



Relazione illustrativa ai sensi dell'art. 125 ter, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, sulla materia prevista all'unico punto dell'ordine del giorno dell'Assemblea Ordinaria degli azionisti di Seat Pagine Gialle S.p.A. convocata per il giorno 4 marzo 2014 in Milano, presso Rosa Grand Hotel, Piazza Fontana 3, alle ore 14.00 - e comunque non prima del termine dei lavori dell'Assemblea Straordinaria prevista in pari data e luogo - in unica convocazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 10 dello Statuto Sociale, ultimo comma

1.- Premessa

I signori azionisti sono chiamati a deliberare sul seguente punto all'ordine del giorno:

1. Proposta di azione sociale di responsabilità, ai sensi degli artt. 2392 e 2393 cod. civ., nei confronti di alcuni ex amministratori di Seat Pagine Gialle S.p.A.; deliberazioni inerenti e conseguenti.

Al fine di rendere una compiuta informazione ai soci riguardo alla deliberazione che essi sono chiamati ad adottare va premesso che:

- nell'atto contenente la proposta ed il piano di concordato preventivo, depositato presso la cancelleria del Tribunale di Torino in data 28 giugno 2013, si è affermato che *“gli amministratori della Società (...) – che, lo si ricorda, si sono insediati solo a fine ottobre 2012 (...) – hanno avviato (conferendo mandato agli avvocati Fabio Franchini e Ettore Negro) un approfondimento sulle pregresse vicende gestionali e societarie del Gruppo Seat, nella prospettiva di inquadrare compiutamente le reali cause della crisi, gli ambiti temporali di emersione della stessa e la condotta tenuta dagli organi sociali di Seat PG (così come di controparti contrattuali di quest'ultima o di soggetti correlati), tenuto conto, da un lato, della rilevante incidenza, sulle vicende successive del Gruppo Seat, dell'ingentissimo indebitamento conseguente all'operazione di leveraged buy out del 2003 e, dall'altro lato, del breve lasso temporale intercorso tra la conclusione della ristrutturazione finanziaria perfezionata il 6 settembre 2012 e l'emergere nel gennaio 2013 delle difficoltà che hanno portato al deposito della domanda di concordato (6 febbraio 2013).”*;

- il decreto di ammissione alla procedura di concordato preventivo, reso dal Tribunale di Torino in data 8 luglio 2013 e depositato il successivo 10 luglio 2013, ha statuito: *“ritiene il Tribunale che l'analisi dell'operazione di leveraged buy out posta in essere nell'anno 2003 e gli effetti depauperativi ad essa conseguenti debbano formare oggetto di compiuta analisi e valutazione anche da parte dell'organo commissariale, vista l'entità delle somme corrisposte per la cessione della partecipazione e della distribuzione di un dividendo straordinario di circa 3,6 mld di euro (...)”*; ed inoltre: *“Meritevole di eguale considerazione e valutazione in ordine alla sussistenza di un danno per il ceto creditorio appare l'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario del gruppo Seat, avviata nel marzo 2011 e conclusasi – senza successo – nel settembre 2012 (...)”*;

- le verifiche relative al periodo compreso tra l'8 agosto 2003 ed il 21 ottobre 2012

sono state effettuate su mandato della Società dagli avv.ti prof. Fabio Franchini ed Ettore Maria Negro con la collaborazione del dott. Paolo Agrifoglio per gli aspetti più propriamente contabili e finanziari, e hanno evidenziato profili di responsabilità degli amministratori della Società in carica nel periodo considerato. Tali profili sono illustrati nella presente relazione.

2.- PRIMO PROFILO: L'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI NELLA SOCIETÀ E LA SUCCESSIVA DISTRIBUZIONE DI UN DIVIDENDO STRAORDINARIO (2003-2004)

2.1.- La crisi che ha colpito la Società e che ha determinato il ricorso ad una procedura concorsuale nel 2013 risiede con ragionevole probabilità nello stato di indebitamento, determinato nel corso del 2004 dalla decisione di distribuire un dividendo straordinario di circa Euro **3,6 miliardi** (e precisamente Euro 3,578 miliardi) nonostante difettassero le risorse finanziarie in capo alla Società.

Alcuni dati di fatto vanno preliminarmente considerati:

a) il giudizio sulla sostenibilità del debito derivante dalla decisione di distribuire il dividendo straordinario si basava su un primo piano elaborato da Lehman Brothers e presentato al consiglio di amministrazione del **15 ottobre 2003**. Tale piano, nella forma di base, prevedeva i seguenti valori di EBITDA a livello consolidato (in milioni di Euro):

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
663	741	800	852	888	925	960	998

mentre nella forma considerata prudentiale (*conservative case*) prevedeva i seguenti valori (in milioni di Euro):

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
654,2	705,2	737,2	759,8	782,6	806,1	830,3	855,2

Tali valori sono superiori a quelli effettivamente realizzati già nel 2004 (614,4) e 2005 (626,6), e di gran lunga ottimistici rispetto ai valori effettivi del 2006 (611,4) e 2007 (648,1). Nel commentare la versione *conservativa* del piano, Lehman Brothers affermava che la Società avrebbe fatto fronte ai suoi obblighi fino all'anno 2010, mentre i pagamenti in scadenza nel 2011 avrebbero richiesto un rifinanziamento.

b) il **18 novembre 2003** il consiglio di amministrazione approvava un piano industriale per il periodo 2004 - 2006 basato sui seguenti valori di EBITDA (in milioni di Euro):

2004	2005	2006
630,0	685,4	750,2

c) il consiglio di amministrazione, nella riunione del **26 marzo 2004**, esprimeva un *giudizio positivo di sostenibilità da parte della Società dell'indebitamento conseguente all'eventuale distribuzione delle riserve disponibili*, basando tale giudizio su un nuovo piano elaborato da Lehman Brothers di concerto con il *management* della Società, che prevedeva i seguenti valori base a livello di EBITDA consolidato (in

milioni di Euro):

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
630,0	685,4	750,3	796,2	833,5	870,9	905,9	942,6

Anche in tale occasione Lehman Brothers elaborava un piano più conservativo, caratterizzato da elementi peggiorativi, i cui valori di EBITDA erano i seguenti su base consolidata (in milioni di Euro):

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
605	636	665	694	721	751	778	805

Si riporta il commento di Lehman Brothers: *nel Piano Conservativo la generazione di cassa di SEAT consente il pagamento della quota di interessi e della quota capitale sino al 2010. A partire dal 2011, il rimborso della tranche B e C, della Second Lien e, nel 2014, dell'High Yield richiederebbe un rifinanziamento per complessivi € 1.780 milioni;*

d) il consiglio di amministrazione, nella riunione del **25 novembre 2004** (e quindi dopo 8 mesi dall'approvazione del secondo piano Lehman Brothers), approvava un piano industriale il periodo 2004 – 2007 basato sui seguenti valori di EBITDA (in milioni di Euro):

2004	2005	2006	2007
605,0	620,2	657,0	712,5

Si tratta già di valori più vicini al piano *conservativo* di Lehman Brothers, che – si ribadisce – prevedeva la necessità di un rifinanziamento nel 2011.

2.2.- Ciò posto, la decisione di procedere alla distribuzione del dividendo in sé considerata, nonché le finalità che appaiono sottese alla struttura complessiva dell'operazione, presentano non pochi profili di illiceità in considerazione dei doveri degli amministratori.

Prima di illustrare specificamente tali profili, è necessario precisare che la distribuzione del dividendo straordinario rappresenta la fase conclusiva di un'operazione ricondotta dagli stessi amministratori alla fattispecie dell'art. 2501 *bis* cod. civ. (norma entrata in vigore il 1 gennaio 2004), e cioè alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. In realtà, la fattispecie concreta si discosta dalla (semplice) fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, ed assume invece i connotati della diversa figura della fusione seguita dalla distribuzione di un dividendo tramite il ricorso all'indebitamento. Gli aspetti di tale fattispecie sono stati successivamente esaminati dagli amministratori, anche mediante l'ausilio di pareri legali, nelle riunioni del 15 gennaio 2010 (in esito all'emergere della crisi) e del 25 novembre 2010 (in seguito ad una verifica fiscale che considerava elusiva l'operazione), con la conclusione – da ritenersi erronea – che la stessa dovesse considerarsi perfettamente lecita.

Emerge infatti dall'esame delle circostanze concrete che la apparente formale conformità dell'operazione alla norma dell'art. 2501 *bis* cod. civ. non ne comporta automaticamente un giudizio di conformità agli interessi della società, restando

aperta la valutazione della correttezza delle scelte di gestione.

2.3.- L'operazione di acquisizione e di successiva distribuzione del dividendo è descritta schematicamente nel Prospetto di quotazione della Società depositato presso la Consob il 19 dicembre 2003.

In sintesi, nell'estate 2003 alcuni fondi di *private equity* (BC Partners, CVC, Permira e Investitori Associati) hanno costituito una serie di società (**Société de Participations Silver S.A.** titolare di una partecipazione pari al 100% della **Sub Silver S.A.**, a sua volta titolare del 100% della **Spyglass s.p.a.**, controllante al 100% la **Silver s.p.a.**). L'ultima società della catena di controllo, la Silver s.p.a., ha acquisito il **62,5%** della Seat Pagine Gialle s.p.a. per il prezzo di Euro **3,1 miliardi** circa.

Il prezzo dell'acquisizione fu pagato dalla Silver s.p.a. in parte attingendo al proprio patrimonio (dal documento d'offerta relativo all'OPA obbligatoria promossa nel settembre 2003 si evince che la Silver s.p.a. aveva un patrimonio netto di Euro 874 milioni, ed un capitale sociale di Euro 42,8 milioni) ed in parte mediante un finanziamento di Euro 2,2 miliardi circa. Successivamente all'acquisizione, la Seat Pagine Gialle s.p.a. fu incorporata nella Silver s.p.a., e la società risultante dalla fusione fu a sua volta incorporata nella Spyglass s.p.a. (che assunse la denominazione di Seat Pagine Gialle s.p.a., l'attuale Società).

Nello schema previsto dall'art. 2501 *bis* cod. civ. (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento) l'operazione si sarebbe risolta con il permanere dell'indebitamento contratto dalla Silver s.p.a. (di **Euro 2,2 miliardi** circa) in capo alla società risultante dalla fusione.

Nel concreto, invece, **l'operazione fu affatto divergente dalla fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.**

Infatti, la fusione tra veicoli (Spyglass s.p.a. e Silver s.p.a.) con l'originaria Seat s.p.a. non comportò l'assunzione di alcun indebitamento aggiuntivo.

Successivamente alla fusione la Società si assunse **un debito di Euro 3,6 miliardi:** di modo che l'indebitamento complessivo risultante dalle diverse operazioni ammontava ad **Euro 4,1 miliardi**, in concreto **quasi il doppio del debito necessario all'acquisizione (se eseguita secondo lo schema tipico previsto dall'art. 2501 *bis* cod. civ.) pari - si ribadisce, ad Euro 2,2 miliardi circa.** E questo, come si chiarirà nel prosieguo, principalmente al fine di evitare un effetto diluitivo per gli azionisti (indiretti) di Silver s.p.a..

Invero, la linea di credito originariamente concessa alla Silver s.p.a. venne in seguito "trasferita" in capo alla sua controllante Sub Silver S.A. antecedentemente alla fusione (come è descritto nel Prospetto di quotazione del 19 dicembre 2003).

Ancora successivamente, come è noto, il consiglio di amministrazione della Società deliberò la distribuzione del dividendo straordinario di Euro 3,6 miliardi circa su proposta del socio Sub Silver S.A..

Per consentire alla Società di reperire i mezzi finanziari necessari ad effettuare la

distribuzione del dividendo, il socio Sub Silver S.A. offrì alla medesima di accollarsi (con liberazione del debitore originario) il finanziamento concesso, **tenendo indenne il socio da tutte le spese occorse.**

È noto che a conclusione dell'operazione la Società si accollò il finanziamento concesso a Sub Silver S.A. (capofila la Royal Bank of Scotland) e contrasse un diverso finanziamento per Euro 1,3 miliardi circa con Lighthouse S.A., che a sua volta reperì sul mercato la provvista mediante emissione di obbligazioni (con durata di 10 anni, al tasso fisso dell'8%).

2.4.- La fattispecie concreta così delineata comporta che **gli amministratori della Società sono stati posti nella condizione di dover decidere se assecondare la richiesta di un socio di distribuire il dividendo straordinario di Euro 3,6 miliardi circa.** E la decisione assunta, considerate le circostanze concrete, appare **caratterizzata da manifesta imprudenza e comunque dannosa per la Società.** La riserva straordinaria in base alla quale il socio Sub Silver S.A. ha richiesto la distribuzione del dividendo è sorta in seguito all'appostazione di un disavanzo da fusione calcolato in Euro 3,3 miliardi circa (in parte come avviamento per Euro 2,5 miliardi circa). Il dato è facilmente riscontrabile dal raffronto fra la relazione intermedia sulla gestione al 30 settembre 2003 e i dati del bilancio al 31 dicembre 2003.

Un primo dubbio riguarda quindi **la possibilità di distribuire riserve create da appostamenti contabili e non dall'accantonamento di utili**, tanto più se – come nel caso concreto – il disavanzo da fusione è stato iscritto a valle di un'operazione che non ha formalmente comportato un mutamento dei soci di controllo della Società.

Ma anche a volere considerare come legittima la distribuzione di un dividendo derivante da una riserva creata "contabilmente", resta il fatto che **gli amministratori non potevano trascurare che dare seguito** (e comunque non opporsi) **alla richiesta del socio di maggioranza avrebbe comportato per la Società la necessità di indebitarsi gravosamente, assumendo l'obbligo di pagare rilevanti oneri finanziari, senza alcun vantaggio corrispondente.**

In sostanza, non essendo stato propriamente utilizzato lo schema previsto dall'art. 2501 *bis* cod. civ., gli amministratori della Società (quale risultante dalla fusione) dovevano prendere atto della scelta del socio Sub Silver S.A. di assumersi l'indebitamento necessario all'acquisizione **escludendolo dal perimetro patrimoniale delle società oggetto di fusione** (Seat s.p.a., Spyglass s.p.a. e Silver s.p.a.): in tale situazione, la Seat Pagine Gialle s.p.a. (società risultante dalla fusione) non presentava alcun indebitamento finalizzato all'acquisizione (che restava in capo al socio Sub Silver S.A.) e gli amministratori avevano il dovere di preservare il patrimonio della Società, non consentendo alla medesima di **contrarre un debito di Euro 3,6 miliardi circa (aumentando l'indebitamento complessivo ad Euro 4,1 miliardi circa) al fine di distribuire agli azionisti somme di cui la Società non aveva alcuna disponibilità.** In tal modo, la Società ha letteralmente dissipato un patrimonio di Euro 3,6 miliardi circa.

La struttura complessiva dell'operazione appare peraltro divisa al fine di recare un vantaggio specifico al socio Sub Silver S.A. (e quindi ai fondi di *private equity*).

Invero, se il socio Sub Silver S.A. avesse mantenuto il debito da finanziamento in capo a Silver s.p.a. (seguendo lo schema delineato dall'art. 2501 *bis* cod. civ.), per effetto della incorporazione della (originaria) Seat Pagine Gialle s.p.a. il valore della società incorporante sarebbe stato notevolmente inferiore e la **Sub Silver S.A. non avrebbe potuto mantenere una percentuale di partecipazione di maggioranza assoluta** (all'epoca era del 62,5%).

Invece, per effetto dell'indebitamento "esterno" la Sub Silver S.A. ha mantenuto la propria originaria quota di partecipazione del 62,5%. La conseguenza ulteriore, però, è stata che **il debito di Euro 2,2 miliardi** (contratto dal socio per pagare il corrispettivo dell'acquisizione) **è lievitato - al livello della società operativa risultante dalla fusione - in misura pari quasi al doppio**, perché **il dividendo, ovviamente, non andava pagato soltanto al socio di maggioranza, ma a tutti gli azionisti**: da qui la necessità di far contrarre alla Società **finanziamenti notevolmente superiori alla somma in concreto pagata per l'acquisizione**, perché una parte vicina alla metà serviva a pagare il dividendo agli altri azionisti.

L'operazione è peraltro descritta nei termini predetti sia nel comunicato stampa del 15 ottobre 2003, sia nel Prospetto di quotazione del 19 dicembre 2003: il 15 dicembre 2003 ha avuto esecuzione un aumento di capitale in Spyglass s.p.a. e (da parte di quest'ultima) in Silver s.p.a. di Euro 2,129 miliardi, destinato a concedere alla medesima Silver s.p.a. i mezzi per estinguere il debito finanziario contratto per l'acquisizione. La provvista per sottoscrivere l'aumento di capitale in Spyglass s.p.a. (che a sua volta ha effettuato un aumento di capitale in Silver s.p.a.) è stata reperita dalla Sub Silver S.A. mediante *"un'apposita linea di credito"* concessa da Royal Bank of Scotland. Si afferma quindi nel prospetto che *"l'operazione di capitalizzazione sopra descritta corrisponde al fine di realizzare la duplice fusione in base a rapporti di cambio unitari (...) e quindi **senza generare alcun effetto diluitivo né a carico dell'azionista di maggioranza né degli azionisti terzi di Seat Pagine Gialle**"*. Tale affermazione è paradossale, considerato che gli *"azionisti terzi"* avrebbero semmai visto accrescere la propria percentuale di partecipazione se il debito di Euro 2,129 miliardi fosse rimasto in capo alla Silver s.p.a..

Va peraltro notato che il 14 aprile 2004 la Sub Silver S.A. ha venduto a Lehman Brothers un numero di azioni rappresentative del 12,38% del capitale sociale al prezzo di Euro 804 milioni, riducendo la sua partecipazione al 50,14%. In seguito, per effetto della distribuzione del dividendo, la Sub Silver S.A. ha ricevuto somme per ulteriori Euro 1,8 miliardi in eccesso, rispetto a quelle necessarie per pagare il prezzo dell'acquisizione, per circa Euro 400 milioni.

Infine, va sottolineato che tutti gli amministratori non indipendenti che erano presenti alla riunione in cui è stata deliberata la proposta di distribuzione del dividendo erano legati da rapporti contrattuali con i soggetti (i "Fondi") che indirettamente detenevano una partecipazione di maggioranza della Società, e l'amministratore delegato dott. Luca Majocchi era addirittura indirettamente intestatario di partecipazioni.

2.5.- Responsabilità degli amministratori e indicazione delle voci di danno

Da quanto sopra esposto emerge una chiara responsabilità degli amministratori, i quali avevano il dovere di opporsi e di non dare esecuzione alla deliberazione dei

soci che, prevedendo la distribuzione del dividendo straordinario, **costringeva la Società ad assumere l'oneroso debito di Euro 3,6 miliardi senza che in capo alla stessa ne derivasse alcun vantaggio.**

Assodato quindi che la condotta sopra illustrata è da considerarsi illecita, il danno che ne è derivato è pari quantomeno all'ammontare degli oneri finanziari netti corrisposti (pari a circa **Euro 2 miliardi** fino al giugno 2012), oltre all'ammontare delle spese sostenute per i finanziamenti (pari a circa **Euro 122 milioni**), che sono manifestamente eccessive e parte delle quali era inerente al rimborso in favore della Sub Silver S.A. delle spese da questa sostenute.

Inoltre, va anche considerato il danno derivante alla Società dal non avere realizzato quei guadagni che essa avrebbe potuto conseguire impiegando nell'organizzazione sociale le risorse che le sono venute a mancare per effetto del pagamento degli oneri finanziari (c.d. perdita di *chance*). La Società avrebbe infatti beneficiato di un flusso di cassa estremamente rilevante (all'epoca di circa Euro 600 milioni per anno) che, invece di essere destinato al pagamento degli oneri finanziari e della sorte capitale del debito, avrebbe potuto essere impiegato nello sviluppo dell'attività sociale sia per linee interne che per linee esterne.

In ogni caso, anche a voler considerare che il danno possa essere limitato alla circostanza che gli amministratori hanno contratto un maggiore indebitamento (Euro 3,6 miliardi) rispetto a quello che sarebbe stato sufficiente a realizzare lo schema tipico previsto dall'art. 2501 *bis* cod. civ. (Euro 2,2 miliardi), esso sarebbe quantificabile in misura quantomeno pari agli oneri finanziari netti corrisposti sulla differenza fra le somme predette (Euro 3,6 - Euro 2,2 = Euro 1,4 miliardi), per ammontare approssimativo di **Euro 650 milioni** (circa un terzo degli oneri effettivamente sborsati). Oltre, ovviamente, anche in questo caso, all'ammontare delle irragionevoli spese sostenute per i finanziamenti (Euro 122 milioni circa) ed al danno consistente nella perdita di *chance*.

2.6.- Alla luce delle considerazioni che precedono emerge la responsabilità dei seguenti soggetti in carica all'epoca dei fatti descritti, nei confronti dei quali l'azione di responsabilità non è ancora prescritta:

- **Enrico Giliberti**, presidente del consiglio di amministrazione;
- **Luca Majocchi**, amministratore delegato;

- membri del comitato per il controllo interno:

- **Lino Benassi**
- **Nicola Volpi**

- membri del consiglio di amministrazione che ricoprivano incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società:

- **Dario Cossutta**
- **Luigi Lanari**
- **Michele Marini**

3.- SECONDO PROFILO: L'ACQUISIZIONE E LA SUCCESSIVA VENDITA DI WER LIEFERT WAS? GMBH (2007-2008)

3.1.- Il 28 settembre 2007 veniva portata a termine l'acquisizione della *Wer Liefert Was?* GmbH ("**WLW**"), società attiva nella gestione di motori di ricerca telematica di indirizzi e dati di imprese commerciali, per il prezzo di **Euro 148,354 milioni**, (di cui Euro 118 milioni quale *Entreprise Value*, cfr. bilancio al 31 dicembre 2007) e conseguentemente pari a circa **17 volte l'EBITDA**. La società veniva acquistata dalla Eniro AB, in cui rivestiva la carica di amministratore indipendente il dott. Luca Majocchi, dopo un processo iniziato nella riunione del consiglio di amministrazione del 10 maggio 2007.

Si tenga conto che, nonostante i risultati conseguiti dalla Società fossero all'epoca leggermente inferiori al piano previsionale approvato il 25 novembre 2004 (ma ben al di sotto del piano di sostenibilità finanziaria approvato il 15 ottobre 2003), già nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del 19 aprile 2007 si faceva cenno alla necessità di ottenere una linea di credito di Euro 30 milioni per fare fronte a "*temporanei fabbisogni di cassa*" per il pagamento dei dividendi e degli oneri finanziari.

Nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del 18 marzo 2008 (dopo meno di sei mesi dall'acquisizione di WLW) l'amministratore delegato dott. Majocchi sottolineava la necessità di mutare la strategia del gruppo per concentrarsi sulle attività in Italia. Nel marzo 2008 WLW distribuiva riserve per Euro 26 milioni alla Società (cfr. bilancio al 31 dicembre 2008). Nella successiva riunione del consiglio di amministrazione del 1 luglio 2008 si faceva cenno alla opportunità di "valorizzare" le partecipazioni estere per fare fronte al pagamento degli oneri dell'indebitamento. Il 27 ottobre 2008 si deliberava di procedere alla vendita della partecipazione in WLW.

Nella riunione del consiglio di amministrazione del 30 novembre 2008 si dava atto che era stato raggiunto un accordo per la cessione della partecipazione in WLW per un corrispettivo di **Euro 47,8 milioni**. Secondo quanto riportato nel comunicato stampa allegato in bozza al verbale della riunione (pubblicato il successivo 2 dicembre 2008) la cessione comportava per la Società minusvalenze per Euro 75 milioni. Inoltre, nel verbale della riunione del consiglio di amministrazione del 6 marzo 2009, veniva evidenziato che l'effetto a livello consolidato di tale operazione risultava pari ad una perdita di **Euro 79,5 milioni**.

Successivamente (nel febbraio 2012), l'acquirente Bisnode, società svedese, cedeva WLW alla società di *private equity* tedesca Paragon Partners, generando un utile di circa Euro 20 milioni (a fronte di un prezzo di Euro 79 milioni).

La giustificazione addotta per l'iperbolica differenza rispetto al prezzo pagato per l'acquisizione poco più di un anno prima consisteva nel sostenere che la valutazione era stata condotta alla luce del valore che le "sinergie" tra WLW e le altre società del gruppo avrebbero prodotto.

3.2.- *Responsabilità degli amministratori e indicazione delle voci di danno*

La condotta tenuta nel caso in esame dagli amministratori non pare giustificabile alla luce dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale. Invero, non appaiono conformi ad un agire prudente ed informato:

- la decisione di porre in essere un'operazione straordinaria, importante ed onerosa, acquisendo una società sulla base di motivazioni (legate all'importanza *strategica* della medesima in relazione alle attività del gruppo) che non vengono più ritenute valide a distanza di pochi mesi, quando viene adottata una "*strategia*" di segno opposto;
- pagare un corrispettivo estremamente rilevante per l'acquisizione, determinato anche sulla base di eventuali future *sinergie* nell'ambito del gruppo che sono risultate velleitarie e sovrastimate.

A ciò si aggiunga che il consiglio di amministrazione avrebbe dovuto più attentamente considerare la circostanza che il dott. Majocchi ricopriva la carica di amministratore indipendente nella società venditrice Eniro AB.

Il danno che ne è derivato è pari alla perdita di Euro 80 milioni circa registrata a livello consolidato.

3.3.- Alla luce delle considerazioni che precedono emerge la responsabilità dei seguenti soggetti in carica all'epoca dei fatti descritti, nei confronti dei quali l'azione di responsabilità non è ancora prescritta:

- **Enrico Giliberti**, presidente del consiglio di amministrazione;
- **Luca Majocchi**, amministratore delegato;

- membri del comitato per il controllo interno:

- **Lino Benassi**
- **Marco Lucchini**

- membri del consiglio di amministrazione che ricoprivano incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società:

- **Antonio Belloni**
- **Dario Cossutta**
- **Carmine Di Palo**
- **Luigi Lanari**
- **Michele Marini**
- **Pietro Giovanni Masera**
- **Nicola Volpi**

- altri membri del consiglio di amministrazione:

- **Gian Maria Gros Pietro**

4.- TERZO PROFILO: L'INSORGERE DELLA CRISI ALLA FINE DEL 2009 E LA MANCATA ADOZIONE DELLE DELIBERAZIONI CONSEGUENTI E NECESSARIE DA PARTE DEGLI AMMINISTRATORI. - L'AGGRAVAMENTO DEL DISSESTO: EMISSIONE DI OBBLIGAZIONI IN DATA 23 FEBBRAIO 2010 ED IN DATA 19 OTTOBRE 2010

4.1.- Nel rendere una esaustiva informativa in ordine al profilo di responsabilità in esame, bisogna premettere che l'EBITDA della Società nel periodo dal 2004 al 2008 si è mantenuto intorno ad Euro 600 milioni, mentre l'indebitamento finanziario netto è costantemente calato (Euro 3.924 milioni nel 2004; Euro 3.634 milioni nel 2005; Euro 3.406 milioni nel 2006; Euro 3.274 milioni nel 2007; Euro 3.082 milioni

nel 2008).

Al contrario, l'EBITDA nel 2009, 2010, 2011 è costantemente calato (rispettivamente a 528, 416 e 371 milioni di Euro) mentre nello stesso periodo l'indebitamento finanziario netto è rimasto pressoché costante, per un ammontare di Euro 2.700 milioni circa (salvo poi diminuire ad Euro 1.300 milioni circa nel 2012 per effetto della ristrutturazione con cui è stato convertito parte del debito in capitale). In questi tre anni, quindi, la Società contraeva nuovi debiti per pagare quelli in scadenza, senza ridurre il proprio indebitamento complessivo.

Il rapporto tra EBITDA e posizione finanziaria netta, pur mantenendosi su livelli molto elevati, ha continuato a decrescere dal 2003 sino al 2008, anno in cui ammontava a 5,1; per converso, successivamente al 2008 ha mostrato una crescita costante: nel 2009 (dopo l'aumento del capitale sociale deliberato il 26 gennaio di quell'anno) era pari a 5,2, nel 2010 a 6,6 e nel 2011 a 7,4 (un primo piano di Lehman Brothers per lo studio della sostenibilità dell'indebitamento in vista della distribuzione del dividendo redatto nel 2003 prevedeva per il 2008 un rapporto di 2,6 e per il 2009 di 2,1, mentre quello effettivo, pure beneficiando dell'aumento di capitale, risulterà come si è detto pari a 5,2 e quindi superiore del 250% a quello previsto per il pari anno dal piano in questione).

Il crollo della redditività e del valore della Società erano anche evidenti dalla capitalizzazione di mercato che alla fine del 2004 era pari ad **Euro 2.580 milioni**, mentre alla fine del 2008 era pari ad **Euro 480 milioni**.

Tali dati evidenziano che la crisi che ha colpito la Società si è manifestata esteriormente **nel corso del 2009**: già nel corso del 2008, tuttavia, l'organo di gestione cominciava ad interrogarsi sulla sostenibilità del debito finanziario (nel corso della riunione del 18 marzo 2008) ed alla luce dell'andamento gestionale veniva sottolineata la necessità di "*salvaguardare l'EBITDA*" operando soprattutto sul contenimento dei costi, in uno scenario in cui "*l'obiettivo più realistico*" consisteva nel "*mantenere stabili i ricavi*". Nel corso della riunione del 1 luglio 2008, oltre al tema della "*valorizzazione*" delle partecipazioni estere per "*fare cassa*", ed al tema delle "*azioni da intraprendere per il raggiungimento dell'EBITDA necessario per rispettare i covenants 2009*", si faceva già cenno alla opportunità di un aumento di capitale che "*potrebbe rispondere meglio agli interessi della Società*".

Alla riunione del consiglio di amministrazione del **27 ottobre 2008** hanno partecipato alcuni funzionari di una banca d'affari, alla quale era stata affidata la revisione del piano industriale 2009 - 2013 e, soprattutto, lo studio di alcune *criticità*: la tensione di liquidità che gravava sulla Società rischiava infatti di provocare l'inadempimento rispetto ad alcune pattuizioni dei contratti di finanziamento (*rottura dei covenants*). La soluzione proposta dalla banca d'affari era quella di un aumento di capitale.

Il 23 dicembre 2008 veniva deciso dal consiglio di amministrazione di convocare l'assemblea dei soci per deliberare un aumento di capitale di Euro 200 milioni, dopo avere stipulato un accordo con RBS, il precedente 22 dicembre, per rinegoziare in senso favorevole alcuni *covenants* del finanziamento.

In data 26 gennaio 2009 l'assemblea dei soci deliberava l'aumento di capitale di

Euro 200 milioni, che veniva eseguito il 30 aprile 2009.

Già nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del **26 marzo 2009**, gli amministratori dovevano prendere atto della **insufficienza dell'aumento di capitale per fare fronte agli impegni finanziari nel 2011 e della necessità di rinegoziare il debito**.

4.2.- Criticabile è peraltro che il 12 maggio 2008, quando già – all'emergere della crisi – l'amministratore delegato sottolineava la necessità di salvaguardare l'EBITDA contenendo i costi, il consiglio di amministrazione deliberasse un aumento della remunerazione del dott. Majocchi.

Inoltre, il 9 febbraio 2009 il consiglio ha deliberato in Euro 1.250.422,00 gli emolumenti spettanti all'amministratore delegato dott. Luca Majocchi per il 2008, ed ha deciso di estendere l'efficacia di un criticabile patto di non concorrenza, stipulato con il medesimo dott. Majocchi il 23 dicembre 2008 (nell'imminenza delle dimissioni rese poi dal medesimo).

Infine, il **29 luglio 2009** veniva assunta la deliberazione di corrispondere al dott. Majocchi, che aveva rassegnato le proprie dimissioni e non era più in carica dal 29 aprile 2009, oltre 10 milioni di Euro per emolumenti, di cui la metà circa (per Euro 5.094.150,00) quale corrispettivo del *Patto di non concorrenza* sottoscritto il precedente 23 dicembre 2008. Tali corrispettivi, nel contesto di crisi conclamata in cui si era venuta a trovare la Società gestita sin dal 2003 dal dott. Majocchi, appaiono irragionevoli ed eccessivi.

4.3.- Nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del **18 dicembre 2009** la banca d'affari incaricata esponeva di avere instaurato contatti con RBS per un eventuale rifinanziamento, esponendo che un ulteriore *downgrading* avrebbe posto a rischio l'operazione di rifinanziamento e, al contempo, la **difficile sostenibilità del debito alla scadenza e la necessità di reperire risorse finanziarie per almeno Euro 500 milioni**.

Il **15 gennaio 2010** la banca d'affari sottolineava la necessità di un aumento di capitale di almeno Euro 800 milioni ed evidenziava che, a causa della (già manifestata) mancanza di disponibilità dei soci di maggioranza a sottoscriverlo, in caso di mutamento nella titolarità delle partecipazioni di controllo della Società, quest'ultima sarebbe stata costretta a fare immediatamente fronte al rimborso dei finanziamenti, per un ammontare di Euro 2.800 milioni circa, a causa delle pattuizioni esistenti. Sugeriva quindi l'emissione di un prestito obbligazionario di Euro 650 milioni con scadenza al 31 gennaio 2017 per far fronte alle necessità incombenti, pur **nella consapevolezza del consiglio di amministrazione che tale emissione obbligazionaria non avrebbe risolto il problema di dover fare fronte alle scadenze finanziarie del 2012**.

Il consiglio di amministrazione acquisiva quindi un parere legale (che decideva di richiedere nella precedente riunione del 18 dicembre 2009), al fine di valutare se l'emissione di obbligazioni con un tasso di interesse più elevato rispetto a quello del debito esistente (che comportava peraltro oneri consulenziali non indifferenti), nella consapevolezza che i problemi finanziari strutturali della Società non sarebbero stati risolti, ma solo rimandati al 2012, avrebbe comportato l'assunzione di

responsabilità ai sensi dell'art. 2392 cod. civ.. Le conclusioni cui giungeva il parere – da ritenere strumentali ed errate - erano che la decisione degli amministratori sarebbe stata un atto discrezionale di gestione, non valutabile nel merito ai fini della responsabilità prevista dalle norme di legge.

Il 23 febbraio 2010 venivano emesse obbligazioni per un valore nominale di Euro 550 milioni (offerto sotto la pari al prezzo complessivo di Euro 537 milioni), con scadenza al 31 gennaio 2017 ed un tasso nominale del 10,50%.

Il prestito veniva utilizzato per Euro 507 milioni per il rimborso parziale del finanziamento concesso da RBS, e per la parte restante al fine di coprire i costi dell'operazione.

4.4.- Il 21 settembre 2010 il consiglio di amministrazione discuteva nuovamente delle “*opzioni finanziarie*” formulando “*nuove riflessioni strategiche*” rispetto alla necessità di fare fronte alle scadenze che sarebbero maturate nel 2012.

Nella riunione del **27 settembre 2010** si doveva prendere atto che **l'emissione del prestito obbligazionario di Euro 550 milioni avvenuta in gennaio non era sufficiente per fare fronte alle esigenze finanziarie della società** e si decideva di deliberare una nuova emissione di Euro 150/200 milioni al fine di assicurare il pagamento delle scadenze di giugno 2012. Veniva nuovamente acquisito un parere legale sulla eventuale responsabilità degli amministratori per avere aumentato il costo dell'indebitamento senza risolvere i problemi strutturali della Società: le conclusioni cui perveniva il parere erano le medesime di quello del gennaio 2010.

Il **19 ottobre 2010** veniva deliberata l'emissione di un **prestito obbligazionario di Euro 200 milioni** (offerto sotto la pari al prezzo di Euro 180 milioni) con scadenza al 31 gennaio 2017 ed un tasso nominale del 10,50%. Anche questo prestito veniva utilizzato, per Euro 173 milioni, per l'ulteriore rimborso parziale del finanziamento concesso da RBS.

4.5.- Si è già esposto che nel 2009 e nel 2010 l'indebitamento finanziario netto della Società è rimasto costante (Euro 2.700 milioni circa). I ricavi, superiori ad Euro 1.400 milioni negli anni 2003 – 2007, sono diminuiti ad Euro 1.361 milioni nel 2008, per decrescere ancora ad Euro 1.209 milioni nel 2009 e ad Euro 1.034 milioni nel 2010.

L'EBITDA alla fine degli esercizi 2009 (Euro 528 milioni) e 2010 (Euro 416 milioni) era ormai lontano dai risultati degli anni 2004 – 2008 (Euro 600 milioni circa).

Per comprendere le implicazioni insite nei dati sopra riportati, va tenuto presente che in data 15 ottobre 2003 il consiglio di amministrazione aveva preso in esame – come si è esposto nel precedente paragrafo 2 - un piano industriale previsionale elaborato da Lehman Brothers su incarico dell'azionista (all'epoca indiretto) Sub Silver S.A., al fine di valutare la sostenibilità dell'indebitamento che la Società avrebbe contratto al fine di distribuire un dividendo straordinario. Un ulteriore piano elaborato da Lehman Brothers veniva posto a base delle decisioni del consiglio di amministrazione in data 26 marzo 2004.

Qui di seguito si riporta una tabella relativa all'EBITDA della Società con i dati

previsionali dei piani di Lehman Brothers (nelle forme base e conservativa) del 2003 e 2004, ed i risultati effettivamente conseguiti. Il confronto è impietoso (valori in milioni di Euro):

Piano Lehman Brothers 15 ottobre 2003 (base)

2006	2007	2008	2009	2010
800	852	888	925	960

Piano Lehman Brothers 15 ottobre 2003 (conservativo)

2006	2007	2008	2009	2010
737	760	783	806	830

Piano Lehman Brothers 26 marzo 2004 (base)

2006	2007	2008	2009	2010
750	796	833	871	906

Piano Lehman Brothers 26 marzo 2004 (conservativo)

2006	2007	2008	2009	2010
665	694	721	751	778

Valori effettivamente conseguiti

2006	2007	2008	2009	2010
611	648	603	528	416

Gli amministratori erano pienamente consapevoli di come il verificarsi delle ipotesi previste da Lehman Brothers come più conservative avrebbe determinato la necessità per la Società di rifinanziarsi già nel 2011. Pertanto, **sulla base dei valori effettivamente realizzati dalla Società nel 2009, abbondantemente inferiori anche alle previsioni più prudenti contenute nei piani di sostenibilità del debito del 2003 e 2004, gli amministratori erano consapevoli dello stato di crisi finanziaria della Società e delle sue conseguenze**, per cui avevano evidentemente il dovere di interrogarsi sulle azioni da intraprendere per porre rimedio ad una situazione suscettibile di arrecare grave pregiudizio.

4.6.- V'è peraltro da aggiungere che alla data del 31 dicembre 2009 all'attivo dello stato patrimoniale della Società risultava appostata una voce per avviamento e capitalizzazione del *Customer Data Base* valorizzata ancora in Euro 3.335 milioni, mentre il patrimonio netto ammontava ad Euro 1.017 milioni.

Tuttavia, soltanto nel corso della riunione del 29 agosto 2011, in seguito ad una parziale svalutazione dell'avviamento, gli amministratori hanno dichiarato che **la Società si era venuta a trovare nella situazione prevista dall'art. 2446 cod. civ.** (diminuzione del capitale di oltre un terzo per perdite) **a far data dal 1 gennaio 2011.**

Sulla base dei dati evidenziati nei paragrafi precedenti, **non vi è dubbio che il 2009 abbia rappresentato un anno di forte discontinuità rispetto agli esercizi precedenti:** per cui sarebbe stato dovere degli amministratori interrogarsi sulla sussistenza della continuità aziendale e sulla necessità di svalutare la posta relativa all'avviamento. Il che avrebbe probabilmente **determinato l'emersione della perdita integrale del capitale sociale** e la necessità di agire conformemente agli

obblighi di legge **non più tardi dei primi mesi del 2010, sussistendo tuttavia indici in tal senso già nella seconda metà del 2009.**

4.7.- Responsabilità degli amministratori e indicazione delle voci di danno

Dalle circostanze sopra descritte, ed alla luce del contenuto dei verbali delle riunioni del consiglio di amministrazione, emerge come la decisione assunta nel corso del 2010 di ricorrere ad un prestito obbligazionario di Euro 750 milioni, complessivamente considerato, per fare fronte alle scadenze correnti e **nella consapevolezza che non sarebbero stati risolti i problemi finanziari strutturali della Società** abbia integrato una **condotta irragionevole ed inutilmente dannosa** che ha comportato altresì un aggravio degli oneri finanziari: i debiti rimborsati attecchivano a finanziamenti che avevano un tasso di interesse variabile pari all'Euribor + 3,41%, mentre le obbligazioni emesse a gennaio ed a ottobre avevano, rispettivamente, un rendimento dell'11% e del 12,85% per effetto dello sconto di emissione. Da tale punto di vista gli atti compiuti dagli amministratori non possono essere considerati discrezionali ed insuscettibili di censure, nella misura in cui sembrano discostarsi da ragionevoli criteri di gestione.

Non solo: gli amministratori avrebbero dovuto più correttamente valutare l'opportunità di svalutare l'avviamento e la capitalizzazione del *Customer Data Base*, traendone le dovute conseguenze riguardo alla **perdita del capitale sociale** ed alla mancanza di continuità aziendale.

Pertanto, di fronte alla situazione creatasi nel periodo di tempo considerato, tenuto conto di tutte le informazioni che era loro onere procurarsi, gli amministratori avrebbero dovuto: o richiedere ai soci di aumentare adeguatamente il capitale sociale, se del caso richiedendo ai finanziatori la possibilità che l'eventuale mutamento di controllo non fosse considerato causa di scioglimento dei contratti di finanziamento; o porre in essere senza indugio un negoziato volto alla ristrutturazione complessiva della situazione debitoria; o ancora fare ricorso ad una procedura concorsuale minore, per la salvaguardia dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, oltre che degli interessi dei creditori.

La mancata adozione di tali comportamenti costituisce violazione dei doveri che incombono sugli amministratori, ed è quindi fonte di responsabilità dei medesimi.

Infine, è fortemente criticabile che nel contesto in cui la Società si era venuta a trovare siano stati liquidati emolumenti eccessivi all'amministratore delegato dott. Majocchi.

I danni che ne sono derivati consistono:

- nell'aggravamento del passivo della Società dal momento in cui avrebbe dovuto essere constatata la perdita del capitale (2009) fino al momento in cui il (nuovo) consiglio di amministrazione ha deciso di presentare la domanda di concordato, tenendo conto degli esborsi inutilmente effettuati dalla Società in tale periodo;
- nei maggiori oneri finanziari e negli esborsi (anche a titolo di onorari per i consulenti) sostenuti per contrarre un nuovo indebitamento di Euro 750 milioni al fine di fare fronte alle scadenze correnti; **pari quantomeno a Euro 100 milioni, oltre ai costi sostenuti per l'operazione, ammontanti ad Euro 30 milioni circa;**
- nell'ammontare degli emolumenti irragionevolmente liquidati al dot. Majocchi.

4.8.- Alla luce delle considerazioni che precedono emerge la responsabilità dei seguenti soggetti in carica all'epoca dei fatti descritti, nei confronti dei quali l'azione di responsabilità non è ancora prescritta:

- **Enrico Giliberti**, presidente del consiglio di amministrazione;
- **Alberto Cappellini**, amministratore delegato dal 29 aprile 2009, deceduto il 24 marzo 2012;

- membri del comitato per il controllo interno:

- **Alberto Giussani**

- **Maurizio Dallochio**

- **Marco Tugnolo**, in carica dal 5 agosto 2009;

- membri del consiglio di amministrazione che ricoprivano incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società:

- **Dario Cossutta**

- **Luigi Lanari**

- **Antonio Tazartes**

- **Pietro Giovanni Masera**

- **Nicola Volpi**

- altri membri del consiglio di amministrazione:

- **Lino Benassi**

5.- QUARTO PROFILO: L'OPERAZIONE DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO (2011 - 2012)

5.1.- La necessità di affrontare il problema della sostenibilità dell'indebitamento al fine di risolverlo è stata considerata in maniera approfondita per la prima volta nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del 25 novembre 2010. Tuttavia, mentre in data 28 febbraio 2011 si è affermata la difficile praticabilità di un'ulteriore emissione di obbligazioni per sostituire quelle in scadenza nel 2013 (e quindi per rimborsare il prestito Lighthouse), il che è sintomatico della situazione in cui versava la Società, è solo nel corso della riunione del **13 aprile 2011** che gli amministratori decidevano di affidare l'incarico di elaborare un piano strutturale ad una banca d'affari. Il **21 giugno 2011** i funzionari di tale banca esponevano al consiglio di amministrazione le proprie proposte ai fini della ristrutturazione del debito: escluso l'aumento di capitale e l'emissione di un prestito obbligazionario atto a sostituire il debito esistente, l'accento veniva posto sulla conversione delle obbligazioni Lighthouse in capitale (e quindi sull'aumento di capitale della Lighthouse mediante conversione del prestito obbligazionario e sulla successiva fusione tra Lighthouse e la Società, al fine di estinguere per confusione il finanziamento originariamente concesso a quest'ultima). Va notato che nel corso della stessa riunione si è affrontata espressamente la possibilità di fare ricorso ad una procedura di concordato preventivo. Tale possibilità, tuttavia, è stata decisamente esclusa anche quando, di fronte alla manifesta insolvenza della società, si è preferito percorrere ostinatamente l'opzione di una ristrutturazione consensuale che ha finito per aggravare il dissesto rivelandosi poi, come è noto, del tutto inutile.

5.2.- Ed invero, l'ipotesi di una ristrutturazione stragiudiziale, per le difficoltà inerenti a dovere ricercare il consenso delle numerose parti coinvolte (gli azionisti indiretti di maggioranza, le banche del sindacato di finanziatori guidato da RBS, gli obbligazionisti in possesso dei titoli emessi da Lighthouse e finanche gli obbligazionisti portatori dei titoli emessi nel 2010), per la complessità dell'operazione che hanno comportato anche la necessità di trasferire la sede della Lighthouse nel Regno Unito al fine di ricercare una più agevole via di componimento con gli obbligazionisti (lo *scheme of arrangement* di diritto inglese), ha avuto completa esecuzione soltanto in data 6 settembre 2012. Nel frattempo, erano emerse numerose criticità che avrebbero dovuto indurre gli amministratori a perseguire altre opzioni nell'interesse della Società, di tutti gli azionisti, e dei creditori sociali.

5.3.- Come sopra esposto, in data **29 agosto 2011** gli amministratori accertavano che dal 1 gennaio 2011 la Società si era venuta a trovare nella situazione prevista dall'art. 2446 cod. civ. e dichiaravano che **apparivano sussistere risorse sufficienti a garantire l'operatività entro un lasso di tempo compatibile con la prevista ristrutturazione**, pur dovendo ammettere che le scadenze del debito finanziario previste nel 2012 eccedevano i flussi di cassa.

In realtà, già nell'**ottobre 2011** la Società appariva in stato di insolvenza, in quanto aveva deciso di non pagare **la rata di Euro 52 milioni** del finanziamento concesso da Lighthouse (società che, a sua volta, non era in grado di pagare la cedola agli obbligazionisti). In particolare, nella riunione del 27 ottobre 2011 tale decisione veniva assunta in mancanza del raggiungimento delle quote di consenso, da parte dei creditori, necessarie per approvare la proposta di ristrutturazione avanzata dalla Società: come a dire che, se non fosse andato a buon fine il piano di ristrutturazione, il pagamento in favore di Lighthouse avrebbe potuto assumere connotati di rischio per gli amministratori della Società. Tale decisione veniva ribadita nel corso della riunione del 29 novembre 2011 e analogo atteggiamento, rispetto alle scadenze del debito Senior, veniva assunto nella riunione del 27 dicembre 2011.

Ciò nonostante, gli amministratori perseguivano l'idea della *ristrutturazione consensuale*. L'emersione dello stato di insolvenza si può anche ricavare dalla circostanza che in data 27 dicembre 2011 veniva conferito al prof. Pozza, su richiesta dei creditori finanziari, l'incarico di attestare la fattibilità del piano di ristrutturazione, certificandone l'idoneità a consentire il risanamento della esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della posizione finanziaria, ai sensi dell'art. 67, terzo comma, lett. d), L. fall..

5.4.- Il 30 aprile 2012, in seguito ad una ulteriore svalutazione dell'avviamento ed essendosi chiuso l'esercizio 2011 con una perdita di Euro 817 milioni, gli amministratori hanno dichiarato che la Società si trovava nella situazione prevista dall'art. 2447 cod. civ. (riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale). Gli amministratori hanno omesso tuttavia di agire conformemente al disposto dell'art. 2447 cod. civ., che impone di convocare *senza indugio* l'assemblea per deliberare, previo ripianamento delle perdite, la ricostituzione del capitale sociale, così come hanno omesso di agire conformemente al disposto degli artt. 2484 e segg. cod. civ., secondo cui, posto che la Società doveva considerarsi sciolta per la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, avrebbero dovuto accertare il verificarsi della

causa di scioglimento e convocare *senza indugio* l'assemblea per la nomina dei liquidatori. Per converso, il consiglio di amministrazione ha ritenuto che la prevista fusione con Lighthouse (divenuta poi efficace a far data dal **31 agosto 2012**) avrebbe avuto un *effetto sanante* in quanto avrebbe patrimonializzato la Società conformemente a quanto previsto dall'art. 2447 cod. civ.. La soluzione proposta appare opinabile.

5.5.- Ciò posto, quello che maggiormente rileva è che il piano di ristrutturazione appare basato su ipotesi di ricavi che ben presto si sono rivelate inattendibili, determinando la decisione della Società di proporre un concordato preventivo. Invero, il piano industriale per il 2012 e 2013 approvato dal consiglio di amministrazione in data **17 gennaio 2012** e posto alla base del piano di ristrutturazione, prevedeva un EBITDA per il 2012 pari ad Euro 343 milioni ed un EBITDA per il 2013 pari ad Euro 342 milioni.

Nella realtà, l'EBITDA per il 2012 si è attestato ad Euro 296 milioni, considerata però una posta straordinaria pari a Euro 56 milioni e conseguentemente con un EBITDA caratteristico di Euro 240 milioni, mentre quello per il 2013 risulta stimato nell'ordine di grandezza di Euro 100 milioni (anche a causa della situazione in cui si è venuta a trovare la Società a far data dal 6 febbraio 2013).

Ora, nello svolgimento della propria attività la Società acquisisce gli ordini ben prima di fornire il servizio richiesto: la campagna vendite ha un ciclo medio di 18 mesi. Poiché i ricavi futuri originano dagli ordini piazzati, l'esame del portafoglio ordini consente di determinare, con sufficiente esattezza, i ricavi nell'arco dei successivi 18 mesi. Per cui, nel luglio 2012 gli amministratori della Società erano in grado di stimare l'ammontare – perlomeno tendenziale - dei ricavi e quindi l'ordine di grandezza dell'EBITDA dell'intero 2012, nonché di formulare una valutazione sulle prospettive fino al 31 dicembre 2013. Ai fini di una corretta interpretazione dei dati esposti, è opportuno precisare che, con decorrenza dal bilancio semestrale al 30 giugno 2011, il Gruppo Seat ha modificato i criteri di rilevazione contabile dei ricavi e dei costi derivanti dall'erogazione dei servizi *web* e *voice*. In particolare, in considerazione dei mutamenti intervenuti nella propria offerta commerciale e in coerenza con le disposizioni dello IAS 18, le predette voci economiche sono da tale data rappresentate in funzione della durata contrattuale (criterio del *pro rata temporis*) e non più con esclusivo riferimento alla data di attivazione del servizio. In applicazione del cosiddetto principio del *retrospective restatement*, tale criterio è stato adottato retroattivamente anche con riferimento ai dati 2010.

In seguito al mutamento dei principi contabili ed anche in conseguenza del fenomeno dell'*anticipo* degli ordini (per cui i contratti in corso venivano rinnovati prima della scadenza), gli indicatori reddituali del 2012 continuavano a mostrare un andamento soddisfacente fino a tutta la metà dell'anno. Mentre l'analisi del portafoglio ordini evidenziava una redditività tendenziale ben inferiore a quella del piano industriale posto a base della ristrutturazione: infatti il ciclo degli ordini 2012 alla fine di luglio era già completato per il 95% circa; da ciò si sarebbe potuto desumere una redditività tendenziale a livello di EBITDA stimabile in un ordine di grandezza di Euro 280 milioni (significativamente inferiore a quello previsto nel piano industriale). Inoltre, il ciclo degli ordini 2013 ancora *in itinere* e completo per il solo 35% circa, prospettava un andamento inerziale del fatturato da cui si poteva desumere una redditività tendenziale a livello di EBITDA stimabile nell'ordine di

grandezza di Euro 200 milioni, e quindi in misura ben lontana dalla stima di Euro 342 milioni approvata dal consiglio di amministrazione il 17 gennaio 2012 e non rettificata nel luglio 2012, nell'imminenza dell'esecuzione del piano di ristrutturazione. Non solo: nel corso della riunione del **4 settembre 2012** il consiglio di amministrazione ha deliberato di sottoscrivere una dichiarazione secondo cui *“alla luce dei dati al 30 giugno 2012 confrontati con il Piano [industriale approvato il 17 gennaio 2012] oggetto della Relazione [redatta dal prof. Pozza ai sensi dell'art. 7, terzo comma, lett. c), L. fall], **non emergono scostamenti significativi che, nell'opinione del Consiglio di Amministrazione della Società e dopo avere effettuato le opportune verifiche, siano tali da rendere non più ragionevole detto Piano e quindi da pregiudicare la sua attuabilità o la sua idoneità a consentire la realizzazione delle sue ipotesi e il raggiungimento dei suoi obiettivi, e, pertanto ad assicurare il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della posizione finanziaria della Società**”* (enfasi aggiunta).

5.6.- Responsabilità degli amministratori e indicazione delle voci di danno

In tale caso, agendo conformemente ai propri doveri, gli amministratori avrebbero dovuto, prima della data di esecuzione dell'operazione di ristrutturazione (6 settembre 2012), rilevare che la stessa non sarebbe stata adeguata a risanare la Società.

Quanto sopra esposto consente di configurare un danno, derivante dalla condotta degli amministratori, pari alla differenza tra l'ammontare del patrimonio netto (correttamente rettificato) al momento in cui essi avrebbero dovuto adottare un comportamento conforme ai propri doveri, e l'ammontare del patrimonio netto all'apertura della procedura di concordato, tenuto comunque conto che il danno così configurato è parte del danno complessivo che origina dalla condotta degli amministratori descritta al precedente paragrafo 2.6.

In ogni caso, gli amministratori dovrebbero essere considerati responsabili delle ingenti spese sostenute in occasione della predisposizione ed esecuzione del piano di ristrutturazione, pari a circa **Euro 85 milioni**, e relative agli onorari corrisposti non solo ai propri consulenti, ma anche ai consulenti di tutte le controparti coinvolte nel processo di ristrutturazione: si pensi che la Società si è fatta carico di rifondere i costi relativi ai consulenti degli azionisti (indiretti) di maggioranza, ai consulenti dei creditori ed agli amministratori di Lighthouse S.A. per una somma complessiva di circa Euro 30 milioni, pagando inoltre *Consent Fees* per Euro 26 milioni circa.

5.7.- Alla luce delle considerazioni che precedono emerge la responsabilità dei seguenti soggetti, in carica all'epoca dei fatti descritti nei confronti dei quali l'azione di responsabilità non è ancora prescritta:

- **Enrico Giliberti**, presidente del consiglio di amministrazione;
- **Alberto Cappellini**, amministratore delegato dal 29 aprile 2009, deceduto il 24 marzo 2012;

- membri del comitato per il controllo interno:
- **Alberto Giussani**

- **Maurizio Dallochio**
- **Marco Tugnolo**

- membri del consiglio di amministrazione che ricoprivano incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società:

- **Dario Cossutta**
- **Luigi Lanari**
- **Antonio Tazartes**
- **Pietro Giovanni Masera**
- **Nicola Volpi**

- altri membri del consiglio di amministrazione:

- **Lino Benassi**

7. LA RESPONSABILITÀ DEL COLLEGIO SINDACALE

7.1.- Quanto alla condotta tenuta dai membri del collegio sindacale in occasione delle circostanze descritte nella presente relazione, si ritiene di riservare la proposta di deliberare un'azione di responsabilità alla luce di ulteriori approfondimenti, necessari anche ad esaminare ruoli e responsabilità diversi, tenuto anche conto che i sindaci che sono tutt'ora in carica sono stati nominati nel 2003 ed hanno mantenuto il loro ufficio senza soluzioni di continuità, per cui non sussistono limiti dettati dal decorso dei termini di prescrizione.

8.- TERMINI DI PRESCRIZIONE

8.1.- I termini di prescrizione per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori per i fatti descritti nella presente relazione sono i seguenti:

- ANTONIO BELLONI:	8 APRILE 2014
- CARMINE DI PALO:	8 APRILE 2014
- MICHELE MARINI:	8 APRILE 2014
- GIAN MARIA GROS PIETRO:	8 APRILE 2014
- LUCA MAJOCCHI:	28 APRILE 2014
- MARCO LUCCHINI:	4 AGOSTO 2014
- LUIGI LANARI:	13 NOVEMBRE 2016
- DARIO COSSUTTA:	20 OTTOBRE 2017
- ENRICO GILIBERTI:	20 OTTOBRE 2017
- PIETRO GIOVANNI MASERA:	20 OTTOBRE 2017
- ANTONIO TAZARTES:	20 OTTOBRE 2017
- MARCO TUGNOLO:	20 OTTOBRE 2017
- NICOLA VOLPI:	20 OTTOBRE 2017
- LINO BENASSI:	20 OTTOBRE 2017
- MAURIZIO DALLOCCHIO:	20 OTTOBRE 2017
- ALBERTO GIUSSANI:	20 OTTOBRE 2017

- EREDI DI ALBERTO CAPPELLINI: 23 MARZO 2017

9.- PROPOSTA DI DELIBERAZIONE DA ASSUMERE

9.1.- Nel sottoporre ai signori azionisti la proposta di deliberazione da adottare, il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno evidenziare che gli amministratori menzionati nella presente relazione hanno ricoperto incarichi e svolto ruoli diversi, e in particolare:

- **Enrico Giliberti** ha ricoperto la carica di presidente del consiglio di amministrazione dal 23 dicembre 2003 fino al 21 ottobre 2012;

- **Luca Majocchi** ha ricoperto la carica amministratore delegato dal 23 dicembre 2003 fino al 29 aprile 2009;

- **Nicola Volpi**, amministratore dal 23 dicembre 2003 al 21 ottobre 2012,

- **Marco Lucchini**, amministratore dall'11 ottobre 2005 al 5 agosto 2009,

- **Marco Tugnolo**, amministratore dal 5 agosto 2009 al 21 ottobre 2012,

ricoprivano anche incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società, e erano membri del comitato per il controllo interno nei periodi in cui sono occorsi i fatti descritti, rispettivamente, nei paragrafi 2 (Volpi), 3 (Lucchini), 4 e 5 (Tugnolo) della presente relazione;

- **Antonio Belloni**, amministratore dal 10 ottobre 2006 al 9 aprile 2009

- **Dario Cossutta**, amministratore dal 23 dicembre 2003 al 21 ottobre 2012,

- **Luigi Lanari**, amministratore dal 23 dicembre 2003 al 14 novembre 2011,

- **Michele Marini**, amministratore dal 23 dicembre 2003 al 9 aprile 2009,

- **Antonio Tazartes**, amministratore dal 9 aprile 2009 al 21 ottobre 2012,

- **Carmine Di Palo**, amministratore dal 10 ottobre 2006 al 9 aprile 2009,

- **Pietro Giovanni Masera**, amministratore dal 25 novembre 2004 al 21 ottobre 2012,

ricoprivano anche incarichi nell'interesse dei soggetti (i "Fondi") che detenevano indirettamente una partecipazione di maggioranza nella Società;

- **Lino Benassi**, amministratore (indipendente) dal 23 dicembre 2003 al 21 ottobre 2012,

- **Maurizio Dallochio**, amministratore (indipendente) dal 9 aprile 2009 al 21 ottobre 2012,

- **Alberto Giussani**, amministratore (indipendente) dal 23 dicembre 2008 al 21 ottobre 2012,

ricoprivano la carica di membri del comitato per il controllo interno nei periodi in cui sono occorsi i fatti descritti, rispettivamente, nei paragrafi 2 e 3 (Benassi), 4 e 5 (Dallochio e Giussani) della presente relazione;

- **Gian Maria Gros Pietro** ha ricoperto la carica di amministratore (indipendente) dal 10 maggio 2004 al 9 aprile 2009.

Inoltre il Consiglio di Amministrazione ricorda che l'ing. **Alberto Cappellini**, amministratore delegato dal 29 aprile 2009, è deceduto il 24 marzo 2012 e che quindi l'azione di responsabilità va - se del caso - instaurata nei confronti dei suoi eredi (la vedova e due figli minorenni).

9.2.- Tenuto conto di tutto quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione propone ai signori azionisti di adottare la seguente proposta di deliberazione:

L'assemblea degli azionisti di Seat Pagine Gialle s.p.a., esaminata e discussa la relazione illustrativa degli amministratori ai sensi dell'art. 125 ter, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, delibera di promuovere l'azione di responsabilità ai sensi degli artt. 2392 e 2393 cod. civ., e per quanto occorrer possa ai sensi dell'art. 2043 cod. civ., per le circostanze descritte nella relazione ai sensi dell'art. 125 ter, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 , e per ogni ulteriore violazione dei loro doveri, nei confronti degli ex amministratori che hanno ricoperto il loro ufficio in un periodo compreso tra l'8 agosto 2003 ed il 21 ottobre 2012.

Milano, 24 gennaio 2014

Seat Pagine Gialle s.p.a.
Il Consiglio di Amministrazione