenza n. 22/1005 del Tribunale di Parma, del concordato proposto dal commissario straordinario dott. Enrico Bondi.

Dopo il fallimento del tentativo di conciliazione, il giudice autorizzava la chiamata in causa di Dianthus s.p.a.. Quest'ultima, ritualmente costituitasi con comparsa di risposta datata 30 luglio 2007, in veste di revisore principale di Parmalat Finanziaria negli anni 1999 - 2002 e fino al 31 luglio 2003, con l'allora denominazione di Deloitte & Touche s.p.a., dava atto dell'intervenuta transazione, in data 12 gennaio 2007, tra essa stessa, le altre società di revisione del gruppo Deloitte ed il commissario straordinario; della conseguente emanazione, in data 20 febbraio 2007, del provvedimento del Tribunale federale del distretto del Sud dello Stato di New York, (bar order), in forza del quale era stata inibita la formulazione di domande di regresso e di manleva per i fatti relativi alle attività svolte dalle società del gruppo Deloitte in favore del gruppo Parmalat; nel merito, la terza chiamata chiedeva il rigetto della domanda e spiegava domanda riconvenzionale, per danni da lesione all'immagine professionale e per lite temeraria.

Alla successiva udienza del 4 ottobre 2007, i difensori delle parti convenute davano atto dell'intervenuta transazione tra il gruppo Parmalat, D.&T. e Dianthus per la definizione del giudizio di responsabilità civile instaurato negli Stati Uniti e dell'ordine emesso dalla Corte americana: conseguentemente, le convenute rinunciavano alle domande di regresso e manleva inizialmente proposte, "fermo restando l'accertamento del grado del concorso di colpa ei D&T. e Dianthus della misura dei danni pretesi dalle società attrici e dalla terza intervenuta Parmalat ad esse imputabili". I difensori di D&T. e di Dianthus dichiaravano di accettare la rinuncia e la difesa delle attrici non si opponeva all'accoglimento di quanto richiesto dalle convenute e dalle terze chiamate.

Con comparsa di intervento datata 29 maggio 2008 si costituiva in giudizio Parmalat Pacific Ltd, svolgendo, in via principale, intervento adesivo ai sensi dell'art. 105, II comma c.p.c. per l'accoglimento delle domande attoree ed, in via subordinata, intervento autonomo, ai sensi dell'art. 105, I comma c.p.c., per la condanna delle convenute società di *rating* al risarcimento del danno dalla stessa subito in misura pari alla differenza tra il prezzo sostenuto per l'acquisto delle obbligazioni emesse da Parmalat Finance Corporation BV e garantite da Parmalat s.p.a. ed il valore delle stesse, conseguente all'insolvenza dell'emittente e della garante.

Dopo la declaratoria di estinzione parziale del giudizio tra le convenute e D&T. e Dianthus con ordinanza riservata del 4 gennaio 2010 e dopo l'espletamento della consulenza tecnica ufficiale ammessa con lo stesso provvedimento, la causa era ritenuta in decisione all'udienza dell'11 gennaio 2011.

## MOTIVI DELLA DECISIONE

### I - Le questioni pregiudiziali -

#### A) - Il difetto di legittimazione attiva di Parmalat s.p.a. -

Le società Parmalat Finanziaria s.p.a. e Parmalat s.p.a. sono state poste in amministrazione straordinaria con provvedimenti ministeriali del 23 e del 30 dicembre 2003 ai sensi del D.L. n. 347/2003 convertito nella L. n. 39/2004 ed il dott. Enrico Bondi è stato nominato commissario straordinario in entrambe (v. doc. n. 56 e 57). Ai sensi dell'art. 2 bis della citata legge, il decreto di ammissione

*"determina lo spossessamento del debitore e l'affidamento al commissario straordinario della gestione dell'impresa e dell'amministrazione dei beni dell'imprenditore insolvente" e che "nelle controversie, anche in corso, relative a rapporti di diritto patrimoniale dell'impresa sta in giudizio il commissario straordinario".*

La difesa delle convenute reputava che il commissario straordinario fosse *"abilitato ad esperire solo le azioni preordinate all'attuazione della cd. par condicio creditorum, le così dette azioni di massa identificabili con l'indistinto interesse della totalità dei creditori della procedura concorsuale. Viceversa, nel caso in esame, sono le stesse attrici a mettere in luce che la loro azione sarebbe destinata a soddisfare solo alcuni*

*dei creditori di Parmalat, neppure appartenenti ad una classe unitaria, ma, anzi, portatori di tante e diverse posizioni giuridiche individuali e, per di più, titolari di strumenti finanziari al portatore, come tali non individuabili nominativamente (così, pagg. 14 - 15 della comparsa di costituzione e risposta e pagg. 32 e 33 della comparsa conclusionale delle convenute). A supporto di tale tesi ed a conferma del fatto che l'azione spiegata non trovasse il suo presupposto nell'esistenza di una*

*procedura concorsuale, osservavano anche che le attrici non avevano ritenuto che il presente giudizio rientrasse nella competenza funzionale del foro fallimentare di cui all'art. 24 L.F.. A tale proposito, rilevavano che il curatore, come anche il commissario straordinario, non sono legittimati a proporre azioni per il risarcimento dei danni di alcuni singoli creditori, come graniticamente argomentato anche da Cass. civ. S.U. n. 7029/2006. Ed, invero, con riferimento alla domanda svolta dalla Parmalat s.p.a. a titolo di risarcimento del danno direttamente e/o indirettamente procurato alla massa creditoria delle attrici individuato in termini di un importo*

~~*pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli obbligazionari emessi da Parmalat*~~  
*successivamente all'emissione del rating e l'importo versato a titolo di transazione da D & T e Dianthus o il diverso importo corrispondente alla quota di responsabilità a queste parti imputabile, le convenute hanno osservato che si trattava di domanda palesemente inammissibile in quanto i danni riguardavano esclusivamente gli obbligazionisti e non la massa indistinta dei creditori o le attrici. Non ricorrendo, pertanto, alcuno dei casi disciplinati dall'art. 81 c.p.c. ed avendo le parti attoree fatto riferimento esclusivamente all'art. 2 bis della L. n. 39/2004, ne conseguiva,*

secondo le convenute, che il commissario straordinario era abilitato ad esperire solo le azioni preordinate all'attuazione della cd. par condicio creditorum, ossia le cd. azioni di massa "identificabili con l'indistinto interesse della totalità dei creditori della procedura concorsuale". Ad ulteriore conforto della tesi, ponevano in rilievo anche come alcuni obbligazionisti Parmalat avessero agito in via autonoma per ottenere il ristoro dei danni subiti, in particolare costituendosi parte civile sia nel processo penale per bancarotta davanti al Tribunale di Parma, sia nel giudizio penale per aggrottaggio davanti al Tribunale di Milano.

Al fine di dirimere la questione pregiudiziale, è necessario prendere le mosse dalle conclusioni svolte dalle attrici, le quali hanno chiesto, in primò luogo, accertarsi l'inadempimento delle società convenute rispetto alle disposizioni contrattuali o di legge con la conseguente condanna delle controparti alla restituzione dell'importo percepito a titolo di corrispettivo pari ad € 784.120,00 comprensivo di IVA; in secondo luogo, la condanna delle convenute in solido al pagamento dell'importo risultante dalla differenza tra, da un lato, € 4.073.200.000,00 oltre interessi e rivalutazione e, dall'altro, l'equivalente in euro di \$ 149.000.000 (al cambio vigente alla data del 12 gennaio 2007, pari alla quota transatta medio tempore con Deloitte & Touche e Dianthus s.p.a.) o, se del caso, la maggior somma che fosse imputabile a Deloitte & Touche s.p.a. e Dianthus s.p.a., "il tutto a titolo di risarcimento del danno direttamente e/o indirettamente procurato alla massa creditoria delle attrici"; in terzo luogo, la condanna delle controparti in solido al pagamento dello stesso importo a titolo di risarcimento del danno procurato per il concorso nell'aggravamento del dissesto "e/o comunque ed in ogni caso per aver contribuito in modo determinate all'esposizione debitoria delle attrici nei confronti degli obbligazionisti". Parmalat

~~Pacific Ltd ha chiesto, in via principale, l'accoglimento delle domande attoree ed, in via subordinata, per l'ipotesi di declaratoria di difetto di legittimazione attiva di Parmalat s.p.a. e di Parmalat Finanziaria s.p.a., declaratoria di inadempimento delle convenute, con condanna di queste al risarcimento del danno in misura pari alla differenza tra il prezzo dalla stessa sostenuto per l'acquisto delle obbligazioni de quibus ed il loro valore conseguente all'insolvenza dell'emittente e della garante.~~

Tali domande sono prospettate come fondate, da un lato, sull'attribuzione ad agire in giudizio a tutela delle posizioni degli obbligazionisti e, dall'altro, nell'interesse

delle stesse committenti, a causa del concorso, ritenuto determinante, nell'aggravamento del dissesto, in dipendenza degli inadempimenti scaturenti dal vincolo contrattuale tra le parti.

Ora, con riferimento al primo profilo, è indubbio, secondo le regole basilari del codice di procedura civile, che non ricorre la legittimazione ad agire se il diritto affermato nella domanda stessa non è indicato come diritto rientrante nella sfera giuridica di colui che propone la domanda; l'assenza, pertanto, di questa identità soggettiva sul versante attivo impone la declaratoria di difetto di legittimazione attiva. L'art. 81 cpc (*"fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui"*) sancisce l'impossibilità di

agire in giudizio per colui che non si affermi titolare del diritto azionato e, dunque, titolare del diritto potestativo ad ottenere una pronunzia sul merito della domanda giudiziale; a tale regola fanno eccezione solo i casi espressamente codificati dal legislatore. Ora, con riferimento alla domanda attorea svolta a tutela del ceto creditorio rappresentato dagli obbligazionisti non può che essere dichiarato il difetto di legittimazione attiva, posto che nessuna disposizione legislativa attribuisce alle attrici la veste di sostituto processuale ex art. 81 c.p.c.. Né al contrario convincimento è possibile accedere sulla base della prospettata analogia con l'azione di responsabilità extracontrattuale dei revisori nei confronti dei terzi, per la dirimente ragione che l'art. 164 T.U.F., nel sancire la responsabilità della società di revisione per inadempimento, non ha affatto attribuito ad un diverso soggetto, quale ad esempio, il curatore, la legittimazione ad agire nei confronti dei revisori a tutela dei terzi danneggiati.

Inoltre, la difesa delle convenute, a supporto dell'eccezione de qua, ha posto in rilievo come il commissario sia abilitato ad esperire solo le azioni preordinate all'attuazione della par condicio creditorum, ovvero le azioni di massa identificabili con l'indistinto interesse della totalità dei creditori della procedura concorsuale. The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a. hanno citato la decisione del giudice di legittimità n. 7029/2006, con la quale è stato osservato che *"il curatore fallimentare non è legittimato a proporre, nei confronti del finanziatore responsabile (nella specie, una banca), l'azione da illecito aquiliano per il risarcimento dei danni causati ai creditori dall'abusiva concessione di credito diretta a mantenere*

artificiosamente in via una impresa decotta, suscitando così nel mercato la falsa impressione che si tratti di impresa economicamente valida. Nel sistema fallimentare, difatti, la legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza dei creditori è limitata alle azioni cd. di massa - finalizzate, cioè, alla ricostituzione del patrimonio del debitore nella sua funzione di garanzia generica ed aventi carattere indistinto quanto ai possibili beneficiari del loro esito positivo - al cui novero non appartiene l'azione risarcitoria in questione, la quale, analogamente a quella prevista dall'art. 2395 c.c., costituisce strumento di reintegrazione del patrimonio del singolo creditore, giacché, per un verso, il danno derivante dall'attività di sovvenzione abusiva deve essere valutato caso per caso nella sua esistenza ed entità (essendo ipotizzabile che i creditori aventi il diritto di partecipare al riparto non abbiano ricevuto pregiudizio dalla continuazione dell'impresa) e, per altro verso, la posizione dei singoli creditori, quanto ai presupposti per la configurabilità del pregiudizio, è diversa a seconda che siano antecedenti o successivi all'attività medesima". Ora, il carattere indistinto quanto ai possibili beneficiari dell'esito positivo dell'azione di massa sta a significare che la stessa è funzionale all'aumento della massa attiva, a prescindere dai limiti quantitativi entro i quali i creditori se ne avvantaggeranno. Il giudice di legittimità ha, invece, ritenuto inammissibile il secondo profilo a sostegno del ricorso, ossia la censura in ordine al ritenuto difetto di legittimazione attiva del curatore relativamente alla domanda risarcitoria spiccata dalla società Italsemole per effetto dell'abusiva concessione del credito da parte della banca. Quest'ultima, infatti, aveva sostenuto che la domanda risarcitoria non era stata formulata nei sopra detti termini ed il giudice di legittimità, analizzando la prospettazione avanzata con l'atto introduttivo del giudizio, ha ritenuto che l'azione originariamente esperita dal ~~curatore fosse relativa alla tutela della massa dei creditori~~ "lesi da un'attività bancaria che li aveva indotti a ritenere, tutti indistintamente, effettivamente sussistente un'organizzazione di impresa che invece era un'apparenza, frutto del predetto artificio finanziario (omissis). In conclusione nella vicenda in esame il dedotto danno al patrimonio della società non è mai stato allegato autonomamente, ma solo quale indistinto elemento del danno alla massa. Un danno diretto ed immediato al patrimonio della fallita, quale presupposto dell'azione che al curatore spetta come successore nei rapporti del fallito e titolare dei diritti sorti in capo a questi,

non venne mai dedotto. La questione, come tale, è nuova perché avanzata per la prima volta in questa sede e, pertanto, inammissibile". (così, Cass. civ., S.U. n. 7029/2006).

Il fondamento della citata decisione è, dunque, rinvenibile nell'assenza, in capo al curatore, di un potere di rappresentanza di tutti i creditori, indistinto e generalizzato, essendo compito precipuo del curatore di conservare il patrimonio del debitore attraverso le così dette azioni di massa, dirette alla ricostituzione del patrimonio mediante, tipicamente, l'esercizio delle azioni revocatorie e surrogatorie. Dell'eventuale esito positivo di tali azioni beneficiano tutti i creditori impersonalmente, i quali si avvantaggiano, appunto, della ricostituita consistenza del patrimonio della società.

Ad avviso di questo giudice, tuttavia, deve aversi riguardo ad un'interpretazione ampia delle funzioni del curatore, il quale, succedendo nella posizione del soggetto fallito, deve attivarsi al fine dell'eliminazione di tutti gli effetti antigiusuridici e, quindi, dei conseguenti danni derivanti da responsabilità contrattuale o extracontrattuale. Il danno, quale che sia la sua origine, contrattuale o extracontrattuale, assume - come osservato da autorevole e condivisibile dottrina - una connotazione pluri-offensiva, poiché è un danno alla società e contemporaneamente ai creditori concorsuali. Il che, con riferimento al caso in esame, si traduce in un aggravamento del dissesto dovuto all'aumentata esposizione debitoria in ragione degli inadempimenti contrattuali addebitati alle convenute, inadempimenti che, secondo la prospettazione offerta, hanno reso possibile il positivo collocamento sul mercato di emissioni obbligazionarie. Il parallelismo con il danno da abusiva concessione del credito è significativo, in quanto nell'uno come nell'altro caso, gli inadempimenti ~~sono asseritamente consistiti nell'aver fatto apparire al mercato economico~~ finanziario una realtà ben diversa da quella che sarebbe, invece, emersa, laddove il banchiere, da un lato, e l'agenzia di rating, dall'altro, avesse correttamente valutato la solvibilità dell'impresa, con l'ordinaria diligenza esigibile da un operatore professionalmente qualificato: ne segue, sempre secondo tale prospettazione, l'emersione di un pregiudizio qualificabile in termini di insufficienza del patrimonio del debitore, di peggioramento delle condizioni patrimoniali in termini di generica garanzia ex art. 2740 c.c., che il curatore può azionare in veste di successore del

fallito. Che, poi, dall'eventuale ricostituzione del patrimonio della società mediante l'eliminazione degli importi riconducibili ai possibili illeciti contrattuali o extracontrattuali beneficino in concreto i creditori concorsuali, è questione ulteriore in fatto assolutamente ininfluyente rispetto all'affermazione della legittimazione del curatore nei sopra detti termini ed, anzi, ne costituisce la naturale evoluzione in fatto, in termini di possibile, maggiore soddisfazione dei creditori facenti affidamento su una ricostituita garanzia patrimoniale. In sostanza, posto che con la sentenza dichiarativa di fallimento il curatore subentra nei diritti e nelle posizioni giuridiche soggettive facenti capo all'impresa fallita, è indubbio che proprio costui deve agire a tutela delle stesse posizioni giuridiche che trovino causa nel patrimonio aziendale, affinché la gestione del patrimonio del fallito importi la maggiore soddisfazione possibile dei creditori concorsuali. E proprio tale sostituzione del curatore determina l'impossibilità di azioni individuali dei creditori che, eventualmente, beneficranno pro-quota dell'accoglimento dell'azione di responsabilità esperita. Ove, al contrario, non si ritenesse di ricomprendere tale azione nelle azioni a tutela del patrimonio del fallito, ma dei singoli creditori, si dovrebbe pervenire ad attribuire tale facoltà ai singoli creditori, ancorché insinuati nel passivo fallimentare, facoltà, appunto, preclusa dalla procedura concorsuale; oppure potrebbe ammettersi una tale azione da parte del creditore rimasto solo parzialmente soddisfatto all'esito della chiusura del fallimento e ciò con i conseguenti ed ancor più gravosi oneri di allegazione e di prova in punto di minor soddisfazione del credito causalmente riconducibile proprio ad un'illecita condotta del terzo contraente con la società poi fallita. La condivisione di tale orientamento si trova anche in Cass. civ. n. 13413/2010, laddove il giudice di legittimità, da un lato, ha ribadito l'esclusione ~~della legittimazione del curatore rispetto all'azione da illecito aquiliano~~ per il risarcimento dei danni causati ai creditori dall'abusiva concessione di credito, proprio perché la legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza dei creditori è limitata alle azioni cd. di massa finalizzate alla ricostituzione del patrimonio del debitore, *"al cui novero non appartiene l'azione risarcitoria in questione, la quale, analogamente a quella prevista dall'art. 2395 c.c., costituisce strumento di reintegrazione del patrimonio del singolo creditore, giacché, per un verso il danno derivante dall'attività di sovvenzione abusiva deve essere valutato caso per caso"*

nella sua esistenza ed entità (essendo ipotizzabile che creditori aventi il diritto di partecipare al riparto non abbiano ricevuto pregiudizio dalla continuazione dell'impresa), e per altro verso, la posizione dei singoli creditori, quanto ai presupposti per la configurabilità del pregiudizio, è diversa a seconda che siano antecedenti o successivi all'attività medesima"; dall'altro, nel solco tracciato dalle S.U., ha ben affermato che il curatore fallimentare "è legittimato a far valere le responsabilità di terzi per fatti anteriori e colpevolmente causativi dello stato di insolvenza (Cass. civ. n. 5028/2000). Invero, da tempo questa Corte ha chiarito che il diritto al risarcimento dei danni subiti dal fallito che sia fondato sul comportamento illecito, contrattuale o extracontrattuale di un soggetto che si assume aver cagionato la situazione di dissesto

determinativa del fallimento, è un ordinario credito risarcitorio da illecito che, atteso il suo contenuto patrimoniale, non rientra tra i beni ed i diritti di natura strettamente personali esclusi dall'esecuzione concorsuale ai sensi della L.F. art. 46, n. 1 ed è anch'esso acquisito alla massa attiva del fallimento (sez. I, n. 3115/1982)". Anche in tale ultima pronuncia il rigetto del ricorso del fallimento è frutto esclusivamente della sanzione dell'inammissibilità, per mancata indicazione, da parte del curatore, degli atti del giudizio di merito fondanti la dedotta responsabilità dell'istituto di credito.

Trasfondendo tali principi nel caso in esame, si osserva che la difesa attorea, sin dall'atto introduttivo del giudizio, ha fornito una duplice prospettazione della propria legittimazione attiva: ha agito, da un lato, a tutela degli obbligazionisti in relazione alle emissioni indicate alle pagg. 59 - 61 della citazione; dall'altro, a tutela del patrimonio delle committenti, decurtato del corrispettivo versato e pregiudicato dall'aggravamento del dissesto asseritamente provocato dalla condotta inadempiente dell'agenzia di rating. Con riferimento a tale ultimo profilo, le attrici hanno, infatti, dedotto che "il dott. Enrico Bondi è quindi legittimato, in qualità di commissario straordinario delle società attrici, a tutelare i diritti patrimoniali facenti capo a tali imprese". Anche in sede di precisazione delle conclusioni, le attrici hanno fatto specifico riferimento alla tutela del patrimonio della società sia con il richiamo dell'inadempimento e della conseguente restituzione del corrispettivo, sia con la prospettazione dell'aggravamento del dissesto e con il conseguente pregiudizio economico ulteriore al patrimonio, determinato, appunto, dall'aggiunta del debito nei

confronti degli obbligazionisti: debito che, secondo la ricostruzione attorea, non sarebbe sorto ove le controparti avessero diligentemente operato, attribuendo alle varie emissioni un *rating* non particolarmente allettante per gli investitori, ma coerente con la metodologia dalla stessa società di *rating* elaborata e determinando, di conseguenza, un minor successo nel collocamento dei titoli. Non può trascurarsi, peraltro, che il richiamo, al punto iv) delle conclusioni, dello stesso importo di cui al precedente punti iii) (ovvero la differenza tra € 4.073.200.000,00 e la somma equivalente in euro di \$ 149.000.000) possa aver indotto a ritenere sussistente una duplicazione del danno richiesto e per la massa creditoria (con specifico riguardo alla categoria degli obbligazionisti) e per il patrimonio delle società. Una simile indicazione è frutto, peraltro, di un non eccessivo approfondimento di ulteriori argomentazioni di merito in punto di danno risarcibile e di quantificazione dello stesso, ma non esclude affatto la prospettazione di una concorrente legittimazione ad agire nei sensi sopra detti.

Pertanto, proprio con riferimento alle domande di inadempimento, con conseguente restituzione del corrispettivo e di risarcimento dei danni costituiti dall'aumentata esposizione debitoria che ha assottigliato il patrimonio quale generica garanzia ex art. 2740 c.c., deve ritenersi sussistente la legittimazione del commissario, ex art. 2 bis D.L. n. 347/2003 convertito nella L. n. 39/2004: il quale, al pari del curatore, ha agito in rappresentanza non di alcuni creditori od obbligazionisti, né in rappresentanza di una specifica categoria, né nei confini dell'azione di massa come delineata dal giudice di legittimità, bensì a tutela dell'integrità del patrimonio del debitore, mirando a reintegrarlo di quelle somme frutto di condotte antiggiuridiche.

In tale veste al commissario straordinario è, poi, subentrata ex art. 111 c.p.c., la Parmalat s.p.a. quale assuntore della posizione del commissario straordinario in forza della sentenza n. 22/2005 emessa dal Tribunale di Parma.

**B) - Il difetto di legittimazione passiva di The McGraw - Hill Companies s.a.**

Solo in comparsa conclusionale la difesa delle convenute ha eccepito la carenza di legittimazione passiva di The McGraw - Hill Companies s.a. in relazione all'importo di € 222.000,00 che in data 23 marzo 2003 sarebbe stato pagato a The McGraw - Hill Companies s.r.l. ex doc. n. 54 delle attrici.

Tale eccezione, non formulata in comparsa di costituzione, né all'udienza di precisazione delle conclusioni, merita di essere esaminata in quanto eccezione in senso lato che attiene alla fondatezza della spiegata domanda di restituzione del corrispettivo. Ora, è vero che il doc. n. 15 delle convenute è costituito dal contratto concluso da Parmalat con la The McGraw - Hill Companies s.r.l., in data 13 febbraio 2003, ma ciò non toglie che i corrispettivi dell'attività professionale siano stati corrisposti a The McGraw - Hill Companies s.a.; del resto, dal doc. n. 54 della difesa attorea non si desume affatto che l'importo di € 222.000,00 sia stato pagato a The McGraw - Hill Companies s.r.l. - riportando detta scheda contabile gli stessi estremi

di quella sub doc. n. 53 dell'attrice relativa al pagamento della somma di € 209.300,00 in favore di The McGraw - Hill Companies s.a.

### C) - L'improponibilità delle domande attoree

La seconda questione pregiudiziale sollevata dalla difesa delle convenute concerne il ritenuto gravissimo abuso che le controparti hanno fatto degli strumenti giudiziari disponibili, avendo queste introdotto molteplici giudizi sia in Italia, sia negli USA

*"per ottenere il risarcimento dei danni dipendenti dall'aver causato, o aggravato il dissesto del gruppo Parmalat, oltre alle costituzioni di parte civile per le medesime ragioni nei procedimenti penali a Milano e a Parma"* (v. pag. 38 della comparsa conclusoriale). In tal modo, secondo le convenute, *"sfruttando la disarmonica e antiquata disciplina sostanziale e processuale delle obbligazioni solidali, le attrici hanno perseguito la strategia di trattare separatamente con ciascun singolo condebitore le ragioni del dissesto, il contributo causale e le percentuali di responsabilità addebitabili a ciascuno dei convenuti"* (v. pag. 38 della comparsa conclusoriale). In sostanza, The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw -

Hill Companies s.a. ritenevano che l'artificioso frazionamento di un unico credito fosse contrario a quei principi di correttezza e di buona fede, che debbono necessariamente informare la condotta processuale delle parti ed, a tale proposito, hanno citato alcune decisioni del giudice di legittimità.

Ciò premesso, in primo luogo, si osserva che la costruzione della responsabilità solidale nei confronti del danneggiato tra gli autori del fatto illecito o dell'inadempimento, ex art. 2055 c.c., mira non ad attenuare la responsabilità dei

concorrenti nella causazione del danno, ma specificamente a rafforzare la posizione del danneggiato, consentendogli la facoltà di rivolgersi per l'intero risarcimento a ciascuno dei soggetti responsabili, senza doverli perseguire tutti pro-quota; e ciò anche quando i compartecipi abbiano provocato il danno con azioni diverse, sia proprio perché differenti ontologicamente, sia perché inquadrabili in ambito ora contrattuale, ora extracontrattuale. In tal senso, ex multis, la S.C. ha chiarito che *"per il sorgere della responsabilità solidale dei danneggianti, l'art. 2055 c.c., comma I, richiede solo che il fatto dannoso sia imputabile a più persone, ancorché le condotte lesive siano fra loro autonome e pur se diversi siano i titoli di responsabilità di ciascuna di tali persone, anche nel caso in cui siano configurabili, rispettivamente, titoli di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale, atteso che l'unicità del fatto dannoso, considerata dalla norma suddetta, deve essere riferita unicamente al danneggiato e non va intesa come identità delle azioni giuridiche dei danneggiati e neppure come identità delle norme giuridiche da essi violate"* (v. Cass. civ. n. 2605/1993). Cosicché, è escluso che sussista in tale fattispecie l'ipotesi del litisconsorzio necessario, a meno che non ricorra un'ipotesi derogatoria, laddove *"la responsabilità di uno dei danneggianti sia in rapporto di dipendenza con la responsabilità di altri danneggianti, ovvero quando le distinte posizioni dei coobbligati presentino obiettiva interrelazione alla stregua della loro stretta subordinazione anche sul piano del diritto sostanziale, sicché la responsabilità dell'uno presupponga la responsabilità dell'altro, nonché nell'ipotesi in cui sia la legge stessa (come ad esempio secondo la previsione contenuta nell'art. 23 L. n.990/1969), in tema di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti) che - presupponendo, appunto e derogando a detto principio - imponga esplicitamente sempre in via eccezionale il litisconsorzio tra coobbligati solidali"* (v. Cass. civ. n. 7501/2007; Cass. civ. n. 11039/2006).

Alla parte chiamata in giudizio per il risarcimento del danno da fatto illecito è riconosciuta, ovviamente, la facoltà di chiamare in giudizio il coresponsabile od i coresponsabili, al fine di esperire l'azione di manleva, nell'ipotesi di accoglimento della domanda del danneggiato; e, nei limiti della quota di coresponsabilità riconosciuta giudizialmente o nei limiti dell'avvenuta transazione, può ottenere il pagamento pro-quota a carico della parte evocata.

In tale ottica, le decisioni citate dalle convenute a sostegno dell'eccezione de qua non sono pertinenti.

La decisione Cass. civ. n. 16503/2009 considera proprio l'ipotesi in cui il danneggiato, dopo aver ottenuto un sentenza parzialmente favorevole in quanto ritenuto corresponsabile ai sensi dell'art. 1227, I comma c.c., convenga in giudizio un terzo soggetto, non convenuto del primo processo: in concreto, a fronte del riconoscimento, con sentenza passata in giudicato, della responsabilità dell'investimento di un minore per il 50% a carico del conducente del veicolo investitore, con pari concorso della vittima, l'investito, in un secondo giudizio, aveva chiamato in causa il Ministero della Pubblica Istruzione al fine di ottenere il ristoro

di quei danni, a titolo di culpa in vigilando che, in forza della sentenza ottenuta, aveva perso e ciò in ossequio all'art. 1306 II comma c.c.. Tale decisione, come si vede, è dunque espressione del principio contrario a quello invocato dalle convenute, principio costituito dal legittimo esercizio della facoltà di convenire in giudizio uno dei condebitori in solido in forza dell'art. 2055 c.c.. Fattispecie, invece, del tutto diversa è quella esaminata da Cass. civ. S.U. n. 23726/2007, nella quale le Sezioni

Unite sono state chiamate a pronunciarsi in ordine alla facoltà, per il creditore, di chiedere giudizialmente l'adempimento frazionato di una prestazione originariamente unica, posto che secondo l'opponente in primo grado, infatti, tale condotta sarebbe stata contraddistinta da malafede processuale. In via preliminare, si osserva che la questione sottoposta all'esame delle Sezioni Unite rilevava esclusivamente con riguardo alla pronuncia del Giudice di Pace sulle spese, non riconosciute in favore della società opposta, in considerazione della reciproca soccombenza: l'opponente, infatti, era risultata debitrice del quantum dei detti decreti (sia pure previa revoca degli stessi) e l'opposta era soccombente in ragione della detta parcellizzazione del credito. La decisione del giudice di legittimità non concerneva, invece, la statuizione di merito, posto che il Giudice di Pace, pur aderendo alla tesi dell'opponente - secondo cui sarebbe stato contrario a buona fede e correttezza da parte dell'opposta aver chiesto un decreto ingiuntivo per ogni fattura o gruppo di fatture non pagate, ben potendo essa chiedere un solo decreto ingiuntivo per la totalità del preteso credito - aveva sì accolto l'opposizione, ma confermato la condanna della parte opponente a pagare il quantum complessivo

portato dai decreti ingiuntivi; con la conseguenza che su tale punto non era stata proposta impugnazione incidentale. Il giudice di legittimità, in contrario avviso con una precedente decisione (la n. 108/2000), ha sottolineato che, in ossequio al principio della lealtà processuale ex art. 88 c.p.c., in un'ottica costituzionalmente orientata alla luce degli artt. 2 e 111 Cost., ispirata ai doveri di solidarietà e di rispetto del principio del giusto e ragionevole processo, il criterio della buona fede è utilizzabile dal giudice sul piano non solo del diritto sostanziale, ma anche del diritto processuale: alla luce di tali principi, pertanto, la parcellizzazione del credito, anche se non necessariamente ispirata ad un intento emulativo, non era in linea con il precetto inderogabile del giusto processo e ciò anche alla luce di possibili giudicati contraddittori. Si tratta (come anche nell'altra decisione citata, la n. 15476/2008) di fattispecie non assimilabili alla presente vertenza, in quanto contraddistinte da un rapporto di credito tra due soggetti scaturenti da un unico rapporto obbligatorio; laddove nella fattispecie in esame, più soggetti possono rispondere per titoli diversi nei confronti del danneggiato, con l'ordinaria operatività delle regole vigenti per le obbligazioni solidali.

**D) - L'ammissibilità dell'intervento di Parmalat Pacific Ltd -**

Parmalat Pacific Ltd è intervenuta nel presente giudizio con comparsa in data 29 maggio 2008, a sostegno, ex art. 105, II comma, c.p.c., in via principale, di tutte le domande formulate da Parmalat Finanziaria s.p.a. in amministrazione straordinaria e da Parmalat s.p.a. in amministrazione straordinaria, nonché da Parmalat s.p.a. quale assuntrice del concordato; in via subordinata ed autonoma ex art. 105, I comma c.p.c., per l'ipotesi in cui fosse stato dichiarato il difetto di legittimazione delle attrici, al fine dell'accertamento della responsabilità delle società convenute per inadempimento alle proprie obbligazioni contrattuali e per avere queste ingenerato nel pubblico il ragionevole affidamento in ordine alla corretta assegnazione del rating; conseguentemente, la terza instava per la condanna delle convenute al risarcimento del danno pari alla differenza tra il prezzo dalla stessa sostenuto per acquistare le obbligazioni ed il valore conseguente all'insolvenza dell'emittente Parmalat Finance Corporation NV e della garante Parmalat s.p.a. in A.S.; fondava la domanda subordinata sul presupposto di essere titolare di un investimento in obbligazioni emesse da Parmalat Finance Corporation BV garantite da Parmalat

s.p.a. per l'importo capitale di \$-australiani 145.000.000,00 (al cambio alla data della costituzione pari ad € 88.914.390,21), importo per il quale era stata ammessa dal Tribunale di Parma all'insinuazione al passivo dell'amministrazione straordinaria di Parmalat s.p.a..

The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a. deducevano, quanto all'intervento adesivo, il difetto di legittimazione o di interesse ad agire; quanto all'intervento ex art. 105, I comma c.p.c., rilevavano l'inammissibilità per tardività, posto che Parmalat Pacific Ltd era intervenuta nel giudizio in occasione del primo termine fissato per il deposito delle memorie istruttorie.

Con riferimento al primo profilo, si rileva che l'interveniente ha un interesse di fatto all'esito favorevole della vertenza rispetto alle originarie attrici, ma tale interesse non è idoneo ad attribuirgli un autonomo diritto da far valere nel processo: ed, infatti, l'intervento adesivo dipendente non richiede la titolarità di un diritto nei confronti delle parti originarie del processo, ma è consentito in presenza di un interesse giuridicamente rilevante rispetto ad un esito della controversia favorevole alla parte adiuvata (v. Cass. civ. n. 1106/1995). Ne consegue che la decisione nell'ambito di un giudizio con l'interveniente adesivo dipendente non può che essere la medesima, potendo questa parte "sviluppare le proprie deduzioni ed eccezioni unicamente nell'ambito delle domande ed eccezioni proposte" dalla parte adiuvata; tanto che laddove le parti originarie definissero il giudizio con transazione o con rinuncia agli atti, l'interveniente adesivo non avrebbe il potere di far proseguire il processo; né sarebbe necessaria una sua accettazione della rinuncia (Cass. civ. n. 6309/1994). Nel caso de quo, l'interesse di fatto nei termini sopra detti in capo a Parmalat Pacific Ltd scaturiva direttamente dall'asserita qualità di obbligazionista e, quindi, di creditrice nei confronti di Parmalat s.p.a.; con la conseguenza che l'eventuale accoglimento delle domande spiegate dalla difesa attorea avrebbe reso possibile, mediante la reintegrazione del patrimonio delle società, una maggiore soddisfazione del credito vantato. Del tutto irrilevante, in questo ambito, è la fondatezza o meno del merito, essendo sufficiente che sulla base della prospettazione sia delineabile un concreto interesse di fatto in capo all'interveniente

rispetto all'esito delle vertenze. Da ciò segue, quindi, l'ammissibilità e la legittimazione di Parmalat Pacific Ltd quanto alla domanda in via principale.

Con riguardo, invece, alla domanda subordinata spiegata da Parmalat Pacific Ltd ai sensi dell'art. 105, I comma c.p.c., va, anzitutto, detto che l'art. 268 c.p.c. prevede che l'intervento possa aver luogo fino a che non siano precisate le conclusioni e che il terzo intervenuto non possa compiere atti che, al momento dell'intervento, non siano più consentiti ad alcuna altra parte, a meno che non compaia volontariamente per l'integrazione del contraddittorio. Ora, nel sistema delineato dalla L. n. 353/1990 come modificato dalla L. n. 354/1995, l'intervento principale, quello litisconsortile o adesivo autonomo, con la proposizione di domande proprie, rispettivamente nei confronti di tutte le parti o solo di alcune di esse, può avvenire fino a quando alle parti originarie è consentita attività assertoria. A tale proposito, molteplici sono gli orientamenti dottrinali caratterizzati da posizioni più rigorose e da altre più elastiche: con fissazione, secondo alcuni, per il terzo, delle preclusioni già formatesi per le altre parti e con possibilità di ampliamento dell'oggetto del giudizio soltanto entro il termine di costituzione del convenuto; con previsione, secondo altri, della possibilità di intervenire entro la prima udienza di trattazione, senza la proposizione di domande autonome, ma soltanto di domande e di eccezioni conseguenti alla domanda riconvenzionale o alle eccezioni proposte dal convenuto nella comparsa di risposta, mentre le modificazioni delle domande, eccezioni e conclusioni già formulate sarebbero consentite anche al terzo ove egli si fosse costituito anteriormente alla prima udienza di trattazione; con facoltà, per il terzo, a seguito delle modifiche degli artt. 167 e 180 di cui alla legge 534/1995, di intervenire, in via principale o litisconsortile, proponendo domande anche nuove e non necessariamente consequenziali a quelle del convenuto anche all'udienza di prima comparizione e comunque fino a venti giorni prima della prima udienza di trattazione.

Ad avviso di questo giudice, il limite processuale oltre il quale alle parti non è più concessa la facoltà di proporre nuove domande va individuato nell'udienza di prima comparizione ai sensi dell'art. 180 c.p.c. (nella formulazione anteriore alla L. n. 80/2005 come modificata dalla L. n. 263/2005 entrata in vigore in data 1° marzo 2006 e, quindi, successivamente, all'instaurazione del presente giudizio); ciò proprio

perché, con la disciplina di cui all'art. 180, II comma, II parte c.p.c., ossia con il dovere del giudice di concedere d'ufficio al convenuto un termine per la proposizione di eccezioni processuali e di merito non rilevabili d'ufficio, era previsto il riequilibrio dei poteri assertivi delle parti e quindi, il rispetto del principio del contraddittorio. Ne conseguiva che il terzo intervenore principale o litisconsortile - i cui diritti processuali sono collegati a quelli delle altre parti ex art. 268, II comma c.p.c. - ben poteva spiegare sue proprie domande ed articolare tutti i mezzi istruttori necessari entro tale termine, con la conseguenza che l'intervento di per sé aveva un senso in termini processuali (contrariamente all'attività meramente adiuvante dell'interveniente adesivo dipendente); e ciò senza che la proposizione di tali domande implicasse né un pregiudizio per la difesa delle controparti, né una regressione del processo ad una fase antecedente, con conseguente, ingiustificato allungamento dei tempi processuali. Un intervento successivo all'udienza di prima comparizione ex art. 180 c.p.c. è tardivo, in quanto l'ammissibilità di domande nuove - posto che l'intervento di cui si sostanzia in una o più domande determinerebbe un inutile rallentamento del processo, con la necessità di un'inevitabile regressione processuale a livello sia assertorio, sia probatorio. Ed, infatti, il sistema delle preclusioni introdotto già dalla L. n. 353/1990, anche se attenuato, poi, con la L. n. 354/1995 con particolare riguardo, per quanto qui rileva, all'art. 180 c.p.c., mira specificamente a garantire la concentrazione del processo e proprio ad evitare quelle regressioni che, nel sistema previgente, erano provocate dalla possibilità di formulare nuove eccezioni e di dedurre nuovi mezzi di prova, con evidente ripercussione negativa sui tempi della decisione. Nel rito previgente, infatti, il II comma dell'art. 268 c.p.c., con il prevedere la possibilità, per il terzo, di intervenire anche dopo la prima udienza (facoltà esclusa dalla nuova disciplina di cui all'intervento legislativo del 1990), non poteva che implicare, proprio al fine del riequilibrio dei poteri processuali assertori e probatori delle originarie parti, la regressione della fase processuale ad una fase antecedente. Laddove la nuova formulazione dell'articolo, con l'ancorare i poteri processuali dell'interveniente alle preclusioni già cristallizzatesi per le parti originarie e con l'esclusione dell'intervento dopo la prima udienza conduce all'ammissibilità dell'intervento, per quanto sopra detto, dopo la prima udienza solo con riguardo

all'intervento. adesivo dipendente, con l'unica eccezione dell'interveniente che compaia volontariamente per l'integrazione necessaria del contraddittorio, ipotesi, questa, ben diversa, in quanto espressamente prevista dal legislatore per superiori ragioni di utilità della pronuncia.

A tale proposito, il giudice di legittimità, con la decisione n. 15787/2005, aderendo ad una pronuncia più rigorosa, già proposta da Cass. civ. n. 4771/1999 ha osservato: *"premesse, in limine, che l'interveniente è tale per sua libera scelta - e non avrebbe, per ciò solo, titolo alcuno per dolersi delle preclusioni istruttorie cui dover soggiacere in conseguenza della sua tardiva apparizione sulla scena del processo (fermo restando che il terzo che dimostri di essere incorso in decadenze per cause a lui non imputabili potrà senz'altro usufruire del generale rimedio restitutorio della rimessione in termini, ex art. 184 bis del codice di rito), pare, nella specie, necessario ricorrere ad una lettura costituzionalmente orientata dell'art. 268, alla luce dei recenti principi dettati in tema di giusto processo, considerato che un processo "giusto" è, anche e soprattutto, un processo celere, in seno al quale non siano consentite manovre dilatorie o vicende funzionali a prolungarne immotivatamente (quando non callidamente) i tempi di celebrazione. Sicché, consumatasi la fase delle preclusioni ex lege, il processo stesso deve evolvere verso il proprio epilogo senza che intempestivi interventi ne dilatino pesantemente, immotivatamente, intollerabilmente i tempi, attraverso una sostanziale quanto (oggi) ingiustificabile restitutio in integrum del diritto alla prova ed alle relative allegazioni (con tali argomentazioni dovendosi intendere rigettata, per manifesta infondatezza, la censura di costituzionalità dell'art. 268 c.p.c. di cui al secondo motivo di ricorso, in armonia con quanto di recente affermato dalla stessa Corte costituzionale con l'ordinanza 23-31 maggio 2005, n. 215, relettiva per manifesta infondatezza proprio della questione di costituzionalità dell'art. 268, comma secondo, c.p.c., la cui interpretazione in senso preclusivo, per il terzo interveniente, delle attività non più consentite alle parti è stata ritenuta dal giudice delle leggi niente affatto lesiva di principi costituzionali quali quelli del diritto di difesa e della parità tra le parti in causa).*

*Si deve, pertanto, ritenere che l'interveniente (di ogni tipo) ha, sì, facoltà di introdurre le proprie istanze in seno al procedimento "fino all'udienza di precisazione delle*

conclusioni", ma ha pur sempre l'obbligo di accettare lo stato del processo in relazione alle (ormai) verificatesi preclusioni, e ritenere, pertanto, nella specie'.

Per le sopra dette considerazioni, l'intervento di Parmalat Pacific Ltd con riguardo alla domanda svolta ai sensi dell'art. 105, I comma c.p.c. va dichiarato inammissibile.

#### **E) - La sospensione del presente giudizio e la litispendenza -**

La difesa delle società convenute ha, poi, chiesto disporsi la sospensione necessaria del processo ai sensi dell'art. 295 c.p.c., dal momento che le attrici avevano instaurato molteplici giudizi aventi ad oggetto le medesime domande risarcitorie

spiccate verso le stesse convenute. A tale riguardo, deducevano infatti che "l'esistenza di un'obbligazione solidale, però, non vuol certo dire che il creditore possa locupletare un ingiustificato vantaggio ai danni dei propri presunti debitori, agendo nei confronti di ognuno di essi per il pagamento dell'intero debito, anche quando esso sia estinto, quanto meno in parte, a seguito di precedenti decisioni e/o di transazioni e accordi stragiudiziali" (v. pagg. 48 - 49 della comparsa conclusionale delle

convenute). In particolare, sul versante civilistico, le convenute sottolineavano la necessità dell'accertamento della responsabilità dei componenti degli organi sociali e dei dirigenti e dipendenti di Parmalat quanto alla dissimulazione delle reali condizioni della società soggetta a rating. Sul versante penalistico, sottolineavano i numerosi procedimenti penali per i reati di false comunicazioni sociali, truffa, aggio, bancarotta.

Orbene, nel caso in esame, non si verte in alcuna delle ipotesi di sospensione necessaria rispetto al giudizio penale - essendo stato abrogato con la L. n. 353/1990 il richiamo all'art. 3 c.p.c. - e non ricorre alcuna delle ipotesi di cui all'art. 75, III comma c.p.p..

Quanto, invece, alla sospensione facoltativa, va richiamato il principio esposto da Cass. civ., S.U. n. 14670/2003, secondo cui "nel quadro della disciplina di cui all'art. 42 cod. proc. civ. - come novellato dalla legge 26 novembre 1990 n. 353 - non vi è più spazio per una discrezionale, e non sindacabile, facoltà di sospensione del processo, esercitabile dal giudice al di fuori dei casi tassativi di sospensione legale: ove ammessa, infatti, una tale facoltà - oltre che inconciliabile con il disfavore nei confronti del fenomeno sospensivo, sotteso alla riforma del citato art. 42 del codice di

rito - si porrebbe in insanabile contrasto sia con il principio di eguaglianza (art. 3 Cost.) e della tutela giurisdizionale (art. 24 Cost.), sia con il canone della durata ragionevole, che la legge deve assicurare nel quadro del giusto processo ai sensi del nuovo art. 111 Cost.. Dalla esclusione della configurabilità di una sospensione facoltativa "ope iudicis" del giudizio, deriva sistematicamente, come logico corollario, la impugnabilità, ai sensi dell'art. 42 cod. proc. civ., di ogni sospensione del processo - nella specie adottata dal tribunale con ordinanza del 12 novembre 2009, quale che ne sia la motivazione, e che il ricorso deve essere accolto ogni qualvolta non si sia in presenza di un caso di sospensione "ex lege" ( v. anche Cass. civ. n. 23906/2010).

Non ricorre, infine, alcuna ipotesi di litispendenza, dal momento che le convenute non hanno minimamente indicato in modo analitico le altre eventuali cause civili proposte davanti a giudici diversi, né il rapporto di anteriorità di altre causa con il presente giudizio, in ossequio al disposto di cui all'art. 39 c.p.c.:

## **II - Il merito:**

### **a) - il rating.**

"Il rating (letteralmente "classificazione") può essere definito come l'opinione espressa da un'organizzazione indipendente, detta agenzia di rating, sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte ai propri impegni finanziari (pagamento di interessi e rimborso del capitale). Secondo la CONSOB, il rating consiste in una "valutazione dell'idoneità di un'emittente a provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi ad una o più emissioni di titoli di debito. In base ad una definizione della stessa S&P il rating è l'opinione sulla capacità e volontà di un soggetto economico di pagare puntualmente alla scadenza il debito contratto fornendo per estensione una informazione aggiornata sulla solvibilità del debitore" (v. pag. 14 della relazione peritale redatta dalla dott. Cecilia Giacomazzi e dal dott. Paolo Colombo). La valutazione dei rating è espressa in modo sintetico attraverso un simbolo, al quale è attribuito un chiaro ed univoco valore in termini di solvibilità o dell'emissione o dell'emittente. La stessa S&P ha precisato che "i simboli, ormai familiari, dei rating di Standard & Poor's costituiscono una modalità comunemente accettata di descrizione del merito di credito, anche in

assenza di ricorso al mercato dei capitali" (v. pag. 2 del doc. n. 69 di parte attorea, il rating delle imprese).

Il contratto di rating, tra l'altro sorto negli Stati Uniti d'America, non è soggetto ad una specifica disciplina contrattuale ma, come del resto osservato concordemente dalle parti in causa e condiviso dal giudice, è riconducibile nell'alveo della prestazione professionale. Ne consegue che l'inadempimento del professionista deve essere valutato alla stregua dei doveri inerenti lo svolgimento dell'attività professionale ed, in particolare, dei doveri di diligenza e di perizia parametrati sulle migliori conoscenze scientifiche mediamente esigibili dall'operatore professionalmente qualificato, avuto riguardo alla natura dell'attività esercitata ex

art. 1176 c.c. e con l'attenuazione del profilo di responsabilità, confinata nel perimetro del dolo o della colpa grave, laddove la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, ai sensi dell'art. 2236 c.c.

Le modalità operative nel rilascio del rating non sono e non erano legislativamente codificate all'epoca dei fatti di causa, ma erano state elaborate dalla stessa S&P nei Corporate Ratings Criteria (doc. n. 7 della convenute).

Tali regole, necessariamente in parte elastiche, presuppongono, in ogni caso, la completezza e la sufficienza delle informazioni disponibili costituite da tutte le "analisi qualitative, quantitative e legali del caso" (v. pag. 5 del doc. n. 7 cit.). L'agenzia di rating opera un'accurata disamina degli elementi fondamentali qualitativi e quantitativi, avendo riguardo anche alle prospettive di crescita dell'azienda, alla sensibilità rispetto ai cambiamenti tecnologici, alle agitazioni dei lavoratori ed agli atti normativi (v. pag. 5 del doc. n. 7 cit.) e facendo anche ricorso ad informazioni riservate pervenute dalla stessa società emittente, informazioni che ha, poi, cura di non divulgare a terzi, né di utilizzare per scopi diversi da quelli propri dello svolgimento dell'attività di valutazione del merito creditizio. In ogni caso, S&P ha precisato che i rating "non sono basati sulle proiezioni finanziarie dell'emittente o sull'opinione della dirigenza riguardo a quanto il futuro può avere in serbo, ma piuttosto sulla valutazione delle prospettive aziendali da parte della stessa S&P" (v. pag. 12 del cit. doc. n. 7).

La scala dei rating internazionali adottata da S&P è suddivisa in due macro classi, denominate, una, categoria di investimento (investment-grade comprendente i rating

da AAA a BBB) e l'altra, categoria speculativa (*speculative-grade*) comprendente i *rating* da BB a D). Tale distinzione assume un ruolo determinante nelle valutazioni degli investitori, con conseguenti riflessi in termini di maggiori possibilità di collocare sul mercato titoli inseriti nella categoria *investment grade*. La stessa S&P ha precisato che "il termine *investment-grade* è stato usato in origine da vari organismi normativi per denotare obbligazioni che potessero costituire oggetto di investimento da parte di istituzioni come banche, società di assicurazione e associazioni di credito e risparmio. Nel tempo, il termine è diventato di uso comune per l'intera comunità degli investitori. Le emissioni di titoli valutati nella quattro categorie più alte AAA, AA, A, BBB sono generalmente riconosciute come *investment-grade*. Ai debiti valutati BB o categorie inferiori ci si riferisce in genere come *speculative-grade*" (v. pag. 9 del doc. 7 cit.). In particolare poi, hanno sottolineato i C.T.U., Dott. Cecilia Giacomazzi e Dott. Paolo Colombo, la sostanziale differenza tra *rating investment-grade* e *rating speculative-grade* in ragione della più ampia possibilità, per la maggior parte degli investitori istituzionali, di acquistare titoli dotati di *rating investment-grade*.

Dal punto di vista operativo, una volta ricevuta una richiesta di *rating*, l'agenzia designa un team di analisti specializzati nel settore di appartenenza della società ed indica altresì l'analista principale, responsabile dei rapporti con l'impresa. Quest'ultima può nominare un cosiddetto *rating advisor*, che costituisce una sorta di interfaccia tecnico dell'azienda rispetto all'agenzia di *rating*.

Quanto alle specifiche modalità operative, la procedura prevede, in prima battuta, che la società soggetta a *rating* fornisca i materiali informativi di base, tra i quali bilanci di esercizio sottoposti a revisione dei conti per cinque anni, vari bilanci intermedi recenti, descrizioni narrative di operazioni e di prodotti; all'esito dell'esame di tali elementi, gli analisti elaborano uno schema di analisi con l'indicazione dei principali temi di approfondimento e l'elenco di eventuale, ulteriore documentazione necessaria. Seguono, poi, gli incontri con la dirigenza, in particolare con la direzione finanziaria ed amministrativa (*management meeting*); quindi, una volta conclusi gli incontri ed acquisiti i dati necessari, gli analisti elaborano uno studio approfondito dell'impresa e presentano un rapporto interno per i membri del comitato di *rating*, rapporto denominato *Corporate Ratings Global RAMP Score*

Sheet, brevemente indicato RAMP. Il comitato di *rating* si compone di un numero di analisti compreso tra cinque e sette, alcuni dei quali con specifiche competenze nel settore in cui opera l'impresa e l'analista principale effettua una presentazione al comitato in cui espone la valutazione della gestione strategica e finanziaria della società ed una raccomandazione di *rating*. Il *rating* così proposto viene discusso ed infine determinato sulla base del consenso espresso dalla maggioranza dei membri del comitato; quindi, unitamente alle motivazioni ad esso sottese, viene comunicato all'impresa, la quale può decidere se presentare una sorta di ricorso, al fine della revisione del *rating*; il comitato di *rating*, poi, qualora ne sussistano i presupposti, può modificare il *rating* assegnato e, quindi, l'impresa può decidere se pubblicare o

meno il *rating*, comunicando la sua scelta all'agenzia. Inoltre, "dal momento in cui il *rating* viene pubblicato, l'agenzia si impegna ad informare gli investitori di qualsiasi modifica intervenuta nella qualità di credito dell'impresa. Per questo, il *rating* è oggetto di un monitoraggio permanente che prevede almeno un *management meeting* annuale con l'obiettivo di aggiornare le informazioni finanziarie relative all'impresa stessa e gli orientamenti strategici. Analogamente è prerogativa dell'impresa comunicare

qualsiasi informazione rilevante ai fini della valutazione e dell'aggiornamento del proprio merito creditizio" (v. pag. 19 della consulenza). Nel corso del monitoraggio, inoltre, possono mutare le condizioni che hanno portato all'emissione di un determinato *rating*: In tal caso, l'analista intraprende una prima disamina che può condurre all'inserimento nell'elenco dei CreditWatch. Segue, quindi, la procedura identica a quella prevista per il *rating* di nuova emissione, con un'analisi più approfondita e con contatti con la dirigenza.

L'attività di attribuzione del *rating* ad un'impresa viene svolta attraverso un esame congiunto di due principali aree di valutazione: a) l'analisi del *business risk* ovvero della posizione relativa dell'azienda nel suo settore e nel mercato; b) l'analisi del *financial risk* ovvero la valutazione della posizione finanziaria attuale e prospettica dell'azienda. La valutazione del *business risk* è un'analisi prettamente qualitativa e statica, ancorata al contesto economico e di mercato nel quale opera l'impresa, al fine della determinazione del livello di rischio operativo dell'azienda. Nell'ambito dello specifico settore di operatività, viene esaminato il posizionamento dell'impresa rispetto alle altre società similari dal punto di vista merceologico e gli elementi

specifici tenuti in considerazione sono: le quote di mercato e la struttura delle stesse, avuto riguardo alla rete di distribuzione, all'esistenza di contratti a lungo termine, al grado di penetrazione delle aziende concorrenti nei principali mercati di riferimento; l'efficienza operativa, intesa come analisi del reddito operativo, del grado di concentrazione del *core-business* e della struttura dei costi, al fine della valutazione della resistenza dell'impresa in situazioni congiunturali difficili; la dimensione in rapporto soprattutto alla capacità di sviluppare economie di scala ed alla diversificazione geografica dei mercati; la struttura organizzativa, con rilevazione di eventuali disfunzioni organizzative interne, la strategia e la qualità del management.

L'analisi del *financial risk* si fonda soprattutto sull'uso di strumenti quantitativi, ed in particolar modo di indici finanziari, tra i quali: l'analisi dei principi contabili che comprendono l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, la costituzione delle riserve e degli accantonamenti, la politica di valutazione delle attività fisse e delle scorte, i conti d'ordine (locazioni, vendite, garanzie per debiti non inclusi nelle passività di bilancio); l'analisi della politica finanziaria, relativa ai dati storici (relativa, di solito, a cinque anni) ed alle prospettive a medio termine (generalmente per tre anni), avuto riguardo agli obiettivi principali sotto il profilo del livello assoluto e relativo di indebitamento, alla redditività del capitale investito, al rapporto utili/dividendi; l'analisi della redditività e della copertura intesa quale capacità di reddito di un'impresa, avuto riguardo agli indici di copertura degli oneri finanziari ed al confronto dell'autofinanziamento con il livello di indebitamento sia a breve, sia a lungo termine; l'analisi della struttura del capitale e dell'indebitamento finanziario, in tale ultima voce ricomprendendosi anche il grado di dipendenza dell'azienda dall'indebitamento stesso, considerato in rapporto al capitale investito ed al *cash-flow*; l'analisi dell'adeguatezza del *cash flow*, corrispondente alla possibilità, per un'impresa, di autofinanziare i bisogni correnti e, quindi, di creare una riserva allo scopo di ridurre l'indebitamento o di finanziare la crescita esterna; l'analisi della flessibilità finanziaria, che consente di determinare il fabbisogno finanziario e le possibili alternative in base a diversi scenari ed a differenti opportunità strategiche e industriali (cfr. pagg. 20 - 22 della consulenza ufficiale).

Il processo di *rating* si basa, quindi, su di una vera e propria interazione dei due fattori del *business risk* e del *financial risk*. In particolare, è utile sottolineare che "la valutazione del *business risk* ha un ruolo essenziale per fissare il limite superiore del *rating*, a cui ciascuno degli operatori del settore può aspirare. Dunque il livello di *business risk* di una impresa determina le aspettative riguardo al livello di *financial risk* che la stessa può permettersi di sopportare per ogni categoria di *rating*." (v. pag. 21 della C.T.U.). Tanto è vero che i CC.TT.UU. hanno osservato come una società dotata di una posizione concorrenziale più forte, di prospettive imprenditoriali più favorevoli e con flussi di cassa maggiormente prevedibili possa permettersi di assumere rischi finanziari aggiuntivi, mantenendo la stessa classe di *rating*. (v.

pag. 22 della consulenza). La tabella a pag. 23 della C.T.U. rende chiaro il meccanismo dell'interazione tra il *business risk* ed il *financial risk* (valutato solo in relazione a due indici) e mostra come il valore dell'indice indebitamento/capitalizzazione sia suscettibile di variazione a seconda del posizionamento dell'impresa nel profilo di rischio imprenditoriale ora ben al di sopra della media, ora al di sopra della media, poi nella media, al di sotto e, infine, ben al di sotto della media.

Secondo la metodologia di S&P, quindici sono gli indici finanziari (*key ratios*, v. pag. 21 della prima memoria del CTP delle convenute) influenti sul *financial risk*, di cui otto sono quelli maggiormente rilevanti (v. pagg. 24 e 25 della consulenza ufficiale). Di norma, poi, gli indici sono rettificati, in considerazione e di componenti di reddito straordinarie e della necessità di rendere omogenee grandezze calcolate sulla base di differenti principi contabili, in particolare nell'area Europa. I *key ratios* sono, poi, elaborati in statistiche raggruppate per ciascun settore economico ed un valore statistico particolarmente importante è costituito dalla mediana, "definita come il valore centrale di una successione numerica disposta in ordine crescente. Per definizione, quindi, il 50% degli elementi che costituiscono il campione presenta valori inferiori a quello mediano, ed il residuo 50% presenta valori superiori ad esso. In sostanza l'agenzia *ex post*, partendo dagli indici calcolati ogni anno per ciascuna società appartenente ad un certo settore e ad una certa classe di *rating*, determina la mediana di detti indici con l'obiettivo di consentire un confronto, per una verifica di coerenza, degli indici calcolati per una certa società con la classe di *rating* alla stessa

attribuita dall'agenzia. In base a quanto riportato nei "Criteri per il rating delle società", pag. 53 (all. 43 dell'all. 70 del fascicolo Parmalat), le mediane degli indici sono puramente statistiche e non sono intese a costituire una guida per ottenere un dato livello di rating. Gli indici sono di aiuto nel definire a grandi linee la posizione di una società rispetto alle categorie di rating, mentre non sono intesi come ostacoli o prerequisiti che debbano essere soddisfatti per raggiungere uno specifico rating di debito. In ogni caso gli indici oggetto di rilevazione al fine del calcolo delle mediane vengono determinati apportando alle grandezze-base le opportune rettifiche finalizzate a rendere omogenei i valori espressi dagli indici stessi, e dunque sulla base delle indicazioni contenute nei "Criteri per il rating delle società. Nel caso di specie le rilevazioni statistiche delle mediane degli indici sono riflesse in un documento denominato "Creditstats: Industrial Comparative Ratio Analyses, Long Term Debt" che S&P pubblica periodicamente (agli atti è stato prodotto il documento pubblicato il 28.09.2000, allegato 11)" (v. pagg. 25 e 26 della relazione tecnica ufficiale).

Altro elemento di rilievo nel rilascio del rating è il concetto di *outlook* che si sostanzia in un'informazione aggiuntiva calibrata su prospettive future, come tali migliorative o peggiorative.

Così inquadrata l'attività di *rating*, vanno ora presi in considerazione i contratti tra Parmalat Finanziaria s.p.a. e le odierne parti convenute con i quali S&P ha accettato l'incarico di effettuare la valutazione creditizia del gruppo Parmalat.

Con il primo negozio del 2 giugno 2000 (doc. n. 4 delle attrici e n. 10 delle convenute), S&P, divisione francese, si era impegnata ad informare Parmalat e Barclays Capital, quest'ultima in veste di *rating advisor*, circa il *rating* attribuito ed a non divulgarlo senza il previo consenso della Parmalat, con l'unica eccezione delle emissioni pubbliche sul mercato statunitense e le emissioni 144(A) di carattere pubblico a cui Standard & Poor's attribuiva *ratings* pubblici in modo automatico. All'art. II il contratto prevedeva il collegamento sistematico tra la pubblicazione del *rating* ed il monitoraggio permanente da parte dell'agenzia di *rating* ed a tale scopo la stessa Parmalat si era impegnata a "comunicare in modo tempestivo a Standard & Poor's tutte le informazioni necessarie al monitoraggio del *rating* e a notificare qualsiasi cambiamento relativo ad informazioni inviate precedentemente". Sempre l'art. II prevedeva la possibilità di modifiche, di soppressione del *rating* o di

inserimento nella lista di *CreditWatch*, ossia di *rating* sotto sorveglianza nell'ipotesi di informazioni insufficienti, negative, essendo tale valutazione rimessa alla stessa S&P. Inoltre, dopo la pubblicazione del *rating* a lungo termine, S&P avrebbe attribuito automaticamente un *rating* a tutte le emissioni di debito a breve o a lungo termine fatte da Parmalat sul mercato domestico o internazionale. Gli articoli III e IV disciplinavano il corrispettivo iniziale pari ad € 40.000,00, mentre per i successivi monitoraggi era previsto l'importo di € 25.000,00 quanto all'anno 2001, con possibilità di modifiche per gli anni successivi. Nell'allegato prospetto informativo del primo contratto un paragrafo a sé stante era dedicato agli "emittenti frequenti" che potevano sottoscrivere un accordo generale sui corrispettivi in alternativa alla procedura di fatturazione per ogni singola emissione, con la conseguenza che i corrispettivi erano determinati in base all'ammontare annuale dei titoli emessi, secondo specifici scaglioni; tali compensi dovevano essere fatturati su base annua ed erano inseriti nell'ambito di un rapporto contrattuale almeno biennale.

Con il secondo contratto del 6 agosto 2001 (doc. n. 5 delle attrici e n. 13 delle convenute), le parti (quanto alle odierne convenute, la divisione francese) concordavano, appunto, la tariffa per emittenti frequenti pari ad € 175.000,00 annui per la durata di due anni dal 20 gennaio 2001 al 19 gennaio 2003 per il *rating* di obbligazioni fino a 2 miliardi di euro all'anno. In particolare, poi, l'applicazione della tariffa di emittente frequente escludeva la tariffa di sorveglianza di € 25.000,00 che era già stata addebitata a Parmalat a luglio 2001, prima del secondo contratto. Inoltre, al termine di ogni periodo di 12 mesi (ossia sino al 19 gennaio 2002 per il primo anno), laddove il volume delle emissioni soggette a *rating* avesse ecceduto i 2 miliardi di euro, l'agenzia di *rating* avrebbe applicato all'eccedenza la tariffa in base alla tranche corrispondente alla tariffa per emittente frequente prevalente del prospetto tariffario vigente a tale momento.

Con il terzo contratto datato 31 gennaio 2003 (doc. n. 6 di parte attorea e n. 14 delle convenute), la parti (quanto alle odierne convenute, la divisione italiana) pattuivano un aggiornamento del compenso previsto per gli emittenti frequenti, che giungeva così ad € 185.000,00 annui per le emissioni obbligazionarie fino a 4 miliardi di euro nel biennio.

Con il contratto del 13 febbraio 2003 (doc. n. 15 delle convenute), le parti (quanto alle odierne convenute, la divisione italiana) concludevano un accordo di contenuto analogo a quello del mese precedente.

I CC.TT.UU., dopo aver analizzato la rappresentazione di Parmalat nel book Barclays e le comunicazioni intercorse tra la società attorea e S&P, al fine di valutare la qualità dell'informazione ricevuta dalle odierne convenute e necessaria al fine dell'espletamento dell'incarico, hanno analizzato criticamente l'attribuzione di ogni singolo *rating* alla luce dei criteri stessi emanati da S&P, come di seguito vengono sinteticamente illustrati, al fine di trasfondere nella decisione significativi elementi istruttori.

Di seguito sono sintetizzati gli elementi istruttori sottolineati dai C.T.U., nell'opera di rielaborazione dei sei *rating*, letti alla luce dei criteri elaborati dalla stessa S&P.

#### **a1) - il primo rating -**

In merito al rilascio del primo *rating*, in data 15 novembre 2000, i CC.TT.UU. hanno condiviso la valutazione del *rating* BBB+ quanto al *business risk*, ossia con riguardo agli elementi a carattere qualitativo e non contabile, incentrati sul carattere di bene primario del latte e dei prodotti correlati nell'alimentazione e sulla conseguente stabilità del consumo, sulla posizione redditizia nel mercato nazionale, sull'equilibrata distribuzione geografica. Hanno, invece, con riferimento alla valutazione del *financial risk* - che, come detto, implica un'analisi dettagliata dei bilanci consolidati di Parmalat Finanziaria ed, in particolare, per la prima attribuzione del *rating*, del bilancio al 31 dicembre 1999 - riscontrato alcuni non condivisibili dati relativi ai vari indici di bilancio. In particolare, con riferimento alla posizione finanziaria netta risultante dalla differenza tra x) indebitamento finanziario lordo rettificato e y) disponibilità liquide rettificate, hanno evidenziato come, nell'ambito dell'indebitamento finanziario, nella voce di bilancio "debiti verso banche" fossero compresi anche debiti per prestiti obbligazionari che avrebbero dovuto, invece, essere classificati come "debiti per obbligazioni". La spiegazione di una simile classificazione, fornita da Parmalat, era che il rapporto di incasso, di rimborso e di pagamento era intrattenuto esclusivamente con la banca e non con l'investitore. Sempre nella voce "debiti verso

banche" non era presente alcuna informazione di dettaglio, né risultava che S&P avesse chiesto ulteriori approfondimenti. La posizione finanziaria netta (x-y) per i C.T.U. risultava di euro/mln 3.302, mentre per le odierne convenute era di euro/mln 2.745, dal momento che l'agenzia di rating non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori"; non aveva apportato ai debiti le rettifiche relative alle operazioni di cartolarizzazione ed agli effetti dello sconto; non aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie. In particolare, è necessario porre l'accento sul significato delle rettifiche in rapporto alla cartolarizzazione dei crediti, alla capitalizzazione dei leasing operativi, allo sconto ed all'anticipazione di effetti, rettifiche codificate dalla stessa S&P nei criteri

per il rating delle società, laddove con riferimento alla cartolarizzazione dei crediti, ai leasing operativi, all'anticipazione degli effetti, viene specificato che tali operazioni rappresentano una forma di finanziamento fuori bilancio (v. pag. 25 del Corporate Ratings Criteria, doc. n. 7, delle convenute). In particolare, come osservato dai C.T.U., "la cartolarizzazione è un'operazione complessa che si sostanzia nel processo di conversione di attività a liquidabilità differita in strumenti cartolari, ossia in titoli negoziabili e liquidabili sul mercato" (v. pag. 28 della consulenza); tale operazione consente "lo smobilizzo dei crediti dall'attivo dello stato patrimoniale della società cedente, con trasferimento (nei casi più frequenti, come quello che qui interessa, di cessione pro - soluto), in capo al cessionario del rischio di insolvenza dei propri debitori. La riduzione dell'attivo patrimoniale consente al cedente di reinvestire mezzi in precedenza immobilizzati, contribuendo tra l'altro a migliorare gli indici di patrimonializzazione e di indebitamento (infatti la società cedente ottiene una diminuzione del capitale investito, la generazione di liquidità e la correlata possibilità di utilizzare detta liquidità nel modo più aderente alle necessità aziendali, ad esempio per ridurre il livello di indebitamento)" (v. pag. 28 della C.T.U.). La rettifica per le operazioni di cartolarizzazione ha, quindi, l'effetto di rendere comparabile la struttura finanziaria - e di conseguenza, gli indici - delle società che fanno ricorso alla cartolarizzazione come strumento di finanziamento fuori bilancio con la struttura di quelle società che invece ricorrono a modalità di finanziamento aventi un impatto diretto sui debiti esposti in bilancio. A livello metodologico, S&P, per il calcolo degli indici, riaddiziona l'importo dei crediti e un importo pari di debito:

“questo elimina l'effetto distorsivo, cosmetico dell'utilizzo di un metodo fuori bilancio e consente un miglior confronto con altre società che hanno scelto modalità di finanziamento diverse. Anche per i leasing la giustificazione della rettifica è la stessa. Ed, infatti, posto che la contabilizzazione dei leasing operativi prevede solo la registrazione a conto economico del canone annuale e non anche la rilevazione tra i debiti dell'impegno verso il locatore per i canoni di leasing a scadere fino alla conclusione del contratto, è evidente, anche in questo caso, una forma di finanziamento fuori bilancio. La rettifica consente, quindi, di rendere confrontabili le imprese che acquistano un bene in proprietà con conseguente indebitamento con quelle che invece ricorrono al contratto di leasing ed anche tale rettifica è espressamente codificata nei Criteri, con la formula del “metodo dei fattori”: tale metodo prevede che la spesa annuale di leasing sia moltiplicata per un fattore che riflette la durata media dei beni che la società ha in leasing; in sostanza, in tal modo, viene capitalizzato il bene anziché solo l'utilizzo dello stesso per il periodo di vigenza del contratto di leasing. Stesse considerazioni, infine, vanno svolte con riferimento allo sconto ed all'anticipazione di effetti, operazioni con le quali una società ottiene da una banca l'anticipazione di crediti non ancora scaduti con clausola pro-solvendo. Ora, anche tale operazione - che consente lo smobilizzo anticipato di crediti iscritti nell'attivo dello stato patrimoniale con il conseguente incasso immediato delle somme - costituisce una forma di finanziamento fuori bilancio; la rettifica ha, pertanto, lo scopo di rendere confrontabile la struttura finanziaria e, quindi, gli indici delle società che a tali operazioni fanno ricorso con le società che, invece, ricorrono a modalità di finanziamento aventi impatto diretto sui debiti esposti in bilancio. Orbene, tornando, ora, all'analisi del *financial risk*, le tabelle redatte alle pagg. 124 e 125 della consulenza evidenziano i *key ratios* per l'anno 1999 elaborati da S&P e dai C.T.U. e l'inserimento degli stessi nei valori mediani per l'anno 1999 (cfr. tabella di confronto tra *key ratios* di Parmalat per l'anno 1999 determinati dai C.T.U. ed i valori mediani): dai quali si desume che tutti i *key ratios* calcolati dai C.T.U. - ad eccezione di due - sono propri della classe di rating BB. Significativamente, però, neppure i *key ratios* indicati dall'agenzia di rating sono compresi nelle mediane tipiche della categoria BBB (l'ultima dell'investment grade). I consulenti hanno anche posto l'accento sul fatto che lo

stesso analista capo di S&P, Hugues De La Presle, in occasione del RAMP del luglio 2000, aveva esposto chiaramente al comitato di *rating* che i principali coefficienti di indebitamento correnti, ossia la copertura/EBITDA di 3,8x e ricavi di gestione/Indebitamento netto del 20% erano in classe BB e ciò nonostante una valutazione dell'indebitamento calcolata in modo più favorevole rispetto all'analisi dei C.T.U. (ossia già l'indebitamento di euro/mln 2.745 e non anche quello superiore di euro/mln di 3.302 calcolato dai C.T.U. era sufficiente per l'attribuzione di BB). Il giudizio finale era, dunque, ancorato, prevalentemente, alle aspettative di miglioramento in termini di redditività ed indebitamento del gruppo Parmalat, ma una tale aspettativa, proprio per la differente visuale prospettica,

avrebbe dovuto condurre all'attribuzione di un *rating speculative-grade* con *outlook positive*, invece che al rilascio di un *rating investment-grade* con *outlook stable*. I consulenti hanno, pertanto, ritenuto che i *rating* "BBB" con *outlook stable* attribuiti da S&P a Parmalat e pubblicati il 15.11.2000 non fossero coerenti con le informazioni ed i dati aziendali conosciuti a tale data, o comunque conoscibili da un operatore qualificato qual era S&P, ma fossero invece propri della macro-classe *speculative-grade*. Ad ulteriore riprova di quanto sopra, la dott. Giacomazzi ed il dott. Colombo hanno mostrato, nella tabella a pag. 126 della relazione, attraverso le note matrici contenute nel documento "*Criteri per il rating delle società*" (pag. 57), l'interazione tra alcuni indici finanziari di Parmalat (1999) ed il suo livello di *business risk*. Relativamente a due *key ratios*, le matrici mostrano chiaramente come nel contesto di Parmalat, dotata di un profilo di rischio imprenditoriale medio ("*average*"), i valori calcolati per i due indici siano propri di categorie "*speculative grade*". A tali considerazioni, vanno aggiunti altri elementi costituiti dalla scarsità delle informazioni necessarie dal punto di vista sia qualitativo, sia quantitativo tra l'agenzia di *rating* da un lato e la committente per il tramite del *rating advisor* Christopher Rencki e dalla non linearità nel processo di attribuzione del *rating*. Ed, infatti, nella e-mail inviata il 13 luglio 2000 da De La Presle (capo analista) a Luciano Del Soldato, responsabile finanziario di Parmalat, il *rating* per l'emittente (*issuer rating*) a lungo termine era indicato in BBB- ed a breve termine A-3 per l'emittente Parmalat Finanziaria, mentre il *rating* di emissione (*issue rating*) era di BBB- per l'operativa Parmalat s.p.a. e BB+ per i titoli della Parmalat Finanziaria,

con *outlook stable* (v. allegato n. 29 della C.T.U.): significativamente, poi, nella bozza inviata in via riservata, nel paragrafo intitolato "aspettative", Standard & Poor's considerava i livelli di indebitamento della fine del 1999 come un valore minimo per la categoria di valutazione ed annunciava che si sarebbe aspettata che Parmalat superasse tali livelli nei prossimi mesi in virtù di una maggiore creazione di liquidità e di un numero di gran lunga inferiore di acquisizioni rispetto agli ultimi tre anni, sottolineando al contempo che qualunque calo dei livelli di indebitamento del gruppo da quelli riscontrati avrebbe messo a rischio le valutazioni (v. allegato n. 30 della C.T.U.). Con mail del 21 luglio 2000 Christopher Rencki (*rating advisor* per conto di Parmalat) esprimeva il non gradimento dell'azienda in merito ad alcuni dati, chiedendo di eliminare il paragrafo n. 5 contenente riferimenti critici al mercato australiano, ove, invece, la Parmalat deteneva il 25% di quota del mercato e di rivedere il calcolo del rapporto EBITDA/Fixed Charge Cover che, secondo i suoi conteggi si assestava su 6,1 per il 1999 invece che, come proposto dall'agenzia, su 3,8 e che sarebbe stato, per l'anno 2000 di 5,6 (v. allegato n. 30 alla C.T.U.). Seguivano ulteriori comunicazioni tra, da un lato, gli analisti dell'agenzia e, dall'altro, il *rating advisor*, comunicazioni inviate in copia anche a Luciano Del Soldato, dalle quale si ricava che Parmalat faceva pressioni affinché fosse indicato anche il mercato australiano ed il rapporto EBITDA/Fixed Charge Cover fosse indicato di circa 5 volte (6,1\* per il 1999 e 5,6\* per il 2000); in particolare, nella mail del 24 luglio 2000 indirizzata al *rating advisor* e per conoscenza anche a Luciano Del Soldato, Dubois - Pelerin Emmanuel segnalava la rilevante differenza tra i valori del rapporto EBITDA/copertura interessi, differenza motivata da input diversi per gli oneri finanziari e per il reddito finanziario, segnalando, in particolare che "la vostra relazione comprendeva importi ai quali, in particolare per gli interessi attivi, non possiamo dare credito". Rilevava, comunque, che il capo analista, Hugues De La Presle aveva ricevuto da Parmalat cifre per calcolare i rapporti per il 1998 e per il 1999 prima di ogni *lease adjustment*, cifre che, pur sembrando appropriate, erano frutto di informazioni private e non di dati ricavati da relazioni annuali della società, ragione per la quale suggeriva di indicare, nel comunicato stampa, in rapporto a tale valore, una misura non precisa, ossia "circa 4 volte". La risposta del *rating advisor* del 25

luglio 2000 conteneva l'esplicita raccomandazione di inserire nel comunicato stampa il riferimento al mercato australiano e, con riguardo alla copertura degli interessi, segnalava che Parmalat aveva usato la stessa metodologia dell'agenzia di rating, chiedendo, pertanto, che fosse indicata la copertura in "circa 5 volte" (6,1 per il 1999 e 5,6 per il 2000) (v. allegato n. 33 alla C.T.U.). Nella mail datata 3 agosto 2000 a Luciano Del Soldato, Christopher Rencki comunicava che tanto a Parmalat Finanziaria quanto a Parmalat spa era stato attribuito il rating BBB- con outlook stabile, con conseguente cancellazione di ogni riferimento a BB+ ("dietro mia richiesta, il comitato di rating ha riesaminato il credito ed ha adeguato le sue conclusioni effettuando un upgrading a BBB-") (v. doc. n. 14 di parte attorea);

che, inoltre, S&P aveva cancellato tutti i riferimenti al rapporto EBITDA/copertura delle spese fisse, stante il mancato accordo sui calcoli. Particolare rilievo assume, poi, il comunicato stampa del 15 novembre 2000 nella sua ultima versione frutto di pesanti correzioni apportate dall'agenzia di rating su pressioni del committente per il tramite del rating advisor. Significativamente, spiccava la netta equiparazione tra la Parmalat s.p.a. e la controllante Parmalat Finanziaria s.p.a., nonostante che il debito di quest'ultima sia strutturalmente subordinato a quello della prima; la misura minima previsionale per l'indice EBITDA net interest coverage valutata tra 3,5 - 4,0, invece che in una misura puntuale riferita al 1999. Inoltre, l'auspicio che la politica finanziaria di Parmalat fosse, nel futuro, meno aggressiva e meno incentrata su nuove acquisizioni risulta anche dal verbale di interrogatorio di Hugues De La Presle davanti al P.M. in data 16 gennaio 2006, laddove l'analista capo di S&P chiariva che la politica di Parmalat era valutata da S&P come aggressiva, dato che l'indebitamento era aumentato in conseguenza delle acquisizioni e che, a specifica domanda dell'agenzia, l'azienda aveva risposto che la politica di grosse acquisizioni era terminata (v. doc. n. 67 delle attrici).

#### **a2) - il secondo rating -**

Al fine della valutazione dell'attribuzione del secondo rating in data 2 agosto 2001, i consulenti d'ufficio hanno posto l'accento su alcuni elementi fattuali precedenti l'emissione del secondo rating del 2 agosto 2001: in particolare, l'annuncio in data 30 gennaio 2001 di Parmalat di aver emesso un prestito obbligazionario ventennale di euro/mln300 (v. allegato n. 113 alla C.T.U.) e la successiva

comunicazione, in data 19 giugno 2001, da parte di Fausto Tonna, circa il programma di emissione continua da parte di Parmalat Finance Corporation BV di bond per un importo complessivo di euro/mln 2.000 (v. allegato n. 47 alla C.T.U.). I consulenti d'ufficio, mentre non hanno svolto alcun rilievo in ordine al *business risk*, con riferimento al *financial risk*, hanno posto in risalto come gli analisti dell'agenzia fossero pervenuti ad una posizione finanziaria netta, pari alla differenza tra x) l'indebitamento finanziario lordo rettificato e y) le disponibilità liquide rettificate inferiore rispetto a quella calcolata dai C.T.U. di euro/mln 1.248 (secondo gli analisti era di euro/mln 2.271 e secondo i C.T.U. di euro/mln 3.519) e ciò a causa di specifici e non condivisibili motivi: come anche per l'anno 1999, l'agenzia non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori"; come per il 1999 non aveva apportato ai debiti le rettifiche relative alle operazioni di cartolarizzazione ed agli effetti allo sconto; diversamente, invece, dal 1999, non aveva apportato ai debiti la rettifica per le locazioni operative; diversamente dal 1999, aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie. I consulenti hanno, dunque, evidenziato come S&P abbia utilizzato metodi di calcolo diversi per i dati dell'anno 2000, in assenza di una qualsiasi ragione. In particolare, poi, i proventi finanziari erano stati calcolati in modo forfettario e non desunti dai dati di bilancio e, quindi, erano stati rettificati, mentre gli oneri finanziari erano stati ricavati direttamente dai dati di bilancio. I consulenti hanno segnalato, a tale riguardo, come nel corso dell'interrogatorio del 16.1.2006 davanti al Pubblico Ministero, Hugues De La Presle spiegasse questa scelta alla luce della scarsa fiducia in ordine ai dati riservati forniti dall'azienda; e come, per tale ragione, avesse proceduto ad una stima fondata sulla liquidità indicata in bilancio, con l'applicazione di un tasso del 3%, sulla base dei tassi di interesse applicati in quel momento ad investimenti liquidi senza rischio. Del resto, proprio il capo analista, in una e-mail inviata a Luciano del Soldato il 14.6.2001 esprimeva *"qualche preoccupazione sugli interessi passivi netti. Per quanto riguarda gli interessi passivi lordi, 'gli interessi passivi pagati ad altri' dichiarati vanno bene. Il problema sorge con 'gli interessi attivi da altri' dichiarati, i quali se confrontati con il saldo di cassa a fine anno (che a quanto abbiamo capito è rimasto ampiamente stabile durante tutto l'anno) mostrano un'elevatissima remunerazione sulle*

disponibilità liquide, pari al 6,4% nel 1998, 6,7% nel 1999 e 5,3% nel 2000. Per gli investimenti in disponibilità liquide prive di rischi, questo ci sembra troppo elevato, quindi abbiamo intenzione di calcolare i vostri interessi passivi netti, quindi i rapporti di copertura degli interessi, tenendo conto solo di una remunerazione sulle disponibilità liquide del 3%. Sulla base di questa rettifica, il rapporto EBITDA/copertura interessi è 3,3 nel 2000 (aumentato rispetto al 3 del 1999 e di 6,1 quando comparato con una media della categoria BBB) e il rapporto EBIT/copertura è di 2,1 (aumentato rispetto al 2 del 1999 e di 3,9 quando comparato con una media della categoria BBB)" (v. doc. n. 20 delle attrici).

I consulenti, nell'opera di rielaborazione del rating, hanno proceduto con lo stesso metodo forfettario quanto

ai proventi finanziari, mentre hanno apportato la rettifica in aumento per i leasing operativi. Anche in questo caso, dalla tabella relativa ai key ratios confrontata con le mediane, i key ratios risultano coerenti con la categoria BB (v. pag. 133); né rileva il fatto che gli indici calcolati dai C.T.U. per il 2000 fossero inferiori a quelli determinati da S&P, in quanto - con l'unica eccezione dell'indice

FOCF/Indebitamento finanziario netto collocabile all'interno della categoria A tanto per i C.T.U., quanto per l'agenzia - le oscillazioni degli altri indici e, quindi, la valutazione migliorativa dell'odierna convenuta non era idonea a far collocare il titolo nella categoria BBB. Osservavano, a tale riguardo, i consulenti che, già in occasione del primo rating, l'analista di S&P, Hugues De La Presle aveva dato un fondamentale peso all'atteso miglioramento, negli anni a venire, degli indici di Parmalat rispetto a quelli calcolati per il 1999, ritenuti "bassi per la classe di rating". Detto miglioramento avrebbe dovuto essere conseguito grazie ad una "più modesta crescita esterna e ad una spinta della generazione di disponibilità liquide a seguito del previsto miglioramento della redditività. In particolare, poi, nel primo comunicato stampa, S&P, come sopra detto, in occasione del rilascio del primo rating, indicava di prevedere "rapporti di indebitamento medio compresi almeno tra 3,5x - 4,0x per l'EBITDA net interest coverage e di 20% per copertura del debito netto mediante ricavi di gestione (FFO). S&P ha dichiarato che questi rapporti dovrebbero migliorare nei prossimi anni a seguito del miglioramento nella generazione di flussi di cassa e di un numero di gran lunga inferiore di acquisizioni rispetto agli ultimi tre anni" (v. pag. 135 della C.T.U.). A tale proposito, i C.T.U. hanno sottolineato come l'indice

EBITDA net interest coverage calcolato dall'agenzia di *rating* fosse pari a 3,3x e, pertanto, al di fuori dall'intervallo prospettato di 3,5x -4,0x; come il valore dell'indice fosse indicato nella tabella "statistiche finanziarie", riportata in chiusura della "*full analysis*"; come S&P avesse rideterminato l'indice sul 1999, ottenendo un valore sensibilmente diverso da quello calcolato in occasione del primo *rating*, modificando il metodo di calcolo in precedenza impiegato per i proventi finanziari e come, quindi, l'indice così rideterminato risultasse pari 3,1x, e dunque lontanissimo sia dai valori mediani della classe BBB sia dal 3,8x calcolato da S&P in origine per il 1999 e già allora indicato come basso. Al contempo, i C.T.U. hanno segnalato come l'agenzia abbia taciuto riguardo al diverso metodo di calcolo dell'indice nel 2000, alle ragioni ed all'evidente scostamento dello stesso dai valori tipici della classe nella "*full analysis*" comunicata al mercato il 2.8.2001. Quanto

all'indice FFO/indebitamento finanziario netto, i consulenti hanno osservato che S&P aveva rideterminato l'indice sul 1999 ottenendo un valore diverso da quello calcolato in occasione del primo *rating* (21% rispetto al 20%) e che aveva dedicato qualche riga di commento al miglioramento dell'indice, passato al 25,5% (rispetto al 21% del 1999 come ricalcolato). Hanno rilevato, infine, che S&P nel comunicato del 2.8.2001 si era limitata a riferire un generico "*miglioramento dei coefficienti di indebitamento di Parmalat, bassi per la categoria di rating attribuita alla fine del 1999*".

Alla stregua di tali considerazioni, la dott. Giacomazzi ed il dott. Colombo sono pervenuti alla conclusione che anche il secondo *rating* BBB- con *outlook stable* non fosse coerente con la categoria *investment grade*, sulla base dei dati conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato e che presentasse le caratteristiche tipiche della macro - classe *speculative grade*.

### **a3) - il terzo rating -**

I C.T.U. hanno segnalato, quali fatti rilevanti al fine del rilascio del terzo *rating* del 13 giugno 2002, la conoscenza, in capo all'agenzia di *rating*, del nuovo programma di emissioni di euro/mln 2.000, come emerge dalla comunicazione del 6 agosto 2001 (doc. n. 5 delle attrici), nonché del complessivo importo di obbligazioni emesse nel corso dell'anno 2001 per 850 milioni di euro, di cui 350 milioni di euro di obbligazioni convertibili in data 30 gennaio 2001 con scadenza al

30 giugno 2021 ed ulteriori 500 milioni di euro emessi il 6 luglio 2001 con scadenza al 25 luglio 2008. Ancora, circostanza degna di nota è il fatto che, con e-mail dell'11 dicembre 2001 (doc. n. 22 delle attrici), l'analista capo dell'agenzia Hugues De La Presle aveva comunicato ai propri colleghi, sospetti in ordine ai coefficienti di indebitamento della Parmalat, esprimendosi nei seguenti termini: "Parmalat ha coefficienti di indebitamento insoliti: la copertura degli interessi è bassa, ma il modo in cui essi dichiarano gli interessi è così strano che sospetto siano gonfiati. Tenete a mente anche che il loro saldo di cassa rispetto all'indebitamento è alto in modo preoccupante". Alla e-mail l'analista aveva allegato una sintesi della conference call intercorsa il giorno precedente con il management di Parmalat, nel corso della quale

era stato illustrato sia il progetto di acquisizione della Galbani, sia un possibile aumento del capitale sociale di euro/mln 300, finalizzato a migliorare il profilo finanziario del gruppo e del rating. Particolare ulteriore degno di nota è anche un altro allegato costituito da un prospetto riepilogativo dei principali ratios, dal quale risulta che l'EBITDA *net interest coverage* era stato nuovamente ricalcolato anche per gli anni precedenti, assumendo per il 1999 il valore di 2,7 e di 2,9 per il 2000.

Conclusivamente, l'analista dichiarava: "ho intenzione di aggiornare la base logica rimanendo comunque adeguatamente vago, ma dicendo che il rating è solido, dato che Parmalat ha ora affermato ufficialmente di essere in trattative con Danone per Galbani" (così, doc. n. 22 cit.).

In data 18 marzo 2002 Parmalat inviava a S&P un prospetto di dettaglio dei cosiddetti *covenant* previsti sulle operazioni di finanziamento in essere, sui contratti derivati e sulle operazioni di cartolarizzazione in essere (cfr. allegato 51 della C.T.U.).

In data 7.5.2002-15.5.2002 veniva comunicata l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile da Parmalat Soparfi di euro/mln 306,8, trentennale, al quale S&P attribuiva un rating BB ed un contenuto azionario di non oltre il 30% (cfr. allegato 54 alla C.T.U.), successivamente rettificato in 60% (cfr. allegato 56 della C.T.U.), con la precisazione che l'emissione aveva una garanzia subordinata di Parmalat s.p.a.. In data 21.05.2002, nel corso dell'incontro tra Parmalat e S&P, venivano forniti ulteriori dettagli in merito alle attività liquide, alle linee di credito in essere e alla voce interessi (cfr. allegato 57).

Posti questi elementi in fatto, i C.T.U. non hanno formulato alcun rilievo in merito alla

valutazione del business risk (come anche in occasione dei precedenti rilasci di rating). Quanto, invece, al *financial risk*, hanno calcolato la posizione finanziaria netta (risultante dalla differenza tra x) l'indebitamento finanziario lordo rettificato e y) le disponibilità liquide rettificate in euro/mln 3.326, laddove l'agenzia di rating lo aveva calcolato in € 2.350. In particolare, la dott. Giacomazzi ed il dott. Colombo hanno rilevato che S&P: come per il 1999 e per il 2000 non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori"; come per il 1999 e il 2000 non aveva apportato ai debiti le rettifiche relative agli effetti allo sconto; diversamente dal 1999 e dal 2000, per la prima volta, aveva apportato la rettifica relativa alle operazioni di cartolarizzazione; diversamente dal 1999 ma analogamente al 2000 non aveva apportato ai debiti la rettifica per le locazioni operative; diversamente dal 1999 e dal 2000 aveva incrementato i debiti per l'importo dei ratei passivi per interessi dell'esercizio 2001 (euro/mln 68); diversamente dal 1999 ma analogamente al 2000 aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie (altri titoli) per euro/mln 44. In occasione del rating de quo, poi, l'agenzia aveva calcolato i proventi finanziari non già in modo forfettario come sui dati dell'anno 2000, ma con il calcolo analitico utilizzato in occasione del primo rating, sui dati dell'anno 1999. Lo stesso metodo è stato seguito dai C.T.U. che, anche in questo caso, sono giunti alla conclusione dell'inquadramento nella categoria BB, tenuto conto dei principali *key ratios* rapportati alle mediane (cfr. tabella a pag. 142); in ogni caso, peraltro, gli indici calcolati dall'agenzia di rating, pur mantenendosi al di sotto di quelli elaborati dai consulenti del tribunale - a loro volta ampiamente oscillanti - non raggiungevano mai il valore delle mediane per le classi di rating BBB, come chiaramente evidenziato dalla tabella a pag. 142 della consulenza: a titolo esemplificativo, l'indice *EBITDA net interest coverage*, mentre era calcolato in 3,9 dai C.T.U. ed in 4,5 dall'agenzia di rating, avrebbe dovuto avere, al fine dell'inserimento in BBB, il valore di 5,8. I consulenti hanno, quindi, concluso come "sia in prima, sia in seconda assegnazione (e correlata pubblicazione) di rating, S&P, riconoscendo che gli indici di indebitamento erano bassi per la classe di rating BBB, dichiarava che gli stessi avrebbero dovuto migliorare negli anni successivi per effetto di un incremento della redditività e dei flussi di cassa, nonché di un minor numero di acquisizioni. Dalla seconda attribuzione di rating S&P riporta i

dati dei keys ratios in serie storiche; ancorché dalle serie storiche emerga un trend positivo gli scriventi rilevano che gli indici riportati nelle suddette serie storiche risultano calcolati, ogni anno, secondo metodi diversi. Di conseguenza, lo stesso indice, calcolato in momenti diversi ma riferito al medesimo esercizio, assume valori significativamente differenti" (v. pagg. 143 e 144 della consulenza).

#### a4) - il quarto rating -

Con riferimento al rilascio del quarto rating in data 3 marzo 2003, i consulenti ufficiali hanno posto in risalto le seguenti circostanze fattuali. Patricia Cochelin, analista di S&P, con mail del 7 agosto 2002 (v. doc. n. 27 delle attrici), comunicava alla collega Benedetta Rospigliosi che l'analista capo Hugues De La Presle era preoccupato dell'esposizione brasiliana di Parmalat e che lo stesso aveva intenzione di sapere dalla Rospigliosi l'esposizione precisa in termini di fatturato e di utili e ciò al fine di rivedere eventualmente l'outlook. Con e-mail nella stessa data a circa un'ora di distanza, Benedetta Rospigliosi, dopo un colloquio telefonico avuto con Fausto Tonna, consigliere della Parmalat, comunicava ai colleghi la data della semestrale, presumibilmente attorno al 15 settembre, nonché i dati relativi al mercato sudamericano. In data 15 gennaio 2003, l'analista capo Hugues De La Presle chiedeva, tramite e-mail (v. doc. n. 32) ad altra collega ed in copia alla Rospigliosi, di verificare su Bloomberg l'ammontare delle obbligazioni Parmalat in circolazione; giustificava la richiesta con il fatto che aveva ricevuto un'allarmante telefonata da parte di JP Morgan che segnalava, come, appunto secondo la banca dati di Bloomberg, i titoli Parmalat in circolazione fossero ben superiori al debito lordo iscritto a bilancio. In data 21 gennaio 2003 S&P veniva a conoscenza, attraverso un elenco dettagliato fornito da Parmalat, che tra le obbligazioni emesse dal gruppo vi erano anche *private placement* sul mercato americano per euro/mln 710. Successivamente, in data 26 febbraio 2003, Fausto Tonna informava l'analista Rospigliosi che probabilmente sarebbe stata lanciata un'emissione obbligazionaria a sette anni riservata agli investitori istituzionali e che tutti i proventi sarebbero stati impiegati per il rimborso di altri debiti, con la conseguenza che non vi sarebbe stato aumento di cassa (doc. n. 38 delle attrici).

Ora, con l'analisi redatta il 28 febbraio 2003 e ripresa in sede di comunicato stampa del 3 marzo 2003 (v. allegato n. 79 della C.T.U.), S&P si esprimeva nei

seguenti termini: "i rating attribuiti al produttore globale leader di trattamento del latte, Parmalat Finanziaria spa ed alla sua principale società operativa controllata Parmalat spa riflettono la posizione predominante del gruppo sul mercato nazionale italiano, la sua diversità geografica e un profilo finanziario adeguato. Sebbene sui mercati evoluti il latte sia un prodotto - base questo fattore negativo è compensato dalla stabilità del consumo del latte in questi paesi. Detto ciò, il gruppo comunque presenta una forte esposizione in America latina, soprattutto in Brasile e in Venezuela (...omissis...). In Europa, Parmalat è presente soprattutto in Italia, dove il marchio gode di una grandissima notorietà e la società vanta una posizione dominante nel comparto del latte e una posizione di primo piano nel comparto del fresco e delle bevande a base di frutta. Queste posizioni si trasformano in margini forti e sostenibili. La situazione di Parmalat in Nord America è più difficile. In Canada, benché abbia raggiunto posizioni leader, i margini sono rimasti deboli, poiché il latte è un bene di largo consumo. In Sud America, dove il Brasile rappresenta più della metà delle vendite regionali, le attività operative sono attualmente sotto pressione a causa della situazione economica depressa. Nonostante ciò si prevede che il margine EBIT sudamericano, per l'esercizio 2002, rimarrà vicino alla sua media storica degli ultimi quattro anni, cioè sopra il 9,6% a dimostrazione dell'energia della società". Ed, ancora, con riferimento alla capacità di generare disponibilità liquide, l'agenzia di rating sottolineava che il fattore chiave suscettibile di influenzare i coefficienti di indebitamento del gruppo era rappresentato dalla spesa per le acquisizioni, spesa rimasta contenuta negli ultimi due anni, a fronte dell'aumento della redditività. Ne derivava che i coefficienti di indebitamento del gruppo erano migliorati ed il rapporto indebitamento finanziario netto/EBITDA era diminuito dal 3x del 2000 al 2,5x del 2001 ed al 2,2x; detto questo, S&P si aspettava un miglioramento degli indici solo marginale "a seguito degli effetti della conversione dei cambi sui flussi di cassa risultanti dall'esposizione di Parmalat nei paesi dell'America latina" (cfr. doc. cit.). S&P, con riguardo al tema della liquidità, segnalava che: in data 30.9.2002 Parmalat disponeva di euro/mln 3.300 in attività liquide, che comprendevano euro/mln 1.500 in conti correnti e euro/mln 1.800 in altri titoli a breve termine negoziabili con scadenza media inferiore ad un anno; il gruppo utilizzava al 50% le proprie linee di credito del

valore di 500 milioni di euro. S&P ammetteva, poi, che avrebbe comunque considerato positivamente il ricorso di Parmalat al contante per estinguere il debito; reputava, inoltre, la posizione di liquidità del Gruppo adeguata alla luce della buona generazione di flussi di cassa liberi e delle scadenze dei debiti, mentre indicava nell'esercizio finanziario 2003 i debiti totali in euro/mln 1.200 dei quali solo euro/mln 250 erano obbligazioni, mentre il resto era costituito prevalentemente da linee di credito a breve che di solito venivano rinnovate nel tempo. Quanto all'*outlook*, S&P segnalava un'aspettativa di miglioramento di un punto delle valutazioni di Parmalat nel medio periodo, qualora si fosse realizzato il miglioramento atteso degli indici di credito del gruppo e si fossero stabilizzate le

condizioni macroeconomiche e monetarie dell'America Latina; in particolare, il miglioramento degli indici di credito era condizionato all'assenza di acquisizioni significative finanziate con il debito, ad eccezione del probabile rilevamento delle quote degli azionisti di minoranza della sua controllata brasiliana.

I C.T.U. hanno rilevato come in tale occasione S&P avesse fatto riferimento alle condizioni patrimoniali ed economiche di Parmalat al 30 settembre 2002 e come nel comunicato del 3 marzo 2003 (anticipato in quello del 28 febbraio 2003) avesse fornito informazioni di tipo quantitativo riferite alla situazione di Parmalat al 30 settembre 2002. In particolare, come l'agenzia di *rating* avesse posto in risalto l'indice indebitamento finanziario netto/EBITDA desunto dalla situazione Parmalat al 30 settembre 2002 ed il dettaglio delle liquidità detenute da Parmalat. I C.T.U., sulla base delle informazioni e dei dati disponibili hanno, poi, ricalcolato lo stesso indice (l'indebitamento finanziario netto/EBITDA), determinando l'indice EBITDA sulla base delle situazione Parmalat al 30 settembre 2002 e riparametrandolo su base annuale; quanto all'indebitamento finanziario netto, i consulenti d'ufficio lo hanno ricalcolato sulla base della situazione consolidata di Parmalat Finanziaria al 30 settembre 2002, della nota integrativa al bilancio consolidato di Parmalat Finanziaria al 31 dicembre 2001, pervenendo ad un indice sensibilmente diverso da quello elaborato dalla S&P, ossia pari a 3,5, con un peggioramento rispetto ai dati al 31 dicembre 2001, posto che il medesimo indice calcolato dagli stessi C.T.U. con riferimento ai dati 2001 risultava essere pari a 3,1x. In merito, poi, alla struttura del debito lordo finanziario, i C.T.U. hanno sottolineato come, poco prima del

comunicato stampa, l'agenzia avesse appreso della mancata quadratura tra le obbligazioni iscritte in bilancio e quelle rilevabili dalla banca dati Bloomberg e come Parmalat avesse fornito agli analisti una riconciliazione del debito lordo, giustificando la discrepanza tra gli importi come dovuta a bond in loro possesso per euro/mln 2.186, senza alcuna ulteriore spiegazione, del resto non richiesta, in ordine alla dinamica del riacquisto dei bond da part del gruppo. Con riferimento a tale problematica, inoltre, l'analista Benedetta Rospigliosi, nella e-mail del 28 gennaio 2003 inviata all'analista capo De Le Présle aveva fatto presente la necessità di tempi più lunghi e l'analista capo De La Présle aveva risposto nella stessa data, nei seguenti termini: *"comincio ad essere seriamente preoccupato da questi signori. La loro incapacità o riluttanza a rispondere alle domande base del tipo quante obbligazioni hanno ricomprato (c'è una discrepanza di 2 miliardi di euro tra le obbligazioni in circolazione indicate su Bloomberg e l'indebitamento lordo dichiarato...), come stanno andando in America latina (vale a dire Brasile e Venezuela in larga misura, dove apparentemente Chavez ha appena nazionalizzato un imbottigliatore di Coca Cola) + il loro continuo rifinanziamento di qualsiasi obbligazione scaduta nonostante la crescita delle loro disponibilità liquide, mi fanno sentire sempre più a disagio"* (v. allegato n. 71 della C.T.U.). Benedetta Rospigliosi, nell'ulteriore risposta, aveva fatto presente che l'azienda, tramite Del Soldato, le aveva fatto sapere che solo Fausto Tonna, a quell'epoca non presente in ufficio, era a conoscenza del reale importo delle obbligazioni riacquistate. In relazione all'informativa fornita circa le disponibilità liquide detenute da Parmalat, i consulenti del tribunale hanno sottolineato che nell'analisi del 28.2.2003-3.3.2003 sopra indicata, per la prima volta, S&P aveva dedicato un intero paragrafo al tema della liquidità, dichiarandone l'ammontare complessivo nonché la composizione qualitativa di massima. Ed, invero, nel periodo immediatamente antecedente alla pubblicazione del comunicato stampa, S&P aveva dichiarato apertamente a Parmalat la propria preoccupazione in merito al fatto che il saldo cassa fosse in costante aumento nonché in merito al continuo incremento delle attività liquide, la cui composizione si stava tra l'altro spostando sempre più verso una componente obbligazionaria. S&P comunicava, pertanto, a Parmalat che, vista l'elevata liquidità rispetto all'indebitamento lordo, l'agenzia avrebbe potuto potenzialmente rettificare

"il saldo cassa (vale a dire tenere conto solo di una parte dello stesso) al momento del calcolo dei coefficienti di indebitamento netto e dell'analisi del vostro profilo finanziario". Gli analisti avevano chiesto che venisse loro fornita la composizione dettagliata della voce e Parmalat si era limitata a fornire verbalmente l'indicazione quantitativa dell'importo complessivo (euro/mln 1.800) e della scadenza media (10 mesi) dei titoli negoziabili in portafoglio; l'indicazione della dislocazione percentuale delle disponibilità liquide nei vari paesi in cui operava il gruppo, mentre non aveva, invece, fornito il dettaglio della liquidità presso ciascuna controllata. Sulla

base di tali macroscopiche carenze informative, i C.T.U. hanno ritenuto che i rating "BBB-" con "outlook positive" confermati da S&P a Parmalat e pubblicati il 3.3.2003 non fossero coerenti con le informazioni e con i dati aziendali conosciuti, a tale data, da S&P o conoscibili da un operatore qualificato qual è S&P, ma fossero invece ancora una volta propri della macroclasse "speculative grade".

#### a5) - il quinto rating -

Circostanze di fatto rilevanti al fine dell'attribuzione del quinto rating sono indicate dai C.T.U. nella relazione che Del Soldato, in data 27 maggio 2003, aveva inviato a S&P (cfr. allegato 85 della consulenza) sulla politica finanziaria del gruppo, contenente informazioni circa la liquidità al 31 dicembre 2002 che, pari a 3.574 in milioni di euro, risulta costituita da 951 in contante, 2.413 in liquidità a medio termine, 210 in liquidità a lungo termine. Parmalat, inoltre, con riguardo al debito, aveva indicato che avrebbe rifinanziato il debito corrente scadente entro il 2005 a tassi competitivi; che nel prossimo futuro non avrebbe effettuato alcuna emissione convertibile, né alcuna emissione di bond pubblici e che avrebbe emesso *private placement* per euro/mln 300, in quanto più favorevoli a livello di *spread*. Nel luglio 2003 l'analista principale di S&P, Hugues De La Presle, aveva redatto il RAMP (v. allegato n. 117 della C.T.U.), le cui conclusioni confluivano, poi, nel comunicato stampa del 19 agosto 2003 con conferma del rating BBB- con *outlook positive*. Tra i dati significativi in ordine al *financial risk*, veniva evidenziato per la prima volta il profilo moderato in ordine alla politica finanziaria, in quanto gli indici di indebitamento di Parmalat erano notevolmente migliorati grazie alla combinazione tra una modesta spesa per acquisizioni (essendovi ormai solo l'impegno del gruppo a rilevare le quote di minoranza delle sue attività brasiliane)

ed un'accresciuta redditività; il saldo di cassa e di liquidità era cresciuto sino ad euro/mln 3.500 a fine esercizio 2002 da euro/mln 2.900 di fine esercizio 2001 e da euro/mln 2.700 di fine esercizio 2000; tali somme erano fundamentalmente disponibili ed erano investite in titoli con valutazione almeno pari ad "A", mentre il gruppo stava valutando di ridurre gradualmente il proprio saldo di cassa e di liquidità, fatto, questo, giudicato positivamente da S&P; il totale delle obbligazioni proprie era di euro/mil 2.200, essenzialmente frutto di riacquisti effettuati negli anni passati, che la dirigenza si era impegnata a non reimmettere sul mercato e contestualmente a non effettuare ulteriori riacquisti; le proiezioni per il 2003 mostravano, infine, che gli indici erano destinati ad ulteriori miglioramenti.

Quanto all'*outlook*, nella "*full analysis*" si affermava come le aspettative positive fossero incentrate sul rialzo di un punto nel medio termine, laddove il gruppo avesse migliorato ulteriormente il suo profilo finanziario, ottimizzando la gestione finanziaria, con una copertura del debito netto rettificato derivante dagli FFO pari ad almeno il 30%; inoltre, tali aspettative erano sostenute e dal solido andamento operativo di Parmalat e dall'impegno a non effettuare alcuna significativa acquisizione con indebitamento diversa dall'eventuale rilevazione delle quote azionarie di minoranza della partecipata brasiliana. Ora, i C.T.U., mentre non hanno sollevato alcuna contestazione in merito al *business risk*, con riguardo al *financial risk* - per l'elaborazione dei cui indici sono state acquisite informazioni dal bilancio consolidato di Parmalat Finanziaria spa al 31.12.2002 e da integrazioni di dettaglio fornite da Parmalat su richiesta degli analisti di S&P - sono giunti ad una posizione finanziaria netta pari ad euro/mln 3.375, mentre per S&P era pari ad euro/mln 2.495. A tale proposito, i consulenti del tribunale hanno evidenziato come nella voce di bilancio "debiti verso banche" fosse compresa anche una parte dei debiti per prestiti obbligazionari in essere: dato, questo, particolarmente significativo in quanto, successivamente all'emersione dell'esistenza di bond riacquistati, nonostante le richieste di maggiori puntualizzazioni da parte di S&P, i dettagli forniti da Parmalat apparivano "*frammentari ovvero diversi per data di riferimento o per tipo di aggregazione dei dati*", e pertanto "*non sufficienti a permettere una ricostruzione precisa delle componenti dei debiti finanziari in essere al 31.12.2002*" (v. pag. 153 della consulenza d'ufficio). In particolare, poi, S&P, come

per il 1999, il 2000 ed il 2001 non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori"; diversamente dal 1999, dal 2000 e dal 2001 aveva apportato ai debiti le rettifiche relative agli effetti allo sconto; diversamente dal 1999 e dal 2000, ma analogamente al 2001, aveva apportato la rettifica relativa alle operazioni di cartolarizzazione; diversamente dal 1999 ma analogamente al 2000 e al 2001, non aveva apportato ai debiti la rettifica per le locazioni operative; come per il 1999 e il 2000 ma diversamente dal 2001 non aveva incrementato i debiti per l'importo dei ratei passivi per interessi dell'esercizio; diversamente dal 1999 ma come per il 2000 e il 2001 aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie (altri titoli) per euro/mln 210; non aveva ricompreso nel debito le obbligazioni convertibili emesse da Parmalat Soparfi di euro/mln 308, ritenendo che le caratteristiche di tali titoli (la cui componente di *equity* era stata valutata da S&P pari al 60%) li rendessero prevalentemente assimilabili a patrimonio, mentre i C.T.U. hanno rettificato il debito solo per la quota parte ritenuta *equity* (60% appunto) ed hanno corrispondentemente incrementato il "capitale investito netto"; non aveva tenuto conto, in diminuzione delle disponibilità liquide, dell'impegno del gruppo, pari ad euro/mln 390, a rilevare le quote di minoranza delle attività brasiliane nel 2003.

Le tabelle di confronto a pag. 158 della consulenza mostrano come i pur differenti calcoli di S&P da un lato e dei C.T.U. dall'altro siano, nella sostanza, ininfluenti rispetto ai valori delle mediane, valori necessari per l'attribuzione del *rating* BBB: ed invero, pur non essendo l'allineamento con le mediane un prerequisito per l'attribuzione di un determinato *rating*, è pur vero che non vi è alcuna giustificazione in ordine all'attribuzione del *rating* BBB, pur in presenza di un sostanziale disallineamento della maggioranza degli indici dalle mediane proprie del *rating* BBB. I consulenti tecnici d'ufficio, inoltre, nella "full analysis" del 19.8.2003, hanno posto in risalto come S&P avesse confermato per Parmalat l'*outlook positive*, ritenendo che per il gruppo si fossero concretizzate sia le aspettative di mantenimento di una solida redditività operativa sia quelle di miglioramento degli indici; in particolare, i consulenti del tribunale hanno posto in rilievo come gli indici riportati in serie storiche risultassero calcolati, ogni anno, secondo metodi diversi, con la conseguenza che lo stesso indice, calcolato in momenti diversi, ma riferito al medesimo esercizio, assumeva valori

significativamente differenti. Dall'analisi svolta, pertanto, i C.T.U. hanno ritenuto che i rating "BBB-" con "outlook positive" attribuiti da S&P a Parmalat e pubblicati il 19.8.2003 non fossero coerenti con le informazioni e i dati aziendali conosciuti, a tale data, da S&P o conoscibili da un operatore qualificato qual è S&P, ma fossero invece ancora una volta propri della macroclasse "speculative grade".

#### a6) - il sesto rating -

I consulenti ufficiali, quanto al sesto rating, hanno posto in risalto alcune significative comunicazioni tra gli analisti di S&P componenti il comitato rating: in particolare, sono illuminanti i termini della e-mail datata 11 settembre 2003 ed inviata ai colleghi componenti del comitato, con le quali Hugues De La Presle, mentre riteneva possibile la conferma del rating BBB- con outlook positive in ragione della continuazione di una solida attività operativa e di un miglioramento dei rapporti finanziari, manifestava serie perplessità in ordine al miglioramento della gestione finanziaria ed, in particolare, alla riduzione dell'indebitamento lordo (€ 5,3 miliardi) mediante la riduzione dell'eccessivo ammasso di disponibilità liquide (€ 3,5 miliardi), così esprimendosi: *"la società è ossessionata dal fatto di mantenere in qualsiasi momento sufficiente liquidità per far fronte alle scadenze di circa € 3 miliardi fino al 2005, nonostante che noi si continui a dir loro che non ci aspettiamo che le società IG mantengano costantemente delle disponibilità liquide sufficienti per soddisfare le loro scadenze nei prossimi 2 - 3 anni. Il risultato è che la società non vuole separarsi dalle disponibilità liquide, sino a quando non abbia sufficientemente prolungato le scadenze del debito. In linea con questa strategia di prolungamento delle scadenze, P. negli ultimi mesi ha incrementato le sue disponibilità liquide ricorrendo a qualsiasi fonte alternativa di finanziamento offrendo scadenze lunghe (2008). Ha portato a termine un private placement di € 300 m, un'emissione di obbligazioni a rimborso fiscale per un ammontare di € 130 m e circa \$ 100 m di lease - back negli USA. In altre parole, mentre da una parte la società sta dando alcuni segni di voler realizzare un miglior equilibrio tra l'indebitamento lordo e le disponibilità liquide, dall'altro sta effettuando un approccio lento, complesso e tortuoso che finirà probabilmente, nel migliore dei casi, in uno snellimento graduale della sua struttura finanziaria. La struttura finanziaria anomala di P. comporta 2 grandi implicazioni di rating: diminuisce significativamente*

la copertura degli interessi; pesa sulla sua liquidità visto che è poco probabile che P. possa sfruttare il mercato delle obbligazioni plain, fino a quando non abbia ottenuto sostanziali progressi nella riduzione del suo ammasso di disponibilità liquide. Raccomando quindi di riportare indietro l'outlook sulla base del troppo graduale e troppo incerto snellimento della struttura finanziaria" (v. allegato n. 88 della C.T.U.). A tale comunicazione rispondeva l'analista Patricia Cochelin nei seguenti termini: "sono d'accordo con la tua raccomandazione per un outlook stabile. Un outlook positivo indica un potenziale di upgrade a medio termine, cosa che non vedo venire, viste le politiche finanziarie della società. Abbiamo mostrato una notevole

pazienza fin da quando è sorta la questione della loro gestione della liquidità. Non so perché essi possono riacquistare solo 900 milioni di euro in dodici mesi (un problema di liquidità del mercato, presumo), ma questo è definitivamente troppo poco e avviene troppo tardi. La loro eccentrica gestione della liquidità sta creando un circolo vizioso, dato che costa loro molto cara in termini di spese passive immotivate e distrugge la fiducia del mercato, impedendo in tal modo alla società di onorare le

altrimenti gestibili scadenze del suo debito per mezzo di un progressivo rifinanziamento standard" (v. allegato n. 88 della C.T.U.). Il giorno successivo, in data 12 settembre 2003, altro analista Christian Wenk, comunicando via e-mail con gli altri colleghi, precisava che se liquidità e debito rilevanti ben possono coesistere (come dimostrato dalla società Novartis, dotata di tripla A), nel caso della Parmalat, "il comportamento del gruppo non è trasparente e agli occhi di un profano è in parte irrazionale", determinando una sostanziale sfiducia del mercato; tanto che, secondo gli standard della stessa S&P, Parmalat avrebbe dovuto essere inserita nel progetto creazione di una valutazione della cultura manageriale, a causa dei dubbi suscitati dai dirigenti, della mancanza di trasparenza, dell'"incomprensibile strategia di finanziamento, dell'uso aggressivo della cartolarizzazione e dello sconto, dell'oscura situazione contabile, tanto che sottolineava ulteriormente: "tutto ciò apre loro la strada per diventare con ogni probabilità come la prossima Ahold, Worldcom o Enron (se ce ne sarà un'altra) del nostro portafoglio, ed io mi sento a disagio nel nutrire aspettative stabili, quando la società in futuro potrebbe intraprendere apertamente attività dotate di una bassa qualità di investimento. Pertanto, io sono d'accordo con la raccomandazione di Hugues di modificare le

aspettative da positive a stabili per il momento, ma raccomando anche di prendere il toro per le corna e ricorrere alla creazione di una valutazione della cultura manageriale per eliminare quella mancanza di trasparenza e i problemi più importanti e per assicurare che il gruppo è realmente una società con una solida qualità di investimenti". Ancora, in data 12 settembre 2003 altro analista, Vincent Allilaire, ribadiva, nella e-mail diretta ai colleghi, la scarsa fiducia della società in ragione dei flussi di cassa opachi, dell'indebitamento lordo crescente, della progressiva diminuzione di fiducia del mercato, tanto che espressamente ancorava il rating BBB o BB all'onestà della direzione. Il capo analista De La Presle in una successiva lettera dello stesso giorno inviava al collega bozza del comunicato stampa ove l'outlook era ridotto da positivo a stabile e nell'ambito della quale dava atto della struttura sbilanciata della Parmalat con disponibilità liquide pari a € 3,5 miliardi e indebitamento lordo pari a € 5,3 miliardi alla data del 30 giugno 2003. In data 15 settembre 2003, poi, Parmalat emetteva un comunicato stampa con il quale informava il mercato circa l'emissione, nell'ambito del Programma EMTN, di un prestito obbligazionario di euro/mln 350 interamente sottoscritto da Deutsche Bank, al quale S&P aveva attribuito un rating BBB-. In tale occasione De La Presle comunicava, via mail, nella stessa data a Del Soldato le ulteriori perplessità di S&P, soprattutto alla luce dei precedenti impegni pubblicamente resi di non ricorrere al mercato delle obbligazioni (v. allegato n. 94 alla C.T.U.). Ora, i C.T.U. hanno evidenziato come il rating attribuito con comunicato del 15.9.2003 faccia riferimento, quanto alle grandezze di Parmalat, anche alle informazioni contenute nella situazione di Parmalat Finanziaria alla chiusura del primo semestre 2003, ove nel proprio comunicato S&P forniva unicamente l'informazione quantitativa circa l'indice EBITDA interest coverage dichiarando che lo stesso era pari a 3,7x (contro 4,0x al 31.12.2002). Lo stesso indice ricalcolato dai C.T.U. con riferimento ai dati al 30.6.2003 risulta pari a 3,5x, con un peggioramento rispetto all'indice calcolato dai C.T.U. sui dati al 31.12.2002, pari a 4,2x. I C.T.U., alla luce del fatto che rispetto al precedente (quinto) rating risultava trascorso meno di un mese, hanno segnalato due aspetti significativi: il primo era che in occasione della full analysis" del 19.8.2003 si riferiva che "Parmalat possiede euro/mln 2.200 di obbligazioni proprie, essenzialmente frutto di riacquisti effettuati nel corso degli anni

passati; la dirigenza ha chiaramente indicato che non rimetterà sul mercato queste obbligazioni né effettuerà ulteriori significativi riacquisti di obbligazioni?; di contro nel comunicato stampa del 15.9.2003 S&P indicava che l'ammontare delle obbligazioni riacquistate era pari ad euro 2.911 e che era probabile che lo snellimento della struttura finanziaria di Parmalat comportasse il riacquisto di obbligazioni. Il secondo dato significativo era che gli analisti, nonostante si fossero espressi in termini pesantemente negativi in ordine alla non trasparente gestione di Parmalat ed alla tematica delle obbligazioni riacquistate, avevano, poi, di fatto rettificato in senso peggiorativo solo l'*outlook*. Per tali ragioni, anche in occasione dell'ultimo

rilascio del *rating*, i C.T.U. hanno ritenuto che l'attribuzione di "BBB-" con *outlook stable* in data 15.9.2003 non fosse coerente con le informazioni e i dati aziendali conosciuti, a tale data, da S&P o conoscibili da un operatore qualificato qual è S&P ma fosse invece ancora una volta proprio della macroclasse "speculative grade".

**b) - i rilievi critici del CTP delle parti convenute -**

Le valutazioni dei consulenti del Tribunale paiono immuni da vizi logici, da carenze scientifiche ed omissioni di dati. I C.T.U. hanno, infatti, adottato la stessa metodologia elaborata nei *Rating Criteria* da S&P e valutato i *key ratios* non solo alla luce dei dati di bilancio, ma in modo dinamico, utilizzando tutte le informazioni fornite all'agenzia di *rating* dal management. Con riguardo, poi, alla ritenuta, dalle convenute, eccessiva valorizzazione delle mediane, il disallineamento non costituisce l'unico motivo a fondamento della non coerenza dei giudizi di *rating* con la situazione economico - finanziaria della società; al contrario, il disallineamento dalle mediane (avuto riguardo alle categorie BBB, BB e A) è inserito in un contesto di carenza informativa. Ed, ancora, non dirimente nel senso auspicato dalle convenute è la censura in ordine al maggior peso assunto dal *financial risk* rispetto al *business risk*, proprio alla luce delle considerazioni - più volte espresse dai C.T.U. - che l'analisi del *business risk* si sostanzia in una valutazione di tipo statico - qualitativo, non ancorata a dati di bilancio, laddove l'analisi del *financial risk* è fondata sui dati di bilancio, elaborati in molteplici indici di bilancio. L'interazione, spiegata dai consulenti alle pagg. 22 - 23 dell'elaborato, è rappresentata attraverso le matrici contenute nei Criteri per il *rating* delle società, che mostrano, per ciascun profilo di rischio, quale debba essere il relativo valore

dei due indici presi in considerazione, per ciascuna classe di *rating*. Da tali tabelle si evince che il posizionamento del rischio imprenditoriale al di sotto o molto al di sotto della media, nella media, al di sopra o molto al di sopra della media "determina" il valore dell'indice finanziario, laddove l'impresa ambisca ad un determinato *rating*. In tal senso, lo stesso analista Hugues De La Presle, in sede di interrogatorio davanti al Pubblico Ministero in data 16 gennaio 2006 (v. doc. n. 67 delle attrici), ha precisato, a titolo esemplificativo, che al *business risk* debole deve necessariamente corrispondere un *key ratio* sul rischio finanziario molto alto, vicino alla categoria A, laddove la particolare forza del *business risk* consente anche indici finanziari più bassi al fine dell'inserimento in una determinata categoria di *rating*.

I consulenti hanno, poi, spiegato in modo riassuntivo - avendo già trattato le relative tematiche in occasione dei sei rilasci di *rating* - l'inclusione nel debito finanziario della voce "debiti verso altri finanziatori", stante l'assenza di qualsiasi giustificazione idonea ad escludere tale voce (v. pag. 172 della consulenza); l'inclusione nel debito finanziario dei debiti da operazioni di cartolarizzazione, avendo sottolineato l'importanza della rettifica per le cartolarizzazioni, come, successivamente, fatto anche dalla stessa S&P dal 2002.

Quanto alla contestazione circa il trattamento del debito derivante dal bond Soparfi; i consulenti, dopo aver messo in rilievo l'adozione, anche su questo punto, dei metodi propri dei *rating criteria*, hanno dimostrato che anche l'adozione delle differenti stime del bond in termini di 100% quale equity, con esclusione del relativo valore dal debito finanziario, non avrebbe indotto conclusioni diverse in termini di *key ratios* sull'esercizio del 2002. E ciò senza considerare che, secondo Fitch, invece, i prestiti obbligazionari convertibili in azioni erano considerati come debito al 100% (v. sommarie informazioni di Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli della Loggia in data 21 novembre 2005, doc. n. 128 delle convenute).

Quanto, infine, alle contestazioni in ordine alla mancata indagine sulla condotta tenuta dall'altra agenzia di *rating*, Fitch, i C.T.U., dopo aver ribadito che l'indagine non era oggetto della consulenza assegnata, hanno comunque sottolineato un dato, peraltro di tutta evidenza: ossia che anche se l'altra agenzia di *rating*, Fitch, avesse seguito un procedimento in tutto identico a quello adottato da S&P, ciò non avrebbe

fatto altro che sottolineare il diverso risultato cui la stessa era pervenuta, ovvero l'attribuzione del *rating* BB e, quindi, l'inserimento nella categoria *speculative grade*, contrariamente a quanto concluso dalle odierne convenute con l'inserimento di Parmalat nella categoria *investment grade*. Del resto, in sede di assunzione di informazioni, Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli della Loggia, in data 21 novembre 2005, ha, appunto, precisato che, oltre ai raffronti tra i dati forniti da Parmalat ed i dati e ricavati da Bloomberg - attività, questa, come ormai acquisito, mai svolta da S&P - Fitch riteneva, in modo decisamente rigoroso, che a determinati indici finanziari non potesse corrispondere che una determinata categoria di *rating*, escludendo, pertanto, tutta quella elasticità di valutazione,

tipica dell'operato di S&P; in particolare, ha precisato che sebbene il rapporto tra debito netto ed EBITDA fosse accettabile per un inquadramento nell'*investment grade*, non lo era, invece, il rapporto tra debito lordo ed EBITDA (v. doc. n. 128 delle convenute). Quanto poi, alla rilevanza del diverso *rating* attribuito da Fitch e da S&P, paiono significativamente illuminanti le condivisibili osservazioni del C.T.U., secondo i quali "affermare che il *rating* assegnato da Fitch, e cioè BB+, è adiacente a quello assegnato da S&P, cioè BB-, è come affermare che il numero 1 è adiacente al numero - 1. Infatti, i due *rating* assegnati si collocano esattamente al di sotto e al di sopra della linea di demarcazione tra l'*investment-grade* e lo *speculative-grade* (cioè, nell'esempio fatto sopra, al di sopra e al di sotto dello 0)" (v. pag. 171 della consulenza).

**c) - L'inadempimento e la domanda di restituzione del corrispettivo -**

Così delineato il quadro istruttorio scaturente dalla consulenza tecnica d'ufficio, è necessario ora chiedersi, in primo luogo, se l'agenzia abbia fornito in modo diligente e perito la propria prestazione professionale, avuto riguardo, essenzialmente, alle proprie regole metodologiche e tecniche e senza alcuna pretesa di addebitare, a carico della stessa, l'obbligo di verifica - non sussistente dal punto di vista giuridico - circa la veridicità dei dati forniti dalla committenza. E', in altri termini, necessario verificare se siano state rispettate quelle basilari regole in ordine alla completa acquisizione dei dati necessari, alla corretta elaborazione del *rating* ed alla trasparente comunicazione del giudizio formato.

In secondo luogo, occorre chiedersi se l'aver fornito, da parte dei dirigenti di Parmalat, dati falsati sia suscettibile di escludere l'inadempimento.

Con riguardo al primo profilo, la risposta è senz'altro negativa.

Ed, invero, con riferimento a tutti i sei rilasci di rating, l'attività di S&P è stata caratterizzata da condotte inadempienti, concretizzatesi in continui disallineamenti delle elaborazioni rispetto alle regole tecniche contenute nei criteri di attribuzione del rating, sia quanto al calcolo degli indici finanziari, i *key ratios*, sia quanto alla ricomprensione degli indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle cd. mediane costruite dalla stessa S&P, nonché in rilevanti carenze informative. In aggiunta a ciò, i continui disallineamenti rispetto alle mediane, le frequenti modifiche del metodo di calcolo degli indici non sono stati affatto giustificati dalle odierne convenute, con la conseguenza che tutta l'attività è stata contraddistinta dalla ripetuta, macroscopica e consapevole violazione delle regole tecniche di cui ai predetti criteri, come è emerso dal materiale istruttorio sopra esposto.

In particolare, incongruenze metodologiche sono riscontrabili, in occasione del primo rating del 15 novembre 2000 (v. par. a1), laddove S&P non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori", non aveva apportato le rettifiche relative alle operazioni di cartolarizzazione ed agli effetti dello sconto, nonostante essa stessa avesse indicato nei propri criteri l'importanza delle rettifiche rispetto a tali voci costituenti veri e propri finanziamenti fuori bilancio; non aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie (sull'importanza delle rettifiche, v. par. a1). Ulteriori, significative variazioni di metodo sono rilevabili in occasione del secondo rating del 2 agosto 2001 (v. par. a2), laddove S&P era pervenuta ad una posizione finanziaria netta inferiore rispetto a quella calcolata dai C.T.U., poiché, in assenza delle benché minima giustificazione, come anche per l'anno precedente, non aveva incluso tra i debiti la voce "debiti verso altri finanziatori", non aveva apportato le rettifiche per le operazioni cartolarizzazione e di anticipazione di effetti, né per le locazioni operative, contrariamente a quanto fatto nel 1999, provvedendo, invece, ad includere nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie, contrariamente a quanto fatto per il 1999.

Quanto, invece, all'indice FFO/indebitamento finanziario netto, S&P aveva rideterminato

l'indice relativo all'anno 1999, ottenendo, in tal modo, un valore diverso, con conseguente miglioramento dell'indice per l'anno successivo, ossia per il 2000. Stessa condotta non giustificata è stata tenuta da S&P in occasione dell'attribuzione del terzo *rating* del 13 giugno 2002 (v. par. a3), con l'esclusione, come per gli anni precedenti, dai debiti della voce "debiti verso altri finanziatori", con la mancata rettifica relativa agli effetti allo sconto, con l'introduzione delle rettifica relativa alla cartolarizzazione contrariamente a quanto fatto negli anni 1999 e 2000, con l'esclusione della rettifica per le locazioni operative diversamente da quanto fatto nel 1999 ed analogamente a quanto effettuato nell'anno 2000; ed, ancora, con l'incremento dei debiti per i ratei passivi per l'esercizio 2001,

diversamente dagli anni 1999 e 2000 e con l'inclusione nelle disponibilità liquide dell'importo delle immobilizzazioni finanziarie, diversamente da come operato nel 1999 ed analogamente a come elaborato nel 2000. In sostanza, dalla prima assegnazione di *rating* sino a tutte quelle successive S&P ha mutato continuamente le metodologie di calcolo dei *ratios* adattandole, ora, alle sue stesse preoccupazioni, ora alle esigenze del gruppo Parmalat, ora a quelle del mercato.

Significativo, a tale proposito, è l'impatto sugli indici finanziari scaturente dalle rettifiche per capitalizzazione dei leasing operativi, per il valore delle R.I.BA, per la cartolarizzazione sottolineato dai CTP delle attrici (v. pag. 39 della prima memoria). In ordine a tali continue modifiche dei metodi di calcolo dei *key ratios*, i CTP non hanno svolto alcuna osservazione, essendosi limitati a rilevare che, se è vero che le pubblicazioni sui criteri di assegnazione del *rating* contengono principi generali, "è tuttavia possibile che, alla luce delle peculiarità delle singole società oggetto di *rating*, le regole di calcolo vengano affinate per rendere maggiormente affidabili e omogenei i risultati. Per gli stessi motivi, è possibile che vengano riviste e modificate nel tempo ove necessario, le modalità di calcolo e di aggiustamento dell'indice adottate per una medesima società. In generale, ciò non è necessariamente un sintomo di volatilità o di incostanza, ma può al contrario rappresentare una dimostrazione di professionalità e diligenza da parte dell'analista" (v. pag. 22 della prima memoria del CTP della convenute). In particolare, con riferimento alla rettifiche sulle anticipazioni, il CTP di S&P, partendo dal presupposto che le anticipazioni su ricevute bancarie sono completamente diverse

dal generico scoperto di conto corrente- in virtù della garanzia scaturente dai relativi documenti commerciali emessi ai clienti di Parmalat - ha posto in risalto il fatto che in ordine alle stesse è del tutto ragionevole un'aspettativa di pagamento, mentre in rari casi sussistono problemi di incasso (v. pag. 21 della replica del CTP delle convenute alla seconda memoria delle attrici): ora, è di tutta evidenza la superficialità di tali considerazioni ed, anzi, la sottovalutazione del fenomeno del mancato incasso degli effetti; con l'ulteriore conseguenza che tale sottovalutazione non giustifica affatto la mancata rettifica, come, invece, avrebbe dovuto essere effettuato sulla base degli stessi *rating criteria*. Se, pertanto, l'affermazione circa la necessità di modifiche nel calcolo degli indici è in linea teorica facilmente condivisibile, è pur vero che la modifica, specie se continua, delle modalità di calcolo di un determinato indice, alla luce delle peculiarità delle singole società deve essere, appunto, rigorosamente giustificata sulla base di circostanze fattuali sopravvenute, sia interne, sia esterne alla società; diversamente, la ripetuta modifica delle modalità di calcolo rischia di essere e, di fatto, è del tutto arbitraria e per ciò solo incomprensibile per la stessa società soggetta a *rating*. Ciò vale anche con riguardo all'inclusione o meno di determinate voci nel debito, come, ad esempio, la voce "debiti verso altri finanziatori", la cui esclusione è stata frutto di una scelta soggettiva di S&P, "ma non ipso facto censurabile" (v. pag. 11 della replica del CTP delle convenute rispetto alla prima memoria dei CTP delle attrici), ma oggettivamente ingiustificata. Ancora, a maggior ragione, priva di giustificazione è l'apportare solo talvolta le rettifiche da leasing operativi, da anticipazione di effetti e da cartolarizzazione.

Significativamente, per il valore che può assegnarsi de iure condendo, si osserva che il regolamento CE n. 1060/2009 del Parlamento europeo del 16 settembre 2009, nel sottolineare il ruolo fondamentale delle agenzie di *rating* sui mercati mobiliari e bancari mondiali e nel privilegiare il profilo della stabilità dei mercati, ha enucleato alcune regole metodologiche che, se non applicabili ai fatti di causa, sono comunque illuminanti. Tali regole riguardano il rigore, la sistematicità e la continuità nelle metodologie di *rating*, con la conseguenza che l'attribuzione del *rating* dovrebbe essere fondata su basi solide, al fine di evitare soluzioni di compromesso, frutto di indebite permeabilizzazioni da parte della committenza. In particolare, poi, le agenzie di

rating dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli ed alle ipotesi principali di rating utilizzati nella loro attività, in modo tale anche da consentire agli utilizzatori del rating un autonomo giudizio in merito all'attendibilità della valutazione de qua. Sempre dal punto di vista metodologico, lo stesso regolamento ha previsto possibili e periodiche revisioni della metodologia, in considerazioni della normale variabilità dei mercati, invitando, peraltro, le agenzie a comunicare preventivamente qualsiasi modifica metodologica e ciò al fine di garantirne la trasparenza, a meno che non ricorrano condizioni del tutto eccezionali che rendano necessaria un'immediata modifica del rating. Con riguardo, poi, alla non corretta attribuzione del rating in rapporto agli indici in concreto disponibili, è

continuamente riscontrabile il discostamento dalle mediane in occasione delle varie assegnazioni e ciò nonostante una valutazione degli indici in modo favorevole per l'azienda (come posto in rilievo dai C.T.U.). Un tale disallineamento, se è stato ridimensionato dalle odierne parti convenute, alla luce del valore puramente statistico delle mediane (v. pagg. 22 e 23 della prima memoria del CTP delle convenute), non è stato, peraltro, minimamente giustificato.

Sul punto, i C.T.U. hanno richiamato la particolare prudenza che dovrebbe essere adottata nell'effettuare confronti tra società di stati diversi, date le differenze nei principi contabili, nelle pratiche finanziarie e nei contesti imprenditoriali, proprio in ossequio a quanto esposto nei rating. *criteria*: pertanto, del tutto ininfluenza rispetto al caso in esame è la tabella 4 a pag. 23 della prima memoria del CTP delle convenute, laddove sono indicati i valori dell'IC ratio per le società classificate BBB, valori inferiori a 4,3, alla luce dei quali anche il valore 3,8 dello stesso indice Parmalat in sede di prima assegnazione non sarebbe apparso così inconsueto. Il continuo disallineamento rispetto alle mediane assume, poi, contorni ben più inquietanti se inserito nel contesto conoscitivo degli analisti, contesto gravemente lacunoso e contraddistinto da una costante sottovalutazione di dati sospetti ed anomali. In particolare, nella fase di prima assegnazione e di successivo monitoraggio, l'agenzia di rating non aveva effettuato un sufficiente approfondimento del profilo finanziario del gruppo, con riguardo all'indebitamento, alle obbligazioni emesse, alla composizione ed all'impiego della rilevante liquidità emergente dai bilanci. Ora, pur non essendo paragonabile l'attività dell'agenzia di

*rating* a quella della società di revisione - non essendo compito di S&P verificare e certificare l'ammontare delle liquidità, del debito, degli interessi attivi e passivi - è, tuttavia, indubbio che, proprio alla stregua dei criteri operativi elaborati dalle odierne convenute, era specifico dovere delle stesse ottenere sufficienti informazioni al fine di formarsi un'opinione credibile, con riguardo sia all'emittente, sia alle singole emissioni. E', infatti, essenziale per un'agenzia di *rating* conoscere la composizione del debito dell'emittente in generale, il profilo delle scadenze, nonché, nel caso dell'esistenza di prestiti obbligazionari, l'esatta identificazione dei bond in circolazione e di tutte le problematiche e le caratteristiche ad essi inerenti. In particolare, poi, nel caso di nuove emissioni di prestiti obbligazionari, questi dati sono indispensabili per la valutazione circa la capacità dell'emittente di rimborsare tale ulteriore debito a scadenza. La stessa S&P, invece, ha ammesso (come, del resto, risulta dal tenore della comunicazioni di posta elettronica successive, con particolare riguardo alla fine dell'anno 2002 ed agli inizi del 2003, a seguito delle notizie apprese da JP Morgan sui bonds riacquistati) che nel 2000 non aveva affatto intuito *"la prassi di Parmalat di riacquistare proprie obbligazioni senza annullarle e iscrivendo in bilancio il saldo tra importi lordi e ammontari riacquistati"* (v. pag. 20 della prima memoria di parte convenuta). Anche con riferimento alla liquidità, S&P non aveva effettuato alcuna valutazione e ciò nonostante la continua crescita, non correlata ad operazioni di dismissione ed, invece, accompagnata da un sistematico ricorso all'indebitamento mediante emissioni obbligazionarie e *private placement*, giustificate con la volontà di poter approfittare di opportunità di importanti acquisizioni; tali disponibilità, peraltro, poi, non erano giustificate, posto che gli interessi passivi non erano deducibili in Italia, in quanto maturati in prevalenza su emissioni delle società maltesi, lussemburghesi e olandesi (v. pag. 4 della replica dei CTP di Parmalat alla prima memoria del CTP delle convenute). Non solo, ma talvolta S&P aveva fatto ricorso ad informazioni confidenziali, non suffragate da adeguati riscontri documentali e se tale riscontro, ovviamente, non era richiesto in modo espresso - non avendo l'agenzia né i doveri, né i poteri propri del revisore - lo stesso rispondeva a quei doveri di prudenza e di diligenza assolutamente esigibili in una tale attività valutativa, in quanto funzionale a saggiare l'attendibilità della committenza nel fornire i dati, di così

dirimente rilevanza. Conseguentemente, anche il rendimento della liquidità era stato talvolta valutato in modo forfettario, talaltra in modo analitico e desunto dagli indici di bilancio. A questo proposito, sempre de iure condendo rispetto ai fatti di causa, la Consob con comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha, tra le altre direttive, chiaramente precisato l'importanza sia per l'emittente, sia per il mercato, di comprendere gli elementi chiave su cui si fonda il *rating* e l'approfondito dettaglio delle informazioni da richiedere in occasione del *rating* e ciò proprio al fine di evitare quelle valutazioni discrezionali, non trasparenti per il mercato, in quanto non ancorate a dati oggettivi, in coerenza con quanto previsto

dal Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies elaborato dalla IOSCO e dal Technical Advice del CESR in materia di agenzie di *rating*. Una tale acquisizione di dati non si limita, ovviamente, all'occasione della prima assegnazione di *rating*, ma informa tutta la successiva attività di monitoraggio anche in vista della facoltà, per l'agenzia, di inserire il *rating* nelle liste di CreditWatch nel caso di informazioni insufficienti o non coerenti con quelle iniziali.

Sul punto, i C.T.U. hanno posto in risalto quale fosse il dettaglio delle informazioni necessarie per l'agenzia di *rating*, in occasione della prima emissione, con l'elenco delle domande di cui ai questionari del 1997 inviati da Giuliana Furno, commerciale di S&P, all'allora *rating* advisor Vince Dolan della banca d'affari SBC Warburg (v. pagg. 87 - 88 della consulenza). A tali domande erano, poi, seguiti ulteriori approfondimenti inviati successivamente dalla direttrice del Corporate *Rating* di S&P, approfondimenti concernenti, tra l'altro, gli affidamenti bancari, con richiesta di indicazione puntuale circa l'effettivo utilizzo e le relative garanzie, le emissioni obbligazionarie in USA ed altrove, l'utilizzo di impegni fuori bilancio quali leasing operativi e fidejussioni, lo scadenziario di maturazione del debito (v. pag. 89 della C.T.U.).

In modo niente affatto coerente con tali richieste - di cui, tra l'altro, la direttrice del Corporate *Rating* di S&P aveva sottolineato il carattere non esaustivo - le comunicazioni intervenute tra il 2000 ed il 2002 appaiono contraddistinte da risposte sommarie ed incomplete, come emerge dal tenore delle informazioni fornite da Luciano Del Soldato quanto all'anno 2000. Informazioni che non sono state seguite da richieste di ulteriori approfondimenti da parte di S&P con riferimento ad elementi basilari quali: la dislocazione della

liquidità presso i vari istituti di credito e l'attribuzione specifica delle stesse a singole società del gruppo ed, ancora, l'indicazione dello stato emittente i titoli di stato detenuti, posto che ad ogni rendimento è correlato uno specifico rischio. Non solo, ma la carenza informativa dimostrata è ulteriormente aggravata, da un lato, da sempre più consistenti sospetti negli analisti di S&P rispetto ai dati societari forniti sin dall'inizio e, di poi, negli anni successivi e, dall'altro, dall'intento degli stessi di andare incontro alla volontà espressa da Parmalat in ordine all'assegnazione di un *rating* compreso nella categoria *investment grade*. Tale contesto denota, pertanto, non solo una superficialità grossolana nell'espletamento dell'attività professionale, ma anche un consapevole discostamento dal *modus procedendi*, influenzato da pressioni di Parmalat e non ancorato esclusivamente alle ordinarie regole metodologiche. Una tale propensione ad accondiscendere all'azienda è percepibile sin dall'assegnazione del primo *rating*, allorché l'analista capo, in occasione del RAMP del luglio 2000, aveva manifestato al comitato di *rating* la coerenza dei principali indici (quali l'EBITDA a 3,8 e ricavi di gestione/indebitamento netto al 20%) con la classe BB; con la conseguenza che l'attribuzione della tripla BBB era stata ingiustificatamente ancorata alle aspettative di miglioramento quanto a redditività e ad indebitamento del gruppo Parmalat. Che nella sostanza gli analisti non fossero convinti dei dati riportati in bilancio è emerso anche dalle dichiarazioni rese dallo stesso Hugues De La Presle davanti al Pubblico Ministero in data 16 gennaio 2006, laddove lo stesso ha dichiarato: *"fin dall'inizio il rating che intendevamo attribuire a Parmalat Finanziaria era BBB-. Volevamo invece attribuire il rating BB+ ai bond di Parmalat Finanziaria già in essere, che non abbiamo reso pubblico. La decisione di non rendere pubblico il rating dei bond di Parfin fu presa per ragioni aziendali. Fu deciso di non pubblicare il rating BB+ ma di pubblicare, nel comunicato stampa 15 novembre 2000, la frase che chiariva che il debito di Parfin era subordinato al debito di Parmalat spa rispetto ai creditori"* (v. doc. n. 67 delle attrici); ad, ancora, l'analista ha posto in risalto come la decisione di pubblicare solo il *rating* BBB- con l'indicazione della subordinazione del debito Parfin a Parmalat fosse nella sostanza equivalente alla pubblicazione del doppio *rating* e fosse stata presa per ragioni aziendali, ovvero a causa delle pressioni di Tonna; ed, ancora, l'accondiscendenza di S&P a Parmalat

si manifestava in ordine all'IC ratio, calcolato su dati riservati dell'azienda non rilevabili in bilancio. Hugues De La Presle ha, poi, tentato di giustificare tale accondiscendenza, facendo leva sull'interazione tra il *financial risk* ed il *business risk* e precisando, a titolo esemplificativo, che al *business risk* debole deve necessariamente corrispondere un *key ratio* sul rischio finanziario molto alto, vicino alla categoria A; laddove, se il *business risk* fosse molto forte, come valutato per Parmalat, S&P. sarebbe disponibile ad accettare anche indici più bassi al fine dell'attribuzione della tripla B. Ora, come spiegato dai C.T.U. e come sintetizzato dall'analista, la valutazione del *business risk* richiedeva un approccio qualitativo, concernente la posizione sul mercato, la diversificazione geografica e per prodotto, la strategia seguita, la forza del marchio, la capacità di innovazione e la stabilità del consumo del latte: ovvero una simile valutazione era certamente molto più discrezionale, in quanto non ancorata a dati contabili, ma l'interazione con il *financial risk* era pur sempre prevista entro determinati parametri, come evidenziato dai C.T.U. nella tabella a pag. 28 della consulenza. Il tutto, ovviamente, senza considerare che anche gli indici compresi nel *financial risk* erano alterati in ragione dei frequenti mutamenti di metodologia sopra descritti.

L'influenza dei dirigenti di Parmalat risulta chiarissima anche nelle dichiarazioni rilasciate in data 11 gennaio 2006 e 23 febbraio 2006 davanti al P.M. da Fausto Tonna e da Agnes, Marie, Sylvie De Petigny: il primo ha precisato: "so che inizialmente S&P rilasciò il rating *BB+* per Parmalat Finanziaria e *BBB-* per Parmalat spa. Poiché a questo punto dissi che in tal caso non saremmo stati interessati al rating, S&P mutò il su Parmalat Finanziaria portandolo a *BBB-* Capii perciò che S&P dovesse aver cambiato idea per intervento di qualcuno, non so dire chi". (v. doc. n. 68 di parte attorea); la seconda ha confermato che, dopo le rimostranze da parte di Tonna in merito ad un'attribuzione di *BB+* al debito Parfin, al fine di evitare "inutili polemiche", S&P eliminò il riferimento al rating *BB+*, illustrando la scelta negli stessi termini indicati da De La Presle e motivando l'esclusione dell'indice ICR dal comunicato definitivo con il fatto che lo stesso era poi stato esposto con riferimento alla previsione futura del rating sotto la voce outlook, posto che ciò che interessa agli investitori è l'*outlook*. Tali caratteristiche di estrema superficialità permanevano nel corso dell'anno 2002, ove ancora in una mail del 10 aprile 2002 (v. allegato n. 52 della

C.T.U.), l'analista capo chiedeva a Del Soldato un dettaglio completo degli interessi attivi e passivi, con ciò dimostrando di non esserne ancora a conoscenza a tale epoca, successiva alla conclusione del secondo contratto dell'agosto 2001 relativo alla tariffa per emittenti frequenti e, dunque, in un momento in cui ormai la conoscenza approfondita di Parmalat avrebbe dovuto essere, per S&P, un fatto acquisito. Le risposte fornite dai dirigenti della committente a tali richieste sono esposte alle pagg. 92 e 93 della relazione tecnica ufficiale e, significativamente, è stato osservato dai C.T.U. che, nel *total liquid assets*, con riguardo alla liquidità costituita da investimenti, Parmalat aveva evidenziato che tutti gli investimenti erano dotati di *rating* superiore dalla tripla B e che la maggior parte dei titoli di stato erano italiani. Correttamente, i consulenti del tribunale hanno considerato tali indicazioni non esaustive per un operatore qualificato, soprattutto tenuto conto dell'importo complessivo della liquidità, pari a circa € 3 miliardi. Ancora, nell'agosto del 2002, in previsione del terzo *rating*, l'agenzia non era perfettamente a conoscenza della situazione di fatturato e di esposizione del gruppo in Brasile, come documentato dalla e-mail di Cochelin a Rospigliosi (v. allegato n. 59 della C.T.U. e come illustrato sub a3). Lo stesso De La Presle, davanti al P.M., ha dichiarato di aver, nella sostanza, calcolato gli indici sulla base di dati confidenziali forniti dall'azienda, pur non sentendosi a suo agio nell'operare in questi termini. In particolare, con riferimento al tema della liquidità, è fortemente censurabile l'acquiescenza di S&P in merito alle informazioni ricevute sempre in modo frammentario, parziale, opaco, come ulteriormente risulta dalle dichiarazioni rilasciate dagli analisti Benedetta Rospigliosi e Guy Joel Pierre Luc Deslondes in sede di sommarie informazioni. La prima ha riferito, infatti, di essere venuta a conoscenza del fondo Epicurum solo in data 10 novembre 2003 (dopo l'attribuzione di tutti i sei *rating*) tramite notizie di stampa e dalla relazione di Deloitte & Touche rinvenuta sul sito Parmalat; che, in tale occasione, Del Soldato, richiesto dalla stessa in merito a detto fondo, aveva risposto che lo stesso era stato costituito prima della fine del 2002. A seguito di tali notizie, dunque, - si ribadisce dopo ben sei attribuzioni di *rating* - sorgevano negli analisti seri dubbi sulla qualità dei conti di Parmalat e sull'utilizzo della liquidità, elementi tutti che inducevano a porre Parmalat in CreditWatch (sotto osservazione) con le ovvie

conseguenze negative. Solo in data 18 novembre 2003, S&P si decise ad inviare un questionario molto dettagliato, con richiesta di indicazione di tutte le liquidità, con aggiornamento dell'indebitamento bancario, compresi i bond acquistati e *private placement* (v. doc. n. 79 delle attrici): Anche l'altro analista Deslondes aveva avuto dubbi sull'eccessiva liquidità del gruppo, giustificata da motivi fiscali da parte di Fausto Tonna, nel senso che gli interessi passivi consentivano di ridurre le tasse, mentre gli interessi attivi, pervenendo da società con regimi fiscali agevolati, permettevano di pagare meno tasse e che complessivamente la disponibilità era effettiva, gestita in modo prudente, in bonds di alta qualità. A tale riguardo vale solo la pena di rilevare che non sono affatto credibili, in quanto meramente ipotetiche e non suffragate da riscontri, le risposte date dal CTP delle convenute al tema dell'eccessiva liquidità e del riacquisto dei propri bonds (v. pag. 18 della prima memoria tecnica delle convenute). Né, infine, la dedotta sottovalutazione dei bonds riacquistati da parte della stessa Consob - come esposto nella terza memoria delle convenute a pag. 6 - può assumere alcuna valenza assolutoria nei confronti delle convenute, anche esse professioniste dotate di solide conoscenze e di adeguata struttura idonea a comprendere la realtà finanziaria delle società. Ancora nel 2003, S&P chiedeva notizie circa aspetti che avrebbe da tempo dovuto ben conoscere, domande che lasciano trasparire la poca conoscenza del gruppo Parmalat e, di conseguenza, della politica finanziaria e della struttura del debito e ciò con riferimento alla struttura del debito lordo, alle disponibilità liquide, ai bonds riacquistati (v. iter relativo al rilascio del quarto *rating* sub a4). In particolare, le conoscenze di S&P erano, inoltre, talmente carenti che solo nel 2003 l'agenzia si era preoccupata di verificare sui dati Bloomberg l'ammontare delle obbligazioni Parmalat in circolazione, dopo aver ricevuto un'allarmante telefonata da parte di JP Morgan, che aveva segnalato la discrepanza tra i titoli Parmalat in circolazione ed il debito lordo iscritto a bilancio. A tale riguardo, De La Presle, in sede di interrogatorio davanti al P.M., in data 16 gennaio 2006, ha ammesso di essere venuto a conoscenza di tale differenza, appunto, solo nel 2003, di essere rimasto molto stupito della notizia e di aver chiesto spiegazioni a Del Soldato il quale trasmise il dettaglio il 7 febbraio 2003. Significativamente, però, non chiese ulteriori informazioni dopo che ebbe saputo da Tonna che l'importo dei

bond riacquistati era stato sottratto dal debito lordo; né si preoccupò di chiedere quali società del gruppo avessero proceduto ai riacquisti e con quale denaro, né le motivazioni per le quali dette operazioni non fossero state rese note al mercato. In generale, le comunicazioni tra gli analisti, anche in occasione del sesto *rating*, dimostrano la consapevolezza delle questioni irrisolte, prima fra tutte, quella della gestione della liquidità (v. par. a6).

Ulteriori elementi istruttori a supporto della grave carenza di dati a carico delle società odierne convenute, scaturiscono dalle dichiarazioni rese in sede di sommarie informazioni davanti al Nucleo regionale di polizia tributaria dell'Emilia Romagna, in data 24 marzo 2005 da Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli Della Loggia, il quale, riferendosi ad un incontro avuto unitamente al proprio capo ed al *rating advisor* presso la sede della società Parmalat, con alcuni dirigenti della stessa, nel giugno 2000, ha specificato che si era reso conto che nel bilancio non vi era una specifica voce riservata ai bond in circolazione, nonostante nel book di presentazione fosse indicata una lista contenente i singoli bond rilevati da Bloomberg. Tale anomalia venne da Parmalat spiegata negli stessi termini proposti a S&P, ossia che l'esclusione era dovuta al fatto che i bond erano gestiti, in termini di pagamento delle cedole e di custodia, da parte di istituti bancari. L'analista ritenne convincente tale spiegazione, tra l'altro non censurata dai revisori, *"nell'ambito della poca trasparenza che ordinariamente contraddistingue i bilanci delle società italiane"* (v. doc. n. 66 delle attrici). Altri rilievi furono fatti in tale occasione e riguardavano specificatamente la liquidità, ritenuta eccessiva e la voce "debiti verso banche", dal momento che questa, sommata al debito per emissioni obbligazionarie, rilevate dai dati di Bloomberg, non si conciliava con i dati di bilancio. Vero è che i dirigenti di Parmalat, in particolare nella persona di Fausto Tonna, fornirono spiegazioni, con riferimento alla questione della liquidità presentata come necessaria al fine di far fronte ad eventuali necessità acquisitive, come per il passato, necessità che, peraltro, non erano prevedibili per il futuro, posto che la politica acquisitiva del gruppo si sarebbe ridotta; con riferimento alla discrepanza tra i dati del debito, con il rilievo che alcuni bond erano stati riacquistati, anche se degli stessi non venne fornito un prospetto, né indicato l'ammontare. Altrettanto vero è che, nonostante Lombardi Galli Della Loggia avesse raccomandato per Parfin e per Parmalat spa un

rating BBB-, in quanto il gruppo appariva buono dal punto di vista operativo, il comitato di rating, invece, votò BB+ ed a tale conclusione pervenne proprio in ragione della scarsa trasparenza nei dati forniti. Significativo è, però, il fatto che Fitch, quanto meno, aveva effettuato la comparazione tra i dati forniti dall'azienda e le rilevazioni da Blomberg e che, sulla scorta di tali discrepanze, aveva proceduto con ulteriori approfondimenti, traendone, poi, le debite conclusioni.

Così evidenziati i plurimi inadempimenti a carico di S&P, occorre, ora, chiedersi se la condotta tenuta dalla società Parmalat con riferimento all'indicazione di tutti i dati di bilancio necessari possa incidere al punto tale da escludere e neutralizzare

la condotta della controparte, avuto riguardo alle domande attoree. La prima delle quali concerne la restituzione dell'importo versato dalle attici a titolo di corrispettivo e pari ad € 784.120,00 (ovvero € 655.000,00 oltre IVA). Una simile richiesta deve essere letta nell'ottica restitutoria tipica dell'art. 1458 c.c., scaturente dalla risoluzione contrattuale ex artt. 1453 e 1455 c.c.. Sul punto si rileva che *"la volontà di risolvere un contratto per inadempimento non deve*

*necessariamente risultare da una domanda espressamente proposta dalla parte in giudizio, ben potendo implicitamente essere contenuta in altra domanda, eccezione o richiesta, sia pure di diverso contenuto, che presupponga una domanda di risoluzione"* (nella specie, la domanda di risoluzione è stata giudicata implicita in quella di restituzione della somma corrisposta per una prestazione inadempita) (v. Cass. civ. n. 21230/2009; v. anche Cass. civ. n. 7518/1992; Cass. civ. n. 4591/1980). Nel caso in esame, la domanda di restituzione del corrispettivo si inquadra, quindi, nella richiesta di risoluzione, che, ancorché non formulata in modo espreso, ne costituisce l'antecedente logico - giuridico. Sul versante della risoluzione contrattuale, l'art. 1455 c.c. ancora tale rimedio alla valutazione sia della gravità dell'inadempimento, sia dell'interesse della controparte. Ora, come detto,

alla luce degli elementi istruttori sopra illustrati, è acclarato che, nell'espletamento dell'attività professionale di attribuzione del rating, S&P incorse in plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a sue proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, dato, questo, pacificamente ammesso dalla stessa difesa attorea. In tale contesto,

l'agenzia di *rating* avrebbe dovuto rifiutare la prestazione, come, peraltro, previsto dalle sue stesse prassi codificate, che consentono l'elaborazione dell'opinione sul merito creditizio solo in presenza di informazioni sufficienti, come appunto specificate nel dettaglio del documento n. 7 delle convenute. La stessa direttrice generale dell'agenzia di S&P in Italia, Maria Pierdicchi, sentita in sede di sommarie informazioni in data 19 ottobre 2005, ha posto in rilievo come, laddove le informazioni non siano ritenute sufficienti a formare in giudizio di *rating*, indipendentemente dalla verifica contabile dei dati forniti dall'azienda, l'agenzia non possa procedere all'emissione del *rating*. Gli inadempimenti addebitabili a S&P appaiono decisamente gravi, posto che l'acquisizione di dati opachi, per di più in via confidenziale, sulla base di report interni e non riscontrati nei bilanci, le mancate richieste di spiegazioni circa l'eccessiva liquidità correlata al massiccio ricorso ad emissioni obbligazionarie, i mancati riscontri dei dati acquisiti con i dati rilevabili da Bloomberg, la mancata richiesta di approfondimenti in ordine alle operazioni di riacquisto delle obbligazioni non rese note al mercato, né comunicate durante la vigenza dei contratti - pur in presenza di elementi diversi ricavabili da Bloomberg - costituiscono violazione del più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente qualificato. Anzi, proprio il carattere frammentario e parziale delle informazioni fornite ed inspiegabilmente detenute, per certi aspetti, solo da alcune specifiche figure manageriali e non di dominio comune all'interno della società avrebbe dovuto suscitare sospetti non privi di conseguenze. Non disponendo, pertanto, l'agenzia di *rating* di poteri ispettivi e, tanto meno, coercitivi, la logica conseguenza di tali lacune conoscitive, ove non colmate da proprie indagini, sarebbe stata la non esecuzione della prestazione. L'alternativa al rifiuto di eseguire la prestazione professionale era quella di assegnare la categoria inferiore, allo stesso modo di come aveva operato Fitch, categoria inferiore che, però, declassava il debito nella classe speculativa non gradita e non interessante per Parmalat; evenienza, questa, che, con ogni verosimiglianza, avrebbe condotto all'interruzione del rapporto negoziale. Non solo, alla luce dei criteri di attribuzione del *rating*, oltre a tale rifiuto, erano percorribili anche altre soluzioni, quali l'inserimento del *rating* nel CreditWatch. Al contrario, in tale contesto, l'agenzia di *rating*, pur avvedendosi di tutte tali anomalie ed

essendo ragionevolmente in grado di soppesarne l'importanza, provide sempre ad andare incontro alle esigenze dell'azienda, ora diversificando i metodi di calcolo degli indici, ora trascurando i dati enucleabili dalle mediane senza alcuna giustificazione, ora sottacendo circostanze di assoluto rilievo per gli operatori di mercato, in modo che non trasparissero elementi incoerenti con l'attribuzione dell'*investment grade*. Sulla base di tutte tali considerazioni, la gravità dell'inadempimento rileva sotto il profilo sia qualitativo, sia quantitativo. Occorre, poi, valutare, alla stregua dell'art. 1455 c.c., l'interesse della controparte rispetto alla ritenuta gravità dell'inadempimento. A tale proposito, non può rilevare la condotta, anche dolosa, della controparte Parmalat, per due diversi ordini di ragioni, tra loro intersecatesi nell'ambito dell'ordinario programma contrattuale intessuto dalle parti. In primo luogo, occorre incentrare l'attenzione sul fatto che, se è vero che il giudice, al fine della risoluzione, deve procedere alla valutazione del comportamento di entrambe le parti (v. Cass. civ. n. 1187/1987), è anche vero che le parti dell'odierno giudizio non sono collocate ab origine su di un piano di parità: l'una è un'azienda che può o meno avere i bilanci e la contabilità in regola, l'altra è un professionista altamente specializzato, dotato di una specifica struttura organizzativa, in grado di leggere i bilanci civili e consolidati, di elaborarne i relativi indici e di effettuare le conseguenti valutazioni, disponendo anche di personale specializzato nel settore merceologico di volta in volta considerato. Nel caso di specie, proprio la specifica professionalità di S&P - che disponeva di molteplici figure di altissimo profilo specialistico - poneva l'agenzia di *rating* in una posizione non paritaria rispetto al gruppo Parmalat, posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico - finanziari distorti. E' ciò anche perché S&P disponeva, tramite i propri criteri di *rating*, di tutti gli strumenti idonei a rendere la propria attività professionale impermeabile rispetto ad eventuali comunicazioni non corrette da parte del gruppo Parmalat. In secondo luogo, il riferimento all'interesse dell'altra parte, costituente, secondo il legislatore, uno dei parametri valutativi della risoluzione, deve essere inteso come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e può essere interesse tanto materiale, quanto ideale. Non può, in ogni caso, essere inteso in termini di interesse ad ottenere una prestazione professionale non corretta

nei limiti in cui essa sia anche vantaggiosa da altri punti prospettici, come, ad esempio, nel caso in esame, dal punto di vista del successo dell'emissione obbligazionaria e di maggiori vantaggi all'interno del complessivo circuito bancario - finanziario. Ciò non certo per le conseguenze verificatesi, ossia il default - in quanto si tratta di inutile giudizio ex post - ma, piuttosto, per quello che il legislatore ha inteso come normale e ragionevole interesse all'adempimento della prestazione commissionata, secondo l'*id quod plerumque accidit*. Ovvero, il committente doveva attendersi che il professionista operasse correttamente, anche laddove ciò importasse uno svantaggio nell'immediato: quindi, con riguardo al caso in esame, l'azienda doveva avere interesse ad una corretta valutazione del *business risk* e del *financial risk* quale risultante dai propri dati di bilancio, anche laddove una corretta valutazione implicasse minori vantaggi e pur con la facoltà di rifiutare la prestazione, ove per interne ragioni aziendali, anche non trasparenti, non la ritenesse più conveniente. Pertanto, l'interesse di Parmalat ad ottenere l'inserimento nella categoria *investment grade* non costituisce quell'interesse apprezzabile che il legislatore ha selezionato al fine della risoluzione contrattuale; interesse che, al contrario, avrebbe dovuto concretizzarsi nella regolare e diligente attività valutativa, con l'auspicio - questo sì comprensibile - di ottenere una valutazione il più positiva possibile, alla stregua delle regole operative e metodologiche usualmente seguite dall'agenzia, proprio perché in questo modo il vantaggio non sarebbe stato solo immediato, ma si sarebbe consolidato nel tempo. Pare, dunque, che i plurimi e gravi inadempimenti delle odierne convenute, rapportati all'interesse della controparte e tenuto conto dell'asimmetria di posizione delle due parti non possano che far ritenere la risoluzione dei contratti conclusi, con condanna delle convenute alla restituzione della complessiva somma di € 784.120,00 - oltre interessi legali dalla notifica della citazione al saldo.

**d) - Il risarcimento del danno: nesso causale e quantificazione -**

La difesa delle attrici ha anche chiesto la condanna delle parti convenute al risarcimento del danno quantificato nella somma risultante dalla differenza tra € 4.073.200.000,00 (importo totale delle obbligazioni emesse) oltre interessi e rivalutazione e l'equivalente in € di \$ 149.000.000 al cambio alla data del 12 gennaio 2007, pari alla quota transatta con le società Deloitte & Touche spa e Dianthus

spa. Ha argomentato, sul punto, la difesa attorea che "se S&P non avesse dolosamente elargito a Parmalat un rating che essa non meritava tout court, e che non meritava comunque nel livello investment grade, il management Parmalat non avrebbe potuto continuare - negli anni rilevanti ai fini della presente contesa: novembre 2000/dicembre 2003 - a perpetrare i propri illeciti a danno della società e dei suoi soci, nonché a danno del ceto creditorio"(v. pag. 97 della comparsa conclusionale). La difesa attorea ha, peraltro, riconosciuto che S&P non è stata certo l'unica responsabile dei misfatti in questione, posto che a cagionare gli enormi danni al patrimonio sociale di Parmalat, ai suoi soci, ai suoi creditori hanno concorso, con diversi ruoli e a diverso titolo, in primo luogo, lo stesso management Parmalat e, in secondo luogo, i revisori dei conti, le banche che hanno collocato i titoli e che hanno concesso un immeritato credito, con ulteriore aggravio del dissesto. Secondo Parmalat, tuttavia, con il contributo causale di S&P è stata distrutta ricchezza nella misura in cui sono state emesse obbligazioni per € 4.073.200.000,00, poi non rimborsate.

La difesa delle società convenute ha sottolineato come Calisto Tanzi sia stato condannato, con sentenza del Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008, per i reati di agiotaggio e bancarotta fraudolenta, in quanto, come dallo stesso affermato, era il vero regista del sistema di falsificazioni su cui si era retto il gruppo Parmalat per oltre dieci anni (v. doc. n. 159 delle convenute) e aveva ordinato a Tonna di falsificare i bilanci delle società del gruppo e di porre in essere tutte le manovre fraudolente a ciò necessarie. Lo stesso Tonna, in sede di interrogatorio davanti al P.M. in data 23 dicembre 2003, ha dichiarato che in veste di direttore amministrativo dal 1987 e dedito anche ad attività di finanza internazionale del gruppo Parmalat sin dal 1991 e con il ruolo di direttore finanziario dal 2001, teneva un rapporto diretto con Calisto Tanzi, il quale, ben a conoscenza di tutti i problemi del gruppo, aveva anche deciso di occultarli, ordinandogli di attivarsi in tal senso. Significativamente, Tonna ha dichiarato: "in buona sostanza mi ha sempre ordinato di occultare quella che è poi diventata una voragine finanziaria. Preciso che sono stato io a studiare e creare gli strumenti tecnici illeciti e fraudolenti che abbiamo utilizzato per mascherare la situazione. Il Tanzi mi ha anche invitato a non riferire

mai al cda e agli organi di controllo la gravità della situazione negli esatti termini e le tecniche utilizzate per dissimularla" (v. pagg. 3 - 4 del doc. n. 150 delle convenute).

Né, come è emerso dalle relazioni della Consob e dalla relazione dei consulenti tecnici della Procura della Repubblica del Tribunale di Parma, la condotta di Deloitte & Touche e di Grant Thornton è andata certamente esente da responsabilità (v. doc. nn. 126, 137, 143 delle convenute).

In questa sede, non è, tuttavia, necessario valutare la condotta degli altri soggetti sopra indicati, posto che era onere specifico della difesa attorea dimostrare che l'attività professionalmente scorretta svolta dall'agenzia di *rating* aveva provocato un aggravamento del dissesto autonomamente enucleabile in una situazione di voragine finanziaria senza precedenti e già ben consolidata. Ed, invero, in tale contesto, la difesa attorea non ha dimostrato, neppure in forza di indizi precisi ed univoci, che l'attività svolta dall'agenzia di *rating* abbia determinato quell'ulteriore dissesto a tale attività esclusivamente riconducibile; con la conseguenza che il supposto aggravio ben avrebbe potuto essere stato determinato anche da altri fattori causalmente rilevanti e, tra l'altro, anche ammessi dalla stessa attrice. In particolare, la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che anteriormente ai contratti di prestazione di *rating*, le precedenti emissioni obbligazionarie avessero avuto un minore successo: tale circostanza, infatti, avrebbe potuto costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dalle convenute, con riguardo all'importo richiesto. Al contrario, come emerge dall'estratto della C.T.U. della Dott. Stefania Chiaruttini nel procedimento penale davanti al Tribunale di Milano (v. doc. n. 110 di parte attorea), "i prestiti obbligazionari emessi dal gruppo Parmalat dal 1994 sono complessivamente n. 50 per un totale di euro/mln 9.445,8": di questi euro/mln 516,0 è l'importo complessivo dei prestiti obbligazionari regolati dalla legge italiana ed emessi da Parfin, mentre n. 45 sono i bonds emessi da società straniere del gruppo, quasi tutti quotati in Lussemburgo e garantiti da Parmalat o da Parfin. Del resto, gli stessi consulenti della difesa attorea hanno sottolineato che il gruppo Parmalat aveva la necessità, nell'anno 2000, di continuare ad emettere bond e raccogliere in tal modo nuove risorse sul mercato "pari, a partire dal 2000, ad un importo medio mensile di circa 125 milioni di euro" (v. pag. 20 della prima memoria dei CTP di Parmalat): significativamente,

però, dalla tabella a pag. 20 della predetta relazione emerge come il gruppo avesse emesso obbligazioni anche in misura decisamente massiccia, proprio negli anni immediatamente anteriori la conclusione dei contratti di *rating*. Ora, proprio in presenza di siffatto quadro istruttorio, non è desumibile una qualche differenziazione tra le emissioni obbligazionarie antecedenti ai contratti di *rating* e quelle successive: con la conseguenza che non è provata un'autonoma incidenza dell'attività svolta da S&P nell'aggravare il dissesto ovvero nell'essere stata essa sola od anche in parte la causa del mancato rimborso delle obbligazioni emesse sotto la vigenza dei contratti de quibus.

Né, conseguentemente, la difesa attorea ha fornito una minima indicazione in

ordine al quantum del preteso danno danno che ha tout court identificato con l'importo complessivo delle obbligazioni in questione, con decurtazione della quota riconducibile alla responsabilità di Deloitte & Touche e di Dianthus, in forza dell'intervenuta transazione.

Per tali ragioni, la domanda di condanna delle convenute al risarcimento dei danni va respinta. Da tale conclusione segue l'irrelevanza di ulteriore consulenza e dei relativi ordini di esibizione di cui sub D) ed E) della precisazione delle conclusioni delle parti convenute.

**e) - La domanda riconvenzionale, l'ordine di cancellazione ex art. 89 c.p.c. e le domande di manleva -**

La domanda riconvenzionale spiegata dalle convenute è volta all'accertamento della responsabilità della controparte, per aver questa fornito dati non veritieri, non merita accoglimento, in ragione di quanto esposto sub c) in punto di inadempimento. Ed, infatti, come già detto, le parti protagoniste dei contratti si trovavano su piani diversi e dovevano agire su differenti livelli: se, certamente, il gruppo Parmalat si era impegnato a fornire dati corretti, è altrettanto vero che S&P doveva agire nel rispetto della metodologia da essa stessa elaborata e con particolare prudenza, tanto che, nel caso in esame, avrebbe dovuto o astenersi dall'effettuare la prestazione o assegnare un *rating speculative grade*, proprio per la sostanziale mancanza di trasparenza della controparte. Considerate, quindi, le ragioni dell'inadempimento come esposte sub c), la domanda svolta dalle convenute, tesa ad accertare l'inadempimento delle controparti e la condanna di queste al

risarcimento del danno all'immagine subito, va respinta, posto che l'eventuale danno all'immagine ed alla reputazione professionale è dipeso non dai dati non corretti trasmessi da Parmalat, ma dallo stesso operato di S&P non adeguato in rapporto al materiale conoscitivo acquisito.

Non merita accoglimento l'ordine di cancellazione ex art. 89 c.p.c. richiesto dalla difesa delle convenute rispetto alla memoria attorea del 15 novembre 2006, posto che, nella stessa, Parmalat s.p.a. ha semplicemente ribadito le proprie posizioni, contestando l'operato della controparte mediante il ricorso a metafore, che costituiscono libera estrinsecazione della linea difensiva; allo stesso modo debbono essere valutati i riferimenti ai profili penalistici della vicenda, che hanno interessato anche esponenti di S&P.

Il rigetto della domanda di condanna al risarcimento dei danni proposta dalla difesa attorea comporta l'assorbimento delle domande di manleva formulate dalle convenute nei confronti di Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Italaudit spa in liquidazione.

#### **f) - Le spese processuali -**

Tenuto conto dell'esito della lite, pare equo condannare le parti convenute alla rifusione delle spese di lite in favore di Parmalat spa, nei limiti del quantum attribuito, con addebito anche delle spese della consulenza, le cui conclusioni hanno avvalorato le censure formulate dalla difesa attorea.

Considerata la modestia dell'attività difensiva svolta da Parmalat Pacific Ltd, pare equo disporre l'integrale compensazione delle spese processuali tra tale parte e le convenute.

Le spese legali del terzo Fausto Tonna debbono essere addebitate, invece, alle attrici, posto che queste, con le domande risarcitorie spiegate nei confronti di The McGraw - Hill Companies s.r.l. e di The McGraw - Hill Companies s.a., hanno reso del tutto coerente con l'impostazione difensiva delle convenute la chiamata in causa del terzo. Sul punto, più volte il giudice di legittimità ha osservato che *"le spese processuali del chiamato che non sia rimasto soccombente non possono gravare sul chiamante, quando anche quest'ultimo non sia rimasto soccombente né nei confronti del chiamato, né nei confronti della controparte (Cass. 26 aprile 1994, n. 3956; Cass. 1 agosto 2003, n. 11743), ma debbono essere rifuse (salva l'ipotesi di*

compensazione integrale) dalla parte soccombente, e quindi da quella che ha azionato una pretesa rivelatasi infondata e, quindi, l'attore, la cui domanda sia stata rigettata" (v. Cass. civ. n. 18205/2007; v. anche Cass. civ. n. 12235/2003; Cass. civ. n. 2330/1995); ed, invero solo "la palese infondatezza della domanda di garanzia proposta dal convenuto nei confronti del terzo chiamato comporta l'applicabilità del principio della soccombenza nel rapporto processuale instaurato tra convenuto e terzo chiamato, anche quando l'attore principale sia a sua volta soccombente nei confronti del convenuto, atteso che il convenuto chiamante sarebbe stato soccombente nei confronti del terzo anche in caso di esito diverso della causa principale", come nel caso di prescrizione del diritto del convenuto assicurato verso il terzo assicuratore

nell'ipotesi esaminata da Cass. civ. n. 8363/2010. In ordine alle stesse deve essere operata la compensazione nella misura del 50% tenuto conto del minor impegno difensivo richiesto ed, in concreto, sostenuto da tale terzo chiamato, rispetto all'ampiezza dei temi di indagine trattati tra parte attorea e le convenute, con particolare riguardo alla valutazione dell'attività professionale; l'attività svolta, inoltre, non giustifica l'applicazione degli scaglioni massimi, essendo corretto il riferimento a quelli minimi.

#### P.Q.M.

il giudice, definitivamente decidendo nella causa n. 64077/05 R.G., ogni diversa istanza, eccezione e difesa disattesa e respinta, dato atto dell'intervenuta estinzione del giudizio limitatamente alle domande svolte da The McGraw - Hill Companies s.r.l. e da The McGraw - Hill Companies s.a. nei confronti di Deloitte & Touche s.p.a. e di Dianthus s.p.a. come da ordinanza in data 4 gennaio 2010, così provvede:

- 1) **condanna in solido The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a. al pagamento, in favore di Parmalat s.p.a., della somma di € 784.120,00 - oltre interessi come specificato in motivazione;**
- 2) **respinge la domanda di risarcimento dei danni formulata da Parmalat s.p.a. contro The McGraw - Hill Companies s.r.l. e contro The McGraw - Hill Companies s.a.;**

- 3) respinge la domanda riconvenzionale proposta da The McGraw - Hill Companies s.r.l. e da The McGraw - Hill Companies s.a. contro Parmalat s.p.a.;
- 4) dichiara assorbite le domande di manleva proposte da The McGraw - Hill Companies s.r.l. e da The McGraw - Hill Companies s.a. contro Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Italaudit spa in liquidazione;
- 5) respinge la richiesta ex art. 89 c.p.c. formulata da The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a.;
- 6) dichiara inammissibile l'intervento di Parmalat Pacific Ltd ai sensi dell'art. 105, I comma c.p.c.;
- 7) condanna in solido The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a. a rimborsare, in favore di Parmalat s.p.a., le spese processuali, che liquida in complessivi € 47.390,00 - di cui € 41.500,00 per onorari, € 3.890,00 per diritti, € 2.000,00 per spese - oltre rimborso delle spese di C.T.U. ed accessori come per legge;
- 8) dispone l'integrale compensazione delle spese di lite tra, da un lato, Parmalat Pacific Ltd e, dall'altro, The McGraw - Hill Companies s.r.l. e di The McGraw - Hill Companies s.a.;
- 9) condanna Parmalat s.p.a. a rifondere, in favore di Fausto Tonna, le spese processuali, che, già operata la compensazione per 1/2; liquida in complessivi € 53.187,28 - di cui € 50.342,28 per onorari, € 2.760,00 per diritti, € 85,00 per spese - oltre accessori come per legge.

Così deciso dal giudice unico presso il Tribunale di Milano, in data 29 giugno 2011.

Il Giudice

Dot. Silvia Brat

