

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

ORDINARIO DI ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
ALL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

## Parere

*Milano, 26 aprile 2017*

## I. Premessa

Amber Capital UK LLP (di seguito Amber Capital), *investment management company* dei fondi Amber Global Opportunities Master Fund Limited, Amber Active Investors Limited e Amber Select Opportunities Limited, azionisti, con una quota complessivamente superiore al 2%, di Parmalat s.p.a. (di seguito Parmalat o la Società), il 7 marzo 2016 ha presentato al collegio sindacale della Società una denuncia *ex* articolo 2408 del codice civile riferita all'acquisto da parte di Parmalat, nel luglio 2012, di alcune aziende americane specializzate nella produzione e distribuzione di formaggio (di seguito Gruppo LAG) possedute dal gruppo BSA/Lactalis che, per il tramite di Sofil SA, era pure il maggiore azionista di Parmalat con una quota all'epoca dell'83,3%.

Nell'ambito della denuncia, Amber Capital ha sollevato tra l'altro il tema dell'esistenza di un danno causato alla Società dall'accordo di *cash pooling* perfezionato tra Parmalat e BSA Finances (società finanziaria interamente posseduta da BSA SA, holding al vertice del gruppo Lactalis) il 6 ottobre 2011 e per effetto del quale la Società ha aderito al sistema di tesoreria centralizzato del gruppo Lactalis.

Il collegio sindacale, nella sua relazione all'assemblea di Parmalat del 29 aprile 2016, ha dato atto di un'analisi condotta, su suo incarico, dal prof. Maurizio Dalocchio (di seguito il Consulente del collegio sindacale, o DGPA), il quale, dopo aver osservato che *"i documenti della Società attestano che l'operazione di cash pooling, rispetto ad un'ipotetica gestione diretta della liquidità, ha generato un vantaggio economico per Parmalat"*, aveva concluso che *"l'analisi finora condotta [era infatti "in corso di analisi la valutazione di altri possibili investimenti alternativi ammessi dalla politica di tesoreria di Parmalat nel periodo"]*

da parte del Consulente del collegio sindacale] ... *ha consentito di confrontare i rendimenti ottenuti dall'adesione di Parmalat al contratto di cash pooling con investimenti alternativi (quali Titoli di Stato a breve Italiani, Francesi e Tedeschi) cui Parmalat avrebbe potuto accedere, in coerenza con la propria politica di tesoreria. Tale analisi evidenzia che, a parità di orizzonte temporale di riferimento ed a parità di movimentazioni di liquidità in entrata e in uscita, l'investimento diretto nel cash pooling non ha generato alcun pregiudizio economico per la Società*".

Il 21 settembre 2016 Amber Capital ha presentato un'integrazione alla denuncia *ex art. 2408 c.c.* nella quale, con riferimento al *cash pooling* e all'esame condotto dal Consulente del collegio sindacale, ha chiesto ulteriori approfondimenti e in particolare la *"valutazione dei rendimenti di altri possibili investimenti alternativi ammessi dalla politica di tesoreria di Parmalat nel periodo"* e la *"verifica del mancato guadagno per la società derivante dalla decisione di non reinvestire – a partire dal mese di giugno del 2011 – una parte della liquidità «in previsione del cash pooling» prima e, successivamente – a partire dal secondo trimestre 2012 – in attesa che la liquidità fosse utilizzata per finanziare l'acquisizione di LAG"*.

Il Consulente del collegio sindacale ha trattato i richiesti profili nella relazione del 6 febbraio 2017 contenente la sua *"Analisi conclusiva"* in merito alla denuncia di Amber Capital e alla successiva integrazione.

In questo documento, con riferimento al *cash pooling*, DGPA ha analizzato, oltre ai *"rendimenti in titoli di Stato italiani, Francesi e Tedeschi"*, già considerati nella precedente relazione ma comunque *"riesaminati ... rispetto all'analisi del 27 aprile 2016"*<sup>1</sup>, anche *"il rendimento della gestione della liquidità impiegata in conti correnti e depositi a vista (... «portafoglio Liquidity») ed in depositi a breve termine (... «portafoglio Investment»)"*. L'orizzonte temporale considerato *"è coinciso con quello in cui è stato in essere il cash pooling"*, quindi dal 17 ottobre 2011 al 4 luglio del 2012; DGPA ha inoltre dichiarato di aver svolto *"ulteriori analisi ... ampliando l'orizzonte considerato nell'analisi dell'aprile u.s. al periodo dicembre 2010 – settembre 2011 ed al periodo luglio 2012 – dicembre 2012"*.

---

<sup>1</sup> L'analisi è stata condotta per sotto-periodi mensili mentre quella della relazione del 27 aprile 2016 si basava su valorizzazioni medie calcolate per l'intero periodo di adesione al *cash pooling*.

Sulla base delle analisi, più in dettaglio illustrate nel successivo paragrafo III.2, il Consulente del collegio sindacale ha concluso che nel periodo dal 17 ottobre 2011 al 4 luglio 2012 *“una gestione della tesoreria tesa ad ottimizzare, di volta in volta, il rendimento ottenibile dagli investimenti disponibili”* avrebbe consentito a Parmalat di conseguire *“un maggior rendimento potenziale, in misura pari a circa 4,3 milioni di euro”* e ha soggiunto che *“nell’ipotesi teorica ... in cui la tesoreria di Parmalat avesse deciso di investire anche in Titoli di Stato Italiani”* e in particolare avesse così impiegato il *“25% delle proprie disponibilità liquide durante il periodo di adesione al cash pooling”*, avrebbe ottenuto *“un rendimento addizionale rispetto al cash pooling pari a 5,9 milioni di Euro”*. Il Consulente del collegio sindacale non ha ravvisato *“apprezzabili perdite di rendimento”* per il periodo antecedente l’adesione al *cash pooling* (dicembre 2010-settembre 2011) e per il periodo dal luglio al dicembre 2012.

Il collegio sindacale, alla luce dell’esame di DGPA, ha segnalato nella relazione del 6 febbraio 2017 rivolta all’assemblea che l’ammontare di € 4,3 milioni *“che rappresenta il maggiore rendimento potenziale che Parmalat avrebbe potuto ottenere se non fosse stata vincolata al cash pooling, e, dunque, anche il danno arrecato al patrimonio della società dalla scelta di ricorrere all’investimento in cash pooling ... sembra possa rappresentare un danno risarcibile, di cui Parmalat può chiedere ristoro a coloro che lo hanno arrecato”*. Per quanto attiene alla quantificazione alternativa di € 5,9 milioni, il collegio ha ritenuto *“discutibile la possibilità di accollare agli amministratori dell’epoca la responsabilità non solo per i danni alla società che avrebbero potuto evitare usando la diligenza dell’avveduto tesoriere, ma anche quella per i guadagni non conseguiti in conseguenza dell’omissione di un comportamento (investimento di una parte rilevante della liquidità a disposizione in titoli di Stato italiani) che un avveduto tesoriere ben avrebbe potuto decidere di non seguire”*.

In occasione della riunione del consiglio di amministrazione di Parmalat del 24 febbraio 2017, l’amministratore delegato ha presentato una relazione contenente commenti e considerazioni sulle valutazioni operate dal Consulente del collegio sindacale. Di conseguenza, il 3 marzo 2017 il consiglio di amministrazione di Parmalat ha conferito al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (di seguito

il Comitato) l'incarico di effettuare un'attività istruttoria sulle risultanze della relazione del collegio sindacale del 6 febbraio 2017 con riferimento all'operazione di *cash pooling*.

Il Comitato, in considerazione dei disallineamenti emersi tra taluni dati prodotti da DGPA e quelli elaborati dal management della Società, ha sollecitato un confronto all'esito del quale il management ha predisposto una relazione, datata 3 aprile 2017 e presentata al Comitato, in cui ha sintetizzato la posizione della Società sulla questione del *cash pooling* e ha indicato i temi su cui il confronto ha condotto a una convergenza di posizioni e quelli sui quali permangono opinioni diverse.

A seguito del contraddittorio, nel corso del quale sono anche stati scambiati documenti, il Consulente del collegio sindacale ha redatto un Addendum alla sua Analisi Conclusiva nel quale ha dato atto che *“i proventi derivanti dal cash pooling effettivamente percepiti da Parmalat sono risultati pari a 17,0 milioni di Euro e dunque più elevati rispetto ai 16,3 milioni di Euro riportati nella Relazione”* di talché *“il maggior rendimento potenziale risulta pari a 3,6 milioni di Euro”*; nell'ipotesi alternativa di un investimento in titoli di Stato italiani pari al 25% della liquidità disponibile – *“che [secondo la stessa DGPA] resta soltanto teorica in quanto i risultati ottenuti sono stati mostrati esclusivamente a fini indicativi”* – parimenti il maggiore rendimento potenziale scenderebbe da € 5,9 milioni a € 5,2 milioni.

Il Comitato, all'esito dell'attività istruttoria, nella relazione del 6 aprile 2017 ha raccomandato al consiglio di amministrazione di dare l'incarico a due o più consulenti di estrazione legale e finanziaria-aziendalistica di esaminare il tema, delineando anche i quesiti da sottoporre agli esperti, al fine di verificare l'esistenza dei presupposti per una eventuale azione risarcitoria. Il successivo 10 aprile il consiglio di amministrazione ha deliberato di procedere secondo le indicazioni del Comitato.

## II. Il quesito

Il consiglio di amministrazione di Parmalat ci ha chiesto di esaminare:

- a) la relazione *ex art.* 2408, comma 2 c.c. del collegio sindacale del 29 aprile 2016 e quella del 6 febbraio 2017, in cui sono rassegnate le conclusioni del collegio riguardo al contratto di *cash pooling* del 6 ottobre 2011 tra Parmalat e BSA Finances;
- b) la nota presentata dall'amministratore delegato nella riunione del consiglio di amministrazione del 24 febbraio 2017;
- c) la relazione dell'amministratore delegato e del *CFO* al Comitato del 3 aprile 2017, in cui, all'esito dell'esame delle relazioni del collegio sindacale di cui alla lettera a) e delle relazioni del Consulente del collegio del 27 aprile 2016 e del 6 febbraio 2017, sono svolte alcune considerazioni sulle conclusioni di esse;
- d) ogni atto e documento richiamato e collegato;

e di esprimere la nostra opinione dal punto di vista aziendalistico riguardo alla ravvisabilità di un danno derivante a Parmalat per effetto della conclusione e dell'esecuzione del contratto di *cash pooling*.

## III. Il parere

### III.1 *Cenni di teoria economica in tema di stima del danno*

La fattispecie riguarda un'ipotesi di danno da lucro cessante; cioè, il comportamento di gestione ritenuto illecito avrebbe impedito di conseguire un aumento patrimoniale che sarebbe stato ottenuto come effetto, ordinario, normale e probabile, delle condotte che gli amministratori avrebbero dovuto porre in essere in luogo di quelle contestate.

La verifica dell'esistenza di un danno richiede dapprima l'identificazione del comportamento di gestione alternativo a quello supposto illecito e poi la

misurazione dei prevedibili effetti patrimoniali di esso che in ipotesi dovrebbero essere per la società più vantaggiosi di quelli prodottisi a causa della condotta contestata. Riguardo al primo passaggio, si deve applicare il criterio della ragionevolezza, che si fonda sull'esperienza, per il secondo quello della prevedibilità degli effetti che è in ultima analisi un tema di probabilità di accadimenti. La stima consiste in una valutazione prognostica postuma ma collocata, in termini di quadro informativo, al momento della condotta contestata.

Secondo la terminologia utilizzata dagli economisti aziendali, questa metodologia è definita analisi differenziale: il pregiudizio patrimoniale dovrà cioè essere valutato in termini di differenza tra gli effetti che si sono determinati a seguito delle condotte contestate e quelli che si sarebbero potuti produrre in assenza di tali condotte.

Poiché il solo scenario osservabile è quello che riflette gli effetti delle condotte ritenute illecite (denominato scenario fattuale), occorre costruire uno scenario controfattuale, che rappresenti ciò che sarebbe avvenuto, mantenendo un identico quadro ad eccezione della condotta incriminata; il confronto tra i risultati economici che sono stati effettivamente conseguiti nello scenario fattuale e quelli che avrebbero potuto essere conseguiti nello scenario controfattuale, non influenzato dal comportamento censurato, consentirà di misurare l'effetto, in ipotesi lesivo, sul patrimonio della società.

La costruzione dello scenario controfattuale è il passaggio centrale dell'analisi economica differenziale; nel caso in esame lo è ancor di più perché l'ipotesi sulle scelte che avrebbe fatto il tesoriere di Parmalat influenzano in maniera determinante la misura dell'effetto economico e quindi il risultato dell'analisi differenziale.

In via generale, lo scenario controfattuale dovrebbe rappresentare la più probabile situazione nella quale si sarebbe venuto a trovare il soggetto danneggiato in assenza delle condotte che hanno cagionato l'asserito danno.

L'attribuzione di una probabilità di accadimento ai vari scenari possibili non sempre può essere fondata su canoni obiettivi, con la conseguenza, a nostro parere, che in presenza di una pluralità di scenari ragionevolmente prevedibili non è metodologicamente corretto sceglierne uno, e ancor meno quello coerente con la propria tesi, ma bisogna in qualche modo tener conto di tutti quelli ragionevolmente eligibili come ragionevoli scenari controfattuali.

Inoltre, come per ogni valutazione, devono essere rispettati il canone della razionalità, che impone di procedere in aderenza a metodi validati dalla dottrina economica, con i necessari adattamenti al caso specifico, e quello dell'obiettività, secondo il quale, sebbene sia inevitabile un fisiologico grado di soggettività e discrezionalità, le ipotesi e le assunzioni utilizzate nei modelli valutativi devono poter essere dimostrate o quanto meno spiegate con argomentazioni logiche sviluppate in maniera non arbitraria.

Questi vincoli di metodo sono tra loro collegati in modo funzionale e il loro rispetto è essenziale per determinare un eventuale danno in modo corretto, con una valutazione prognostica di rilevante probabilità in grado di quantificare la compromissione subita dal danneggiato per il fatto che non sia stata applicata l'ordinaria diligenza nelle circostanze del caso concreto. La stima riguarda la potenzialità ottenibile, però è fondamentale che l'indagine della prevedibilità sia riferita al momento della condotta contestata.

Nel caso in esame, in cui il tema sono le modalità di impiego delle grandi disponibilità liquide della Società, la costruzione dello scenario controfattuale richiede di individuare le alternative che Parmalat avrebbe potuto selezionare, al momento di perfezionamento del contratto di *cash pooling*, per impiegare la sua liquidità, in modo da verificare, secondo la ricordata logica differenziale, se la Società, a causa del contratto, abbia rinunciato a un maggior rendimento altrimenti conseguibile.

L'analisi, a nostro parere, deve procedere seguendo un iter logico a due stadi:



1. il primo accetta come condivisibili i criteri sottostanti la scelta di aderire al *cash pooling* di gruppo e prevede la verifica della congruità rispetto al mercato delle condizioni economiche pattuite (questo scenario controfattuale è perfettamente comparabile con quello fattuale);
2. il secondo modifica i criteri di scelta, sostituendoli con altri, razionali e rientranti tra i prevedibili comportamenti di un tesoriere nel quadro informativo specifico di Parmalat del tempo.

Va da sé che l'analisi al primo stadio è maggiormente obiettiva, mentre quella al secondo stadio richiede l'assunzione di ipotesi che hanno un ineliminabile grado di soggettività. Ne consegue che l'emergenza di un danno al primo stadio di analisi avrebbe maggiore certezza di realtà mentre al secondo stadio occorre un giudizio prudente del valutatore che deve tener conto dei risultati che scaturiscono nelle diverse ipotesi di scenario da ritenersi probabile.

### III.2 *Il danno stimato dal Consulente del collegio sindacale*

Il Consulente del collegio sindacale ha svolto numerose analisi di confronto tra il rendimento ottenuto tramite il *cash pooling* e i rendimenti ottenibili con l'impiego della liquidità in altre *asset class*.

Nella prima relazione del 27 aprile 2016, DGPA ha scelto di effettuare un confronto tra il rendimento del *cash pooling* (al tempo stimato in € 16,3 milioni) e il rendimento ottenibile mediante l'investimento alternativamente in titoli di stato italiani, francesi e tedeschi<sup>2</sup> di tutta la liquidità che era stata depositata nel conto corrente del *cash pooling*.

Nel periodo considerato, i titoli di stato francesi e tedeschi hanno registrato rendimenti inferiori a quelli del *cash pooling*, di conseguenza il rendimento dello scenario alternativo è risultato notevolmente minore di quello del *cash pooling* (€ 6,3

---

<sup>2</sup> DGPA ha simulato 3 scenari differenti in ciascuno dei quali ha ipotizzato l'investimento di tutta la liquidità in titoli governativi di uno solo dei 3 paesi.

milioni rispetto a € 16,3 milioni nel caso dell'investimento in titoli di stato francesi ed € 4,4 milioni nel caso dei titoli tedeschi).

Il rendimento dei titoli di stato italiani, sebbene sia stato molto più alto (€ 14,5 milioni) è risultato, secondo DGPA, comunque minore di quello del *cash pooling*.

Questa prima analisi dell'aprile 2016 ha indotto il Consulente del collegio sindacale a concludere che *“l'operazione di cash pooling rispetto ad un'ipotetica gestione diretta della liquidità, ha generato un vantaggio economico per Parmalat”* e che l'*“analisi evidenzia che, a parità di orizzonte temporale di riferimento ed a parità di movimentazioni di liquidità in entrata ed in uscita, l'investimento diretto nel cash pooling non ha generato alcun pregiudizio economico per la Società”* (cfr. pag. 26 della prima relazione).

DGPA ha effettuato una seconda analisi, descritta nella relazione del febbraio 2017, e, più di recente, ha, come ricordato, predisposto un Addendum per tener conto degli esiti del contraddittorio che ha avuto con il management di Parmalat.

In questi due ultimi documenti, il Consulente del collegio sindacale, oltre all'impiego in titoli di stato italiani, francesi e tedeschi, ha considerato altri *“investimenti alternativi a cui la Società avrebbe potuto accedere nel rispetto delle comuni regole e migliori pratiche adottate dalle aziende per la gestione della liquidità e tenendo anche in considerazione – per quanto appropriato – le linee guida della politica di gestione della tesoreria in essere prima dell'operazione di cash pooling”* (cfr. pag 11 della seconda relazione).

Lo scenario relativo all'investimento in titoli di stato italiani, sebbene comunque considerato<sup>3</sup>, nella seconda analisi perde di centralità a causa dei dubbi dello stesso Consulente circa l'eccessiva rischiosità di tali titoli nel periodo analizzato<sup>4</sup> e viene relegato ad una ipotesi *“soltanto teorica in quanto i risultati ottenuti sono stati mostrati esclusivamente a fini indicativi e non sono stati utilizzati per la stima*

---

<sup>3</sup> Il Consulente nella seconda analisi ha considerato solo l'investimento in titoli di stato italiani con peso variabile dal 25% al 100%.

<sup>4</sup> Il Consulente si chiede *“se un prudente tesoriere avrebbe, in quel periodo, optato per un investimento in titoli di stato italiani e in caso di risposta positiva per quale frazione del portafoglio complessivo”* e riporta a pagg. 14-15 l'evoluzione del rating dei tre paesi Italia, Francia e Germania per chiarire le ragioni del dubbio.

*dell'eventuale rendimento addizionale”.*

Acquista invece rilevanza una nuova analisi che mostra il confronto tra il rendimento del *cash pooling* e il rendimento in tre diversi scenari di investimento della liquidità, quello in:

1. conti correnti e depositi a vista (definito scenario “Liquidity”);
2. depositi a breve termine (denominato scenario “Investment”);
3. alternativamente nelle attività di cui al punto 1 e 2 o nel *cash pooling*, in base ad una gestione dinamica della liquidità volta alla ricerca del maggior rendimento nel breve termine, spostando ogni mese l'intero ammontare della liquidità verso l'alternativa più redditizia (scenario che chiameremo “Dinamico”).

Secondo le stime del Consulente del collegio sindacale il rendimento nello scenario Liquidity sarebbe stato pari a € 13,5 milioni, quello nello scenario Investment pari a € 19,5 milioni<sup>5</sup> e quello nello scenario Dinamico pari a € 20,6 milioni.

Il Consulente dei sindaci conclude poi opinando che il terzo scenario sarebbe più rispondente ad un'attenta gestione di tesoreria e perciò afferma che sarebbe andato perduto il maggior rendimento potenziale rispetto all'investimento nel *cash pooling* pari a € 3,6 milioni<sup>6</sup> (€ 20,6 – € 17 milioni).

Questo approccio segue implicitamente l'iter logico a due stadi di cui si è detto nel precedente paragrafo: il primo stadio potrebbe essere considerato lo scenario Liquidity e il secondo potrebbe essere costituito dagli altri due scenari.

Tuttavia, non tutte le ipotesi formulate rispettano rigorosamente i canoni della

---

<sup>5</sup> Il rendimento del portafoglio Investment è stato oggetto di rettifica e ricalcolo nell'Addendum dell'aprile 2017 per tener conto dei nuovi documenti ricevuti dal Consulente e delle osservazioni segnalate dalla Società sul mancato rispetto di alcuni vincoli di scadenza dei depositi a tempo.

<sup>6</sup> Ci si riferisce direttamente al confronto effettuato dal Consulente nell'Addendum con il rendimento del *cash pooling* di € 17 milioni (invece che con € 16,3 milioni), più corretto perché, a quanto sostenuto, è basato sulle contabili effettive e non su una stima del Consulente.

valutazione differenziale prognostica e non vi è poi nelle relazioni un'adeguata spiegazione del significato dei risultati, al punto che potrebbero erroneamente essere interpretati come prova dell'esistenza di un danno.

Innanzitutto, lo scenario Dinamico, che è quello che conduce alla differenza di € 3,6 milioni, ritenuto da DGPA il più rappresentativo di ciò che sarebbe avvenuto in assenza del contratto di *cash pooling*, si fonda su un'ipotesi che non rispetta il principio secondo cui lo scenario controfattuale deve essere definito ponendosi al tempo della condotta contestata. Esso infatti assume che la liquidità sia di mese in mese investita nello strumento (*cash pooling*, depositi a vista, depositi vincolati) risultato *ex post* più redditizio.

Un tale comportamento era ovviamente impossibile perché il tesoriere dell'epoca non poteva conoscere quale sarebbe stato l'investimento più redditizio nel mese successivo<sup>7</sup>.

Inoltre, anche se fosse abbandonato il criterio di scelta dello strumento di investimento sulla base del risultato osservato *ex post*, lo scenario non rappresenta quello prevedibile ed anzi appare, sulla base dell'esperienza, irrealistico.

Un tesoriere di un'azienda industriale non rincorre in maniera accanita i *trend* di mercato come fosse un *trader* e ancor più non lo fa in periodi di elevata incertezza, come quello cui le analisi si riferiscono. Deve poi rispettare i vincoli di liquidità che gli sono imposti dalle previsioni dei flussi di cassa dell'azienda che ovviamente dipendono dal suo sviluppo industriale e commerciale.

E' perciò irrealistico ipotizzare lo spostamento frequente (mensile) di oltre € 1 miliardo da un deposito all'altro alla ricerca del miglior rendimento.

Per esempio, nello scenario Dinamico di cui si discute, nel mese di gennaio

---

<sup>7</sup> Queste ipotesi non condivisibili sono alla base anche del nuovo conteggio che il Consulente ha proposto a pag. 4 dell'Addendum in cui considera l'investimento dinamico, sempre con logica *ex post*, utilizzando solo due alternative di investimento (*cash pooling* e portafoglio Liquidity) e ottiene un rendimento pari a € 17,9 milioni.

2012, in cui i depositi vincolati hanno reso più del *cash pooling*, DGPA ipotizza che Parmalat investa € 1 miliardo in depositi vincolati di una singola banca, BNL, al tasso di rendimento che BNL offriva all'epoca per depositi di circa € 20 milioni.

Non solo è dubbio pensare che un investimento di tale dimensione possa essere spostato con facilità di mese in mese ma è anche ovvio che il rendimento offerto dalle banche per depositi vincolati di importi compresi tra € 8 milioni e € 60 milioni<sup>8</sup> possa non essere lo stesso di quello che una banca offre per ricevere € 1 miliardo. In molti casi gli istituti di credito non sono disposti ad accettare una raccolta di tale grandezza semplicemente perché non sanno come impiegare proficuamente quelle somme.

Pertanto, lo scenario Dinamico ipotizzato da DGPA per più motivi non può ragionevolmente rappresentare la situazione più probabile nella quale si sarebbe trovata Parmalat in assenza del *cash pooling* e quindi non può essere assunto come scenario controfattuale per la finalità di comparazione degli effetti economici.

Gli altri due scenari proposti dal Consulente del collegio rispettano invece il principio della stima *ex ante* e, come detto, possono essere ricondotti all'analisi a due stadi.

Il primo, infatti, quello denominato Liquidity, implicitamente assume la condivisibilità dei criteri di scelta che hanno condotto al contratto di *cash pooling*, che risultano essere stati l'elevato grado di liquidità, cioè di pronta utilizzabilità del denaro per fini industriali, e il basso livello del rischio di controparte. La costruzione di questo tipo di scenario controfattuale ha perciò lo scopo di effettuare una verifica della congruità delle condizioni economiche mediante il confronto tra scenari direttamente comparabili.

In linea teorica, per definire lo scenario di comparazione, e quindi anche per valutare la sua condivisibilità, occorre partire dall'esame delle caratteristiche del *cash*

---

<sup>8</sup> Importi massimi e minimi dei depositi a tempo di Parmalat nello scenario fattuale.

*pooling*.

La prima specificità rilevante è che il rischio di controparte ad esso associato è piuttosto basso per via di alcune clausole contrattuali che proteggevano Parmalat, tra le quali la più incidente era l'impegno di BSA a mantenere, in ogni momento, una linea di credito<sup>9</sup> (*Revolving Credit Facility*) sindacata tra 16 gruppi bancari al servizio del rimborso della liquidità conferita da Parmalat; tale impegno costituisce una sorta di garanzia collaterale in denaro e rappresenta un efficace metodo indiretto di diversificazione del rischio di controparte per la società italiana.

Il rendimento del *cash pooling* è poi variabile in funzione della rischiosità finanziaria di BSA (misurata dalla leva finanziaria) e dell'effettivo saldo di liquidità conferito da Parmalat<sup>10</sup>.

Infine, l'aspetto più importante per stabilire lo scenario controfattuale è che i tempi e i costi di liquidabilità dell'investimento nel *cash pooling* erano particolarmente favorevoli per Parmalat: la Società poteva infatti ritirare la liquidità conferita nel *cash pooling* con un brevissimo preavviso (3 giorni per importi superiori a € 20 milioni e nessun preavviso per importi minori) e senza penali.

Le caratteristiche descritte rendono il *cash pooling* direttamente comparabile con depositi in conto corrente e "a vista", aventi un rischio di controparte ben diversificato su 16 gruppi bancari.

Il confronto con lo scenario controfattuale denominato Liquidity dal Consulente del collegio sindacale, che suppone l'impiego esclusivamente in conti correnti e depositi a vista, appare perciò appropriato e dotato di un buon grado di obiettività. Il risultato dell'analisi differenziale, come si è ricordato, segnala che le condizioni economiche del *cash pooling* erano di mercato e che perciò Parmalat, in questo scenario, non ha subito alcun danno.

---

<sup>9</sup> Oppure cassa o strumenti finanziari ad essa equivalenti.

<sup>10</sup> Il rendimento del *cash pooling* è stato così definito per allinearlo ai costi previsti nel contratto di finanziamento per la *Revolving Credit Facility*.

E' tuttavia condivisibile la scelta di DGPA di costruire anche uno scenario controfattuale che assuma come non necessario il mantenimento di un così elevato grado di liquidità (come previsto nello scenario fattuale) e che permetta maggior flessibilità nella selezione del rischio di controparte allo scopo di aumentare i rendimenti.

Questo tipo di scenario controfattuale per sua natura presenta un minor livello di obiettività perché impone ipotesi di allocazione della liquidità soggettive e di questa circostanza bisognerebbe tener conto quando si traggono le conclusioni.

Ciò che non è condivisibile dello scenario controfattuale tracciato da DGPA è che esso assume: i) l'irrilevanza della pronta liquidabilità per l'intero importo, che è un'ipotesi diametralmente opposta al criterio applicato nello scenario fattuale; ii) la scarsa importanza del rischio di controparte, che rivela una insufficiente attenzione al rispetto della logica *ex ante* che deve informare la valutazione prognostica.

Nello scenario cosiddetto Investment il maggior rendimento rispetto a quello dello scenario fattuale è ottenuto mediante l'investimento dell'intero ammontare in depositi vincolati a termine di banche italiane.

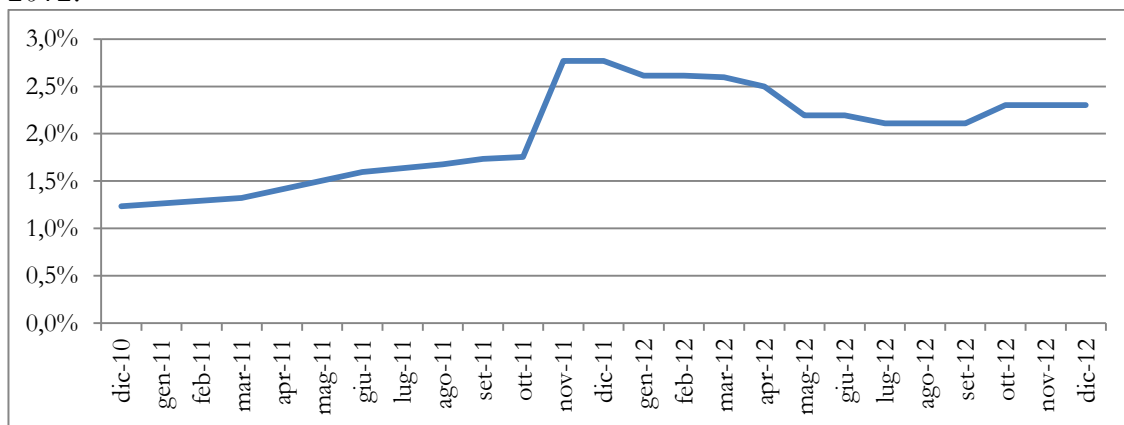
Questa ipotesi non è di sicuro quella ragionevolmente prevedibile, cioè quella che rappresenta la situazione più probabile che si sarebbe creata in assenza della scelta degli amministratori di aderire al *cash pooling*.

Una parte del denaro è logico che sarebbe stata mantenuta da Parmalat prontamente liquidabile per utilizzarla nelle evenienze che l'evoluzione del capitale circolante e degli investimenti aziendali avrebbe determinato.

Inoltre, non si può non considerare che il rendimento dei depositi vincolati presso banche italiane nel periodo compreso tra gennaio e maggio 2012 è salito molto rispetto a quello del *cash pooling* perché incorporava il rischio di ripudio del debito dello Stato Italiano che si sarebbe certamente riflesso sulle banche del nostro paese.

Il grafico sottostante mostra l'andamento del rendimento dei depositi vincolati utilizzati da Parmalat, alla base dei conti del Consulente del collegio sindacale.

*Grafico 1. Rendimento dei depositi vincolati utilizzati da Parmalat nel periodo dicembre 2010-2012.*



Come si vede dal grafico, il *trend* del rendimento dei depositi nel periodo compreso tra dicembre 2010 e dicembre 2012 è crescente e si è registrato un forte aumento nel mese di novembre 2011.

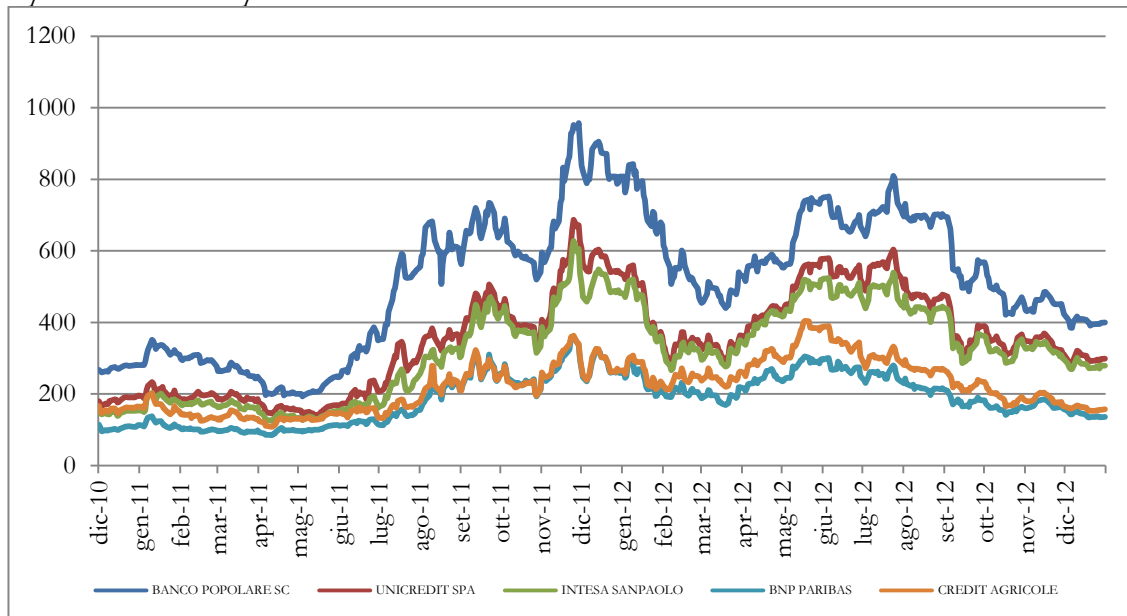
L'andamento dei rendimenti dei depositi a scadenza fissa è coerente con l'evoluzione del rischio Italia e del rischio di credito delle banche presso le quali Parmalat ha investito in depositi vincolati (cfr. grafici 2 e 3).

*Grafico 2. Andamento dei CDS italiani a 5 anni nel periodo dicembre 2010-2012.*





Grafico 3. Andamento dei CDS a 5 anni delle banche<sup>11</sup> presso le quali Parmalat ha investito in depositi vincolati nel periodo dicembre 2010-2012.



I grafici 2 e 3 mostrano che il *trend* crescente degli *spread* dei CDS è iniziato nel mese di luglio 2011 ed è quindi in linea con il *trend* dei rendimenti dei depositi vincolati mostrati nel grafico 1.

L'ipotesi di investire il 100% della liquidità in depositi a tempo di banche italiane non è perciò coerente con una prudente gestione della Società, soprattutto in un periodo di forte incertezza nei mercati finanziari. Lo scenario controfattuale prevedibile dovrebbe assumere un comportamento di diversificazione del rischio di controparte, perché nel 2011 gli investitori temevano concretamente un *default* dell'Italia e delle sue banche, le quali erano, e sono, piene di titoli del nostro stato.

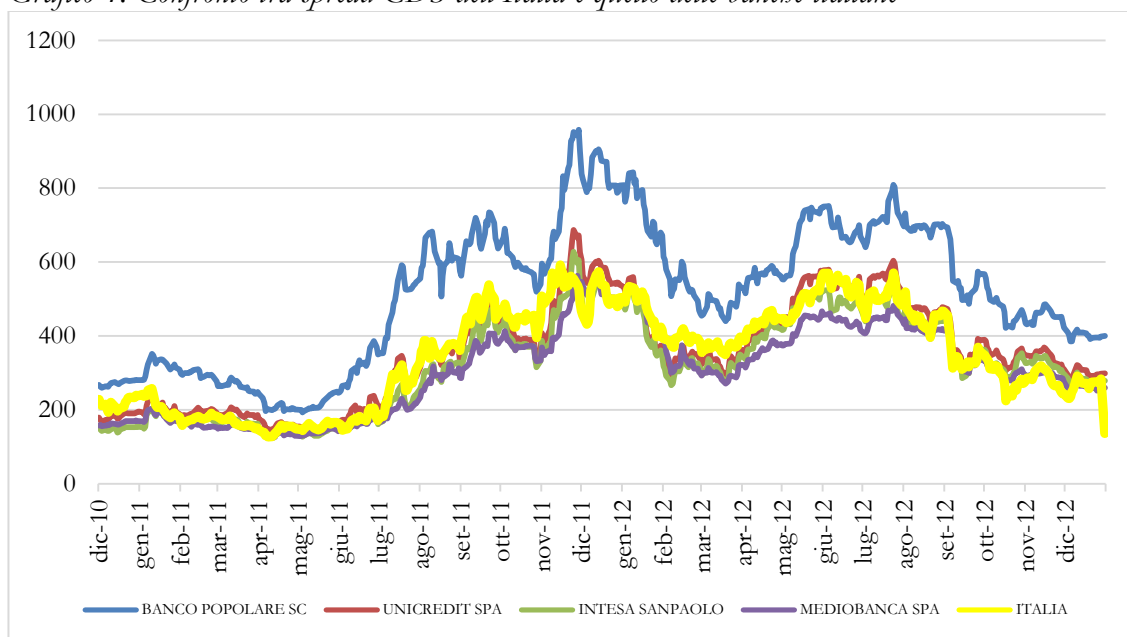
Va infatti osservato che, come si vede dai grafici, alcune delle 7 banche italiane in cui il Consulente del collegio sindacale ha ipotizzato di accendere depositi vincolati hanno mostrato, nel periodo oggetto di analisi, un forte innalzamento dei rispettivi *spread* dei *Credit Default Swap* e tale evidenza, già visibile all'epoca, avrebbe sicuramente indotto un tesoriere a ridurre, e non ad aumentare, il peso

<sup>11</sup> Anche il CDS di Banca Monte dei Paschi di Siena, non inserito nel grafico per un problema di gestione informatica dei dati di Bloomberg, ha lo stesso andamento di quello delle altre banche. Per le banche Cari Parma e BNL sono stati considerati i CDS delle rispettive capogruppo europee: Credit Agricole e BNP Paribas.

dell'investimento nei depositi vincolati di tali banche.

Peraltro, data l'elevata correlazione tra il rischio di *default* dello stato italiano e il rischio di *default* delle banche del nostro paese, vi è contraddizione tra le ipotesi dello scenario controfattuale e i dubbi espressi dalla stessa DGPA sulla ragionevolezza di un investimento dell'intero ammontare in titoli di stato italiani (cfr. grafico seguente).

Grafico 4. Confronto tra spread CDS dell'Italia e quello delle banche italiane



In conclusione, anche lo scenario Investment, al pari di quello Dinamico, non rappresenta, a nostro parere, uno scenario controfattuale utilizzabile per il confronto perché difetta dei requisiti di ragionevolezza e prevedibilità dei comportamenti nel quadro informativo dell'epoca.

### III.3 La costruzione di uno scenario controfattuale coerente con i principi della teoria economica

Per individuare la più probabile situazione nella quale si sarebbe venuta a trovare Parmalat in assenza delle condotte contestate, come si è detto, è utile procedere secondo un processo a due stadi.

Lo scenario controfattuale di più immediata comparazione è sicuramente

quello che prevede l'impiego degli importi di tempo in tempo confluiti nel *cash pooling* in strumenti a vista ("liquidità"). Questa scelta assume che l'elevato grado di liquidità connesso all'impiego nel *cash pooling* fosse un vincolo o comunque un valore per la corretta gestione dei flussi di cassa dell'impresa Parmalat.

Si tratta di uno scenario controfattuale del tutto simile a quello effettuato da DGPA, che ha il pregio di non richiedere l'assunzione di ipotesi troppo soggettive. Riguardo alle misure degli effetti economici, ci pare condivisibile la scelta di DGPA della simulazione Liquidity, di utilizzare per la stima di redditività in questo scenario controfattuale il rendimento medio ponderato dei conti correnti e di risparmio accesi dalla Società nel periodo tra ottobre 2011 e luglio 2012. La validità di quest'assunzione è confortata dal fatto che il campione delle banche considerate è sufficientemente diversificato in termini di rischio di controparte e dimensione operativa. Inoltre, le condizioni offerte dalle diverse banche appaiono di mercato perché legate nella gran parte dei casi al tasso Euribor a 1 mese.

In questo scenario controfattuale Parmalat avrebbe ottenuto secondo le nostre stime un ammontare d'interessi, maturati tra l'11 ottobre 2011 e il 4 luglio 2012, **pari € 13,9 milioni**<sup>12</sup>. Il risultato è inferiore ai € 17,0 milioni di proventi che il contratto di *cash pooling* ha generato e segnala quindi che le condizioni economiche del *cash pooling* sono state più favorevoli rispetto agli impieghi nel mercato dei depositi a vista.

*Tabella 1. Risultati dello scenario controfattuale comparabile con impiego in liquidità*

€ milioni	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12	lug-12	Totale
<b>Capitale medio</b>	836	1.030	1.184	1.185	1.186	1.188	1.190	1.043	934	557	
<b>Rendimento medio</b>	1,30%	1,20%	1,12%	1,75%	1,67%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	2,51%	
<b>Interessi</b>	<b>0,64</b>	<b>1,03</b>	<b>1,14</b>	<b>1,79</b>	<b>1,59</b>	<b>1,82</b>	<b>1,84</b>	<b>1,86</b>	<b>2,03</b>	<b>0,12</b>	<b>13,86</b>

Il secondo stadio di analisi assume che non sarebbe stato necessario né opportuno per Parmalat mantenere un grado di flessibilità nei prelievi della liquidità

<sup>12</sup> Il calcolo degli interessi è ottenuto adeguandosi all'evoluzione giornaliera contenuta nell'estratto conto scalare di BSA Finances. I rendimenti sono stati estrapolati dalle presentazioni della Società fornite con cadenza mensile e intitolate "*Parmalat Liquidity Management*" e sono pari alla media mensile del reddito effettivamente percepito dalla Società che risulta da questi documenti.

così elevato come quello previsto nel contratto di *cash pooling*. Una tale costruzione presuppone che il comportamento di gestione contestato non riguardi solo le modalità di impiego (*cash pooling*) della liquidità e le sue condizioni economiche ma anche gli obiettivi della tesoreria che in ipotesi sarebbero stati piegati ad esigenze del gruppo Lactalis senza le quali sarebbero stati definiti individuando un diverso equilibrio tra grado di liquidabilità degli investimenti, rischio di controparte e rendimento.

La maggior difficoltà nel costruire uno scenario controfattuale a questo secondo stadio sta nell'ineliminabile soggettività da utilizzare per stabilire gli obiettivi di tesoreria e la conseguente allocazione del denaro che Parmalat avrebbe definito nella più probabile situazione nella quale si sarebbe venuta a trovare in assenza del comportamento contestato. Gli effetti economici e il risultato dell'analisi differenziale dipendono in misura decisiva da questa scelta. In tale situazione è forte il rischio che l'analista influenzi il risultato sulla base della sua opinione, facendo così perdere di scientificità al modello di stima e di significatività economico-giuridica ai risultati.

Per minimizzare il problema descritto e conferire un sufficiente grado di obiettività all'analisi abbiamo dapprima definito gli obiettivi di tesoreria dello scenario controfattuale sulla base dell'allocazione del denaro che Parmalat aveva nel mese di marzo 2011. Nella tabella che segue si può osservare che la tesoreria aveva suddiviso gli investimenti in tre *asset class*, liquidità, depositi a tempo e titoli di stato. La gestione nel marzo 2011 era focalizzata soprattutto sui titoli di stato (57%) italiani, tedeschi e francesi a breve termine, con una durata residua di tre e sei mesi. Il peso della liquidità e dei depositi vincolati era rispettivamente di 14% e 29%. L'allocazione di settembre 2011 era notevolmente diversa: la liquidità era preponderante ed era pari al 64%, i depositi avevano un peso del 9% e i titoli di stato avevano un'incidenza complessiva del 27%. Questa variazione potrebbe essere riconducibile al fatto che la Società nei mesi immediatamente precedenti a ottobre si era preparata per essere nelle condizioni di perfezionare il contratto di *cash pooling*,

infatti è plausibile che da luglio 2011 abbia trasformato in liquidità gli strumenti finanziari a scadenza fissa.

Tabella 2. L'allocazione della liquidità di Parmalat nelle diverse asset class a marzo e settembre 2011

	Liquidità	Depositi	BOT	BUND	BTF	Totale Tesoreria (€ milioni)
<b>Pesi di marzo 2011</b>	14%	29%	30%	26%	2%	1.288
<b>Pesi di settembre 2011</b>	64%	9%	8%	19%	0%	1.246

Queste evidenze consentono di ritenere che l'allocazione del marzo 2011 riflettesse la più probabile situazione di tesoreria in assenza del *cash pooling* e perciò abbiamo ipotizzato di costruire uno scenario controfattuale che prende a riferimento l'allocazione delle somme nel marzo 2011. Lo scenario è costruito assumendo che tale allocazione si mantenga costante da ottobre 2011 a luglio 2012 in linea con la durata effettiva del *cash pooling*.

Al fine di offrire un quadro più completo delle possibili scelte di investimento che in astratto Parmalat avrebbe potuto fare rispettando la coerenza con quanto fatto prima di aderire al *cash pooling* e con le linee guida della *policy*<sup>13</sup>, abbiamo effettuato tre simulazioni, ciascuna delle quali considera le diverse possibili durate dei titoli di stato selezionati: 3, 6 e 12 mesi. L'inclusione di titoli con scadenza a 12 mesi è servita a segnalare i rendimenti ottenibili nello scenario controfattuale configurato mediante l'investimento in titoli con la scadenza massima prevista nella *policy*. Tuttavia, a quanto risulta dalle informazioni a nostra disposizione Parmalat non ha investito in strumenti finanziari così lunghi.

Abbiamo perciò elaborato tre scenari controfattuali costruiti sulla base di

<sup>13</sup> La politica di gestione della tesoreria della Società prima di aderire al *cash pooling* prevedeva i seguenti criteri di impiego:

- durata massima non eccedente i 12 mesi;
- tipologia di investimenti ammessi: depositi bancari, depositi a termine, bond governativi;
- divieto di investimento in derivati, corporate bond, finanziamenti infragruppo;
- strumenti con un mercato secondario liquido e possibilità di disinvestimento immediata;
- rischio di controparte *investment grade* (non inferiore ad "A");
- diversificazione di strumenti e controparti.

un'unica strategia di allocazione del portafoglio.

Riguardo alle stime degli effetti economici, per identificare i tassi di rendimento da applicare alle diverse *asset class* abbiamo proceduto come segue:

- per la liquidità si è ipotizzato di considerare, come nell'analisi del primo stadio, i tassi di mese in mese ottenuti da Parmalat, calcolati come media ponderata dei rendimenti dei conti correnti e di risparmio per il periodo tra ottobre 2011 e luglio 2012;
- con riferimento ai depositi a tempo, nel periodo in esame Parmalat li ha perfezionati con tre banche, Intesa Sanpaolo (solo in ottobre 2011), BNL (in tutti i mesi) e Banco Desio (in cinque mesi). Abbiamo ipotizzato che il rendimento medio dei depositi in queste tre banche possa essere una *proxy* della media del sistema di banche cui si sarebbe rivolta la Società nello scenario controfattuale. Questi contratti bancari sono *tailor made* e perciò hanno una redditività che dipende dalla dimensione del capitale depositato, dalla durata, dalla controparte bancaria e dalle sue esigenze di raccolta. Per tali caratteristiche la stima dei tassi sui depositi a tempo è la più incerta perché non sono osservabili condizioni di mercato uniformi;
- in merito ai titoli di stato abbiamo rilevato il rendimento medio mensile dei titoli con le diverse scadenze.

I tassi di rendimento utilizzati sono indicati nella tabella che segue.

Tabella 3. I rendimenti medi mensili delle diverse asset class

	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12	lug-12	
<b>Liquidità</b>	1,30%	1,20%	1,12%	1,75%	1,67%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	2,51%	
<b>Depositi</b>	1,75%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%	2,11%	
<b>Scadenza 3 mesi</b>	<b>BOT</b>	1,96%	4,66%	3,65%	1,69%	1,15%	0,58%	1,10%	1,12%	1,80%	1,06%
	<b>BUND</b>	0,42%	0,24%	0,21%	0,25%	0,12%	0,11%	0,12%	0,08%	0,07%	-0,02%
	<b>BTF</b>	0,56%	0,51%	0,17%	0,18%	0,16%	0,09%	0,11%	0,10%	0,08%	0,04%
<b>Scadenza 6 mesi</b>	<b>BOT</b>	2,94%	5,91%	4,66%	2,42%	1,63%	0,94%	1,65%	1,76%	2,47%	2,01%
	<b>BUND</b>	0,38%	0,15%	0,15%	0,18%	0,12%	0,13%	0,08%	0,06%	0,05%	-0,01%
	<b>BTF</b>	0,63%	0,71%	0,23%	0,27%	0,26%	0,15%	0,14%	0,12%	0,14%	0,04%
<b>Scadenza 12 mesi</b>	<b>BOT</b>	3,71%	6,17%	4,93%	3,06%	2,08%	1,43%	2,30%	2,59%	3,51%	2,98%
	<b>BUND</b>	0,44%	0,23%	0,03%	0,05%	0,14%	0,13%	0,08%	0,04%	0,05%	0,01%
	<b>BTF</b>	0,74%	0,89%	0,40%	0,42%	0,42%	0,26%	0,25%	0,20%	0,21%	0,05%

Fonte: per i titoli di stato si tratta di nostre elaborazioni su dati Bloomberg

Come si può osservare nella tabella sottostante, i rendimenti che Parmalat avrebbe conseguito nei tre scenari controfattuali sono sempre inferiori a quello ottenuto nello scenario fattuale.

Tabella 4. Risultati degli scenari controfattuali alternativi

Scenari	Scadenza titoli di stato a 3 mesi	Scadenza titoli di stato a 6 mesi	Scadenza titoli di stato a 12 mesi
<b>Interessi maturati</b>	12,8	14,5	15,9

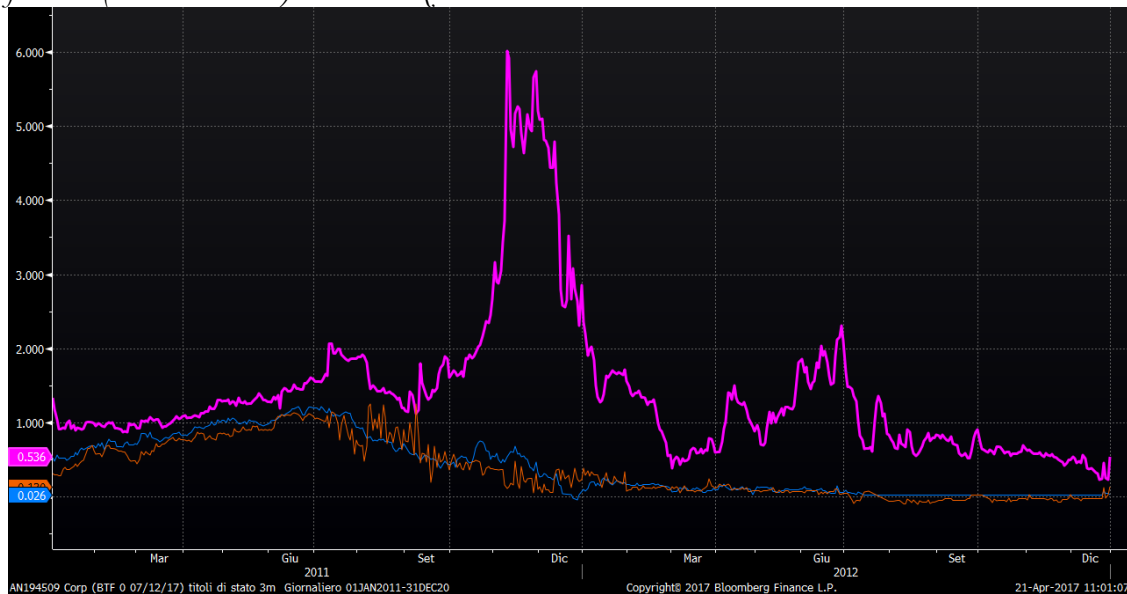
valori in € milioni

Le stime mostrano che se la Società non avesse perfezionato il contratto di *cash pooling* avrebbe potuto ottenere dei proventi che oscillano tra gli € 12,8 e gli € 15,9 milioni. Tuttavia, lo scenario che prevede anche l'investimento in titoli con 12 mesi di durata è probabilmente quello che meno rappresenta la situazione più probabile in cui Parmalat si sarebbe trovata, perché dalle nostre evidenze la Società non era solita investire in titoli così lunghi.

Questo scenario controfattuale, costruito sulla base del portafoglio di tesoreria di Parmalat del marzo 2011, è anche più coerente con il contesto di mercato dell'epoca, rispetto agli scenari Investment e Dinamico, proposti dal Consulente del collegio sindacale, che in alternativa al *cash pooling* prevedono

l'investimento delle somme per intero in Italia. Siamo infatti nel periodo dell'enorme aumento dello *spread* di rendimento tra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi (cfr. figura seguente) che segnalava l'incertezza degli investitori sulla stabilità del nostro paese e delle sue banche.

Figura 1. Evoluzione dei rendimenti dei titoli di stato italiani (linea viola), tedeschi (linea blu) e francesi (linea arancione) con scadenza a tre mesi



Fonte: Bloomberg

Naturalmente, lo scenario che abbiamo identificato è comunque uno dei diversi possibili che riflettono ragionevoli combinazioni di allocazione della liquidità che Parmalat avrebbe potuto attuare per gestire la tesoreria. Piuttosto che proporre altre ipotesi, poiché la ripartizione tra le diverse *asset class* è decisiva per determinare il risultato dell'analisi differenziale, abbiamo invertito il procedimento di analisi e, con l'aiuto di un software, abbiamo identificato le allocazioni che avrebbero consentito a Parmalat di ottenere un risultato migliore di quello conseguito. Abbiamo perciò impostato un'analisi di *break even* che consente di identificare quali allocazioni avrebbero consentito di ottenere interessi uguali a quelli prodotti dal *cash pooling* (€ 17 milioni) e di conseguenza quale ripartizione tra le *asset class* avrebbe potuto permettere a Parmalat di conseguire un risultato migliore di quello ottenuto nello scenario fattuale.



Per l'analisi abbiamo impiegato due metodi diversi, considerando per ciascuno gli scenari con le tre scadenze dei titoli di stato:

- 1) abbiamo trovato l'allocazione che determina il punto di *break even* facendo variare tutti i pesi degli strumenti finanziari impiegati<sup>14</sup>;
- 2) dopo aver matematicamente verificato che quella dei depositi a tempo è l'*asset class* che è in grado di influenzare in aumento il risultato che Parmalat avrebbe potuto ottenere, abbiamo stimato il peso minimo che questa *asset class* avrebbe dovuto avere nel portafoglio per arrivare al punto di *break even*<sup>15</sup>.

I risultati del primo metodo confermano che, per ottenere interessi più alti, Parmalat avrebbe dovuto aumentare il peso dei depositi a tempo e dei BOT e avrebbe dovuto ridurre il peso dei titoli di stato tedeschi.

Tabella 5. Risultati dell'analisi di *break even* attraverso il primo metodo

	Pesi di marzo 2011	Titoli di stato a 3 mesi	Titoli di stato a 6 mesi	Titoli di stato a 12 mesi
Peso Liquidità	14%	13%	13%	13%
Peso Depositi	29%	39%	28%	27%
Peso BOT	30%	46%	44%	36%
Peso BUND	26%	0%	14%	22%
Peso BTF	2%	2%	2%	2%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Con il secondo metodo si ottiene che il peso dei depositi avrebbe dovuto innalzarsi sensibilmente con una corrispondente riduzione della liquidità e dei titoli di stato, soprattutto di quelli francesi e tedeschi.

<sup>14</sup> Questo metodo ha il vantaggio che, attraverso l'ausilio di un software, consente di calcolare la soluzione che determina il punto di pareggio lasciando "liberi di variare" tutti i pesi degli *asset*, partendo dallo scenario iniziale.

<sup>15</sup> Per ottenere questo risultato abbiamo ipotizzato che la ripartizione degli altri *asset* variasse in maniera proporzionale.

Tabella 6. Risultati dell'analisi di *break even* attraverso il secondo metodo

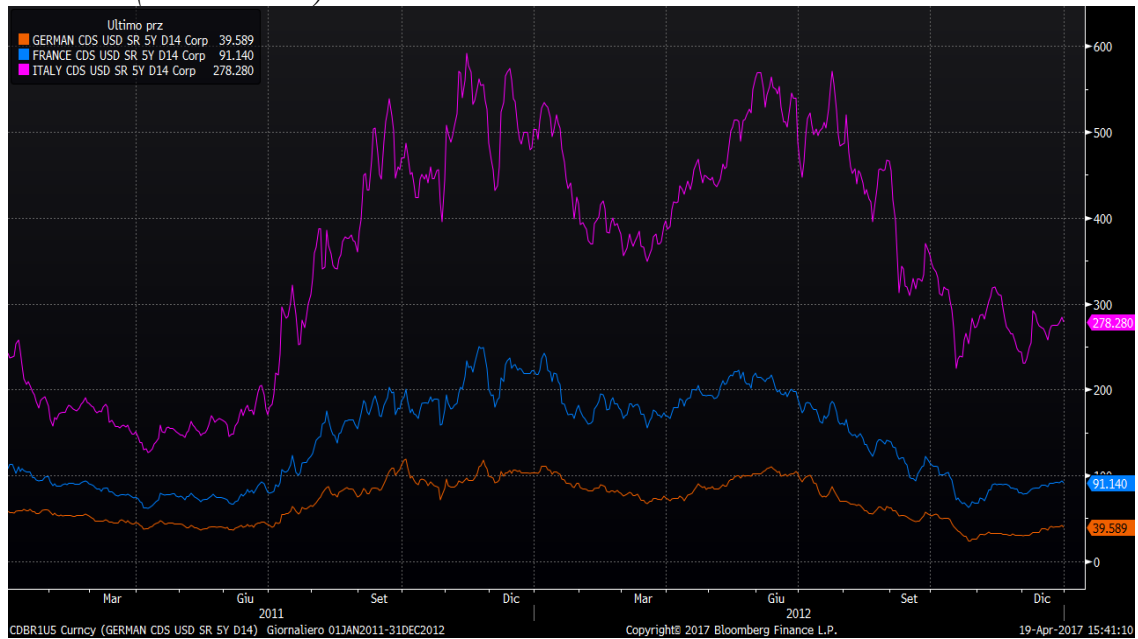
	<b>Pesi di marzo 2011</b>	<b>Titoli di stato a 3 mesi</b>	<b>Titoli di stato a 6 mesi</b>	<b>Titoli di stato a 12 mesi</b>
Peso Liquidità	14%	5%	8%	11%
Peso Depositi	29%	63%	52%	40%
Peso BOT	30%	21%	24%	27%
Peso BUND	26%	10%	16%	21%
Peso BTF	2%	0%	0%	0%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

L'analisi di *break even* dimostra che per ottenere un risultato superiore rispetto a quello prodotto dal *cash pooling* sarebbe stato necessario per Parmalat investire una parte notevole delle somme negli strumenti finanziari più rischiosi (titoli di stato italiani e depositi a tempo di banche italiane). Di conseguenza, potrebbe sussistere in astratto un danno qualora si ritenesse che Parmalat, in un periodo di forti criticità per l'Italia e per le banche italiane, avrebbe dovuto decidere di investire la gran parte della propria liquidità proprio in questi due *asset*. Questo scenario controfattuale non rappresenta la situazione più probabile in cui Parmalat si sarebbe trovata se non avesse concluso il contratto di *cash pooling* perché non è coerente con una prudente gestione della tesoreria di un'azienda industriale quotata, la quale, all'opposto, in una condizione di turbolenza dei mercati finanziari, tende a mitigare il rischio di controparte attraverso la diversificazione e la selezione di impieghi più sicuri.

Per apprezzare quanto fosse elevato il rischio dell'Italia e quello delle banche italiane nel periodo oggetto di studio è utile osservare l'andamento degli *spread* dei *Credit Default Swap*.

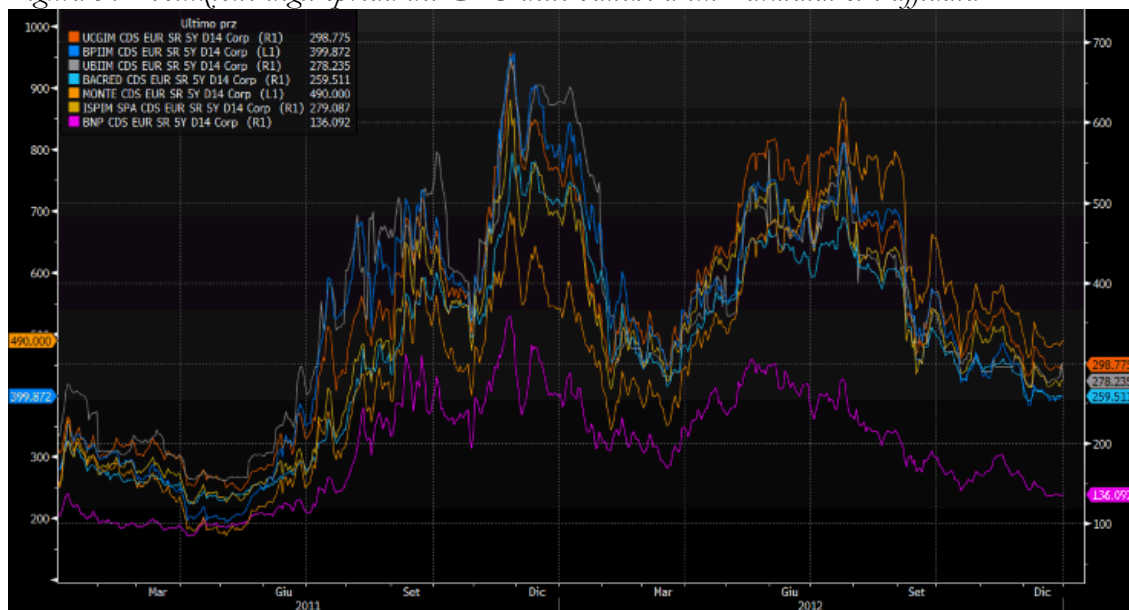
Il grafico seguente mostra che la probabilità di *default* dell'Italia si è innalzata sensibilmente rispetto all'andamento storico e rispetto a quella della Germania e della Francia.

Figura 2. Evoluzione degli spread dei CDS di Italia (linea viola), Francia (linea blu) e Germania (linea arancione)



Com'è noto l'incremento della rischiosità di un paese si riflette sul livello di rischiosità delle sue banche. Infatti, l'aumento delle probabilità di *default* implicite negli *spread* dei CDS si è osservato, in quei mesi, anche per le banche italiane.

Figura 3. Evoluzione degli spread dei CDS delle banche a cui Parmalat si è affidata<sup>16</sup>

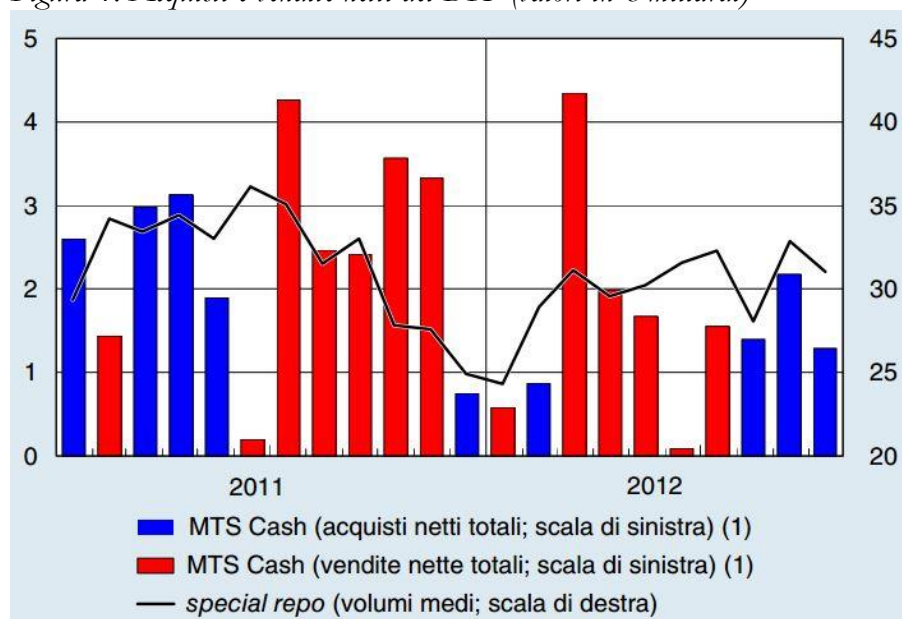


<sup>16</sup> Con riferimento a BNL, non essendoci uno specifico CDS quotato, è stato utilizzato quello di BNP Paribas, controllante della banca italiana.

Infine, com'è noto, nel periodo di analisi si è osservato nei mercati finanziari il fenomeno conosciuto come *flight to quality*, cioè nella ricerca, da parte degli investitori, di investimenti sicuri. In tempi di forte incertezza gli investitori vendono gli strumenti finanziari che percepiscono come più rischiosi e acquistano quelli più sicuri. Infatti, tra il 2011 e il 2012 gli investitori internazionali hanno spostato i capitali dai titoli di stato italiani, causando una riduzione dei prezzi (e un incremento dei rendimenti) e hanno acquistato i *bund* tedeschi, determinando un aumento del loro valore (e una riduzione dei rendimenti).

Riportiamo un grafico prodotto da Banca d'Italia in cui si osserva che tra giugno 2011 e luglio 2012 i titoli governativi italiani hanno registrato continue vendite nette.

Figura 4. Acquisti e vendite netti dei BTP (valori in € miliardi)



Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.4, 2012, Banca d'Italia

In quel contesto ci appare irragionevole sostenere che Parmalat avrebbe dovuto comportarsi in senso opposto. Non riteniamo plausibile che in quel periodo la Società avrebbe incrementato le posizioni più rischiose a discapito di quelle più sicure. Al contrario, una gestione della tesoreria prudente e razionale avrebbe portato Parmalat a ridurre la posizione in BOT e quella in depositi bancari italiani e

ad aumentare gli investimenti in titoli francesi e tedeschi.

Nel quadro descritto, pertanto, gli scenari controfattuali ai quali attribuire le maggiori probabilità di accadimento sono quelli in cui la liquidità è allocata in maniera diversificata per i quali, come emerge dall'analisi economica da noi svolta, i rendimenti risultano inferiori all'importo di € 17 milioni.

Non è condivisibile una tesi che sostiene l'esistenza di un danno perché gli amministratori non hanno, nelle scelte di tesoreria, fatto correre a Parmalat più rischi per conseguire maggiori rendimenti. Una tale tesi è forse involontariamente influenzata da una visione *ex post* che trascura l'importanza dei rischi, perché si conoscono gli eventi accaduti.

\* \* \* \* \*

In conclusione:

1. A nostro parere, il contratto di *cash pooling* non ha procurato alcun danno a Parmalat.
2. L'analisi di DGPA non è del tutto condivisibile dal punto di vista metodologico perché, proprio nei casi in cui i conteggi supportano l'esistenza di un danno, si fonda su scenari controfattuali che non rispettano la logica *ex ante* che deve informare la valutazione prognostica alla base dell'analisi differenziale e che non rappresentano la situazione più probabile in cui si sarebbe trovata Parmalat in assenza del *cash pooling*.
3. La nostra analisi economica dimostra che Parmalat per conseguire un risultato più alto di quello ottenuto avrebbe dovuto investire una quota rilevante della liquidità in titoli di stato italiani e in depositi a tempo di banche italiane i cui rendimenti aumentarono perché il rischio Italia del pari aumentò e fu percepito come molto elevato dagli investitori.

4. Non ci pare esigibile dagli amministratori di una società industriale un comportamento che, per cercare di ottenere maggiori rendimenti, innalzi i rischi finanziari per l'impresa in contraddizione con le scelte della gran parte degli investitori professionali.

Milano, 26 aprile 2017



*(prof. avv. Paolo Gualtieri)*