

**AVV. PROF. FRANCESCO BENATTI**

Piazza della Repubblica n. 28  
Tel. 02/29.00.34.42  
Fax 02/6575589  
e-mail: segreteria@studiolegalefbenatti.it

20124 MILANO

**AVV. PROF. EMANUELE RIMINI**

Via Cesare Battisti n. 11  
Tel. 02/55.18.75.43//02/55.18.09.67  
Fax 02/59.90.24.98  
e-mail: emanuele.rimini@studiorimini.it

20122 MILANO

Milano, 27 aprile 2017

Spettabile  
PARMALAT S.p.A.  
Via Guglielmo Silva n. 9  
20149 Milano

- Alla c.a. del Presidente del Consiglio di Amministrazione, dottoressa Gabriella Chersicla -

**Prima risposta ai quesiti formulati in data 10 aprile 2017.**

**I. I quesiti**

Il Consiglio di Amministrazione di Parmalat, in data 10 aprile 2017, ha sottoposto anche ai sottoscritti avv. prof. Francesco Benatti ed avv. prof. Emanuele Rimini i seguenti quesiti:

*“Considerato il contenuto:*

*- delle Relazioni ex art. 2408, secondo comma, cod. civ., del Collegio sindacale di Parmalat S.p.A. del 29 aprile 2016 e del 6 febbraio 2017, nella quale ultima, con riferimento alla Denuncia ex art. 2408, cod. civ., del 7 marzo 2016 e dell'integrazione a essa del 21 settembre 2016 da parte di Amber Capital UK LLP, sono rassegnate le conclusioni e le proposte con specifico riguardo al contratto c.d.*

*cash pooling agreement del 6 ottobre 2011 tra Parmalat S.p.A. e B.S.A. Finances S.N.C.;*

- *della nota presentata dall'Amministratore Delegato di Parmalat S.p.A. in occasione del Consiglio di amministrazione del 24 febbraio 2017;*

- *della Relazione dell'Amministratore Delegato e del Chief Financial Officer al Comitato per le operazioni con parti correlate di Parmalat S.p.A., nella quale, all'esito dell'esame delle predette Relazioni del Collegio sindacale e delle Analisi di DGPA & Co del 27 aprile 2016 e del 6 febbraio 2017, condotte in veste di consulente del Collegio sindacale, sono svolte alcune considerazioni sulle conclusioni di esse;*

- *di ogni atto e documento ivi richiamato;*

*dicano i consulenti:*

- *se la conclusione e l'esecuzione per come di fatto attuata del richiamato contratto c.d. cash pooling agreement configuri l'inosservanza di doveri da parte degli amministratori pro tempore di Parmalat S.p.A., loro imposti dalla legge e dallo statuto, avuto riguardo alla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, ai sensi dell'art. 2392, cod. civ.;*

- *se da ciò sia derivato un danno a Parmalat S.p.A.;*

- *se di tutto ciò vi siano prove o principi di prova sufficienti a consentire a Parmalat S.p.A. di assolvere al relativo onere a essa incombente;*

*di talché si ritenga possibile promuovere fondatamente l'azione sociale di responsabilità di cui all'art. 2393, cod. civ., nei confronti degli amministratori pro tempore di Parmalat S.p.A.”.*

## **II. Alcune sintetiche considerazioni di carattere preliminare.**

Gli Esponenti, dopo aver esaminato la documentazione sopra indicata, si sono persuasi del fatto che la risposta ai quesiti posti alla base del richiesto Parere deve muovere dal secondo e dal terzo, cioè da quelli che riguardano rispettivamente la ravvisabilità, o meno, di un danno a carico di Parmalat S.p.A. per effetto della conclusione ed esecuzione del contratto di Cash Pooling Agreement come di fatto attuata e la individuabilità, o meno, di prove o principi di prova sufficienti a consentire a Parmalat S.p.A. di assolvere al relativo onere ad essa incombente.

Essendo evidente – ad opinione di chi scrive – che, se dovesse essere accertata l'inesistenza di un danno a carico di Parmalat S.p.A. e/o se non fosse possibile individuare prove o principi di prova sufficienti a consentire a Parmalat di assolvere all'*onus probandi* strettamente connesso alla promozione di un'azione sociale di responsabilità di cui all'art. 2393 cod. civ. nei confronti degli amministratori pro tempore di Parmalat S.p.A., tali convincimenti risulterebbero assorbenti rispetto ad ogni altra valutazione riguardante i presupposti che la dottrina e soprattutto la giurisprudenza ritengono indispensabili per potere promuovere fondatamente una azione sociale di responsabilità nei confronti di amministratori di S.p.A.

Per questi motivi, gli Esponenti hanno esaminato, in aggiunta alla documentazione sopra menzionata, gli Elaborati recentemente redatti dai consulenti di estrazione finanziaria-aziendalistica, che lo stesso Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha ritenuto di consultare con riguardo ai medesimi quesiti sopra testualmente riportati, i quali hanno approfondito proprio il tema della ravvisabilità o meno di un danno derivante a Parmalat S.p.A. a seguito della stipulazione ed esecuzione del contratto di Cash Pooling secondo il metodo della c.d. analisi differenziale. Più in particolare, gli Esponenti hanno consultato sia il “Parere” datato 25 aprile 2017 rilasciato dal prof. avv. Paolo Gualtieri, sia l’“Analisi del contratto di Cash Pooling Agreement” datata 26 aprile 2017 rilasciata da Borghesi e Associati S.p.A. a firma del dott. Arnaldo Borghesi e del ing. Francesco Ciro Bonzio.

A tali Elaborati gli Esponenti faranno frequente riferimento nel prosieguo della trattazione, ma sin d’ora si riportano testualmente le conclusioni alle quali i predetti Consulenti sono pervenuti.

Il prof. avv. Paolo Gualtieri ha così testualmente concluso:

*“A nostro parere, il contratto di cash pooling non ha procurato alcun danno a Parmalat.*

*1. 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.*

2. *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.*

3. *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."*

Il dott. Arnaldo Borghesi e l'ing. Francesco Ciro Bonzio hanno così concluso:

#### **"CONCLUSIONI**

*Il giudizio conclusivo deve a nostro avviso ricomprendere:*

- a) L'inquadramento della performance in un momento di mercato straordinario;*
- b) L'aver o meno ottemperato alle principali finalità di una tesoreria di una azienda industriale complessa;*
- c) La rilevanza delle differenze emerse nelle alternative;*
- d) La valutazione effettiva del rischio delle alternative.*

*Il primo aspetto, relativo alla situazione di fine 2011 e prima metà del 2012, non può essere trascurato. Per la situazione finanziaria un governo della Repubblica fu costretto a fine 2011 a dimettersi. Lo spread BTP-Bund, che toccò il 9/11/2011 il record di 574 punti base, in realtà scese sotto il livello di 300 solo tra l'8 e 21 marzo 2012, per poi risalire sopra 400 dal 10 aprile e rimanere costantemente sopra quel livello, toccando il 12 giugno 490 bp. La apparente situazione di alleggerimento a inizio 2012 legata alla nomina del nuovo governo, nei fatti, fu transitoria. La percezione di rischiosità del paese e degli istituti bancari, che del debito italiano sono tra i principali finanziatori e che anzi sovrainvestirono nel 2012 in nuovi titoli di stato italiani durante l'impennata dei tassi, fu costante durante tutto il periodo considerato.*

*In questo scenario, la tesoreria Parmalat ci pare abbia adempiuto ai suoi compiti istituzionali: servire innanzitutto le scadenze di pagamento certe o possibili. Mantenere invariato il capitale, in secondo luogo, tenendo scadenze a breve come va fatto nei periodi di alta volatilità dei tassi. Non risulta in alcuno dei documenti a nostre mani una perdita in conto capitale – che sarebbe stata possibile - in alcun istante durante il periodo considerato. In terzo luogo sono stati prodotti oltre € 20 mln di interessi, pur avendo un evidente vincolo a non poter investire a lungo termine e dovendosi limitare a strumenti a breve-medio.*

*Per raffronto, ancorché senza pretesa di esaustività, sono stati esaminati gli interessi attivi maturati nel primo semestre 2012 (il periodo temporale su cui sono emersi dubbi relativamente alla performance di Parmalat) in alcune primarie*

*aziende industriali italiane con gestione di tesoreria liquida, che vengono riportati in Tav. 13.*

	Cash and cash equivalent	Interest Income	Rendimento Semestrale su Interest Income (I sem 2012)
CIR Compagnie Ii	494	5	1,0%
FIAT Industrial	5.639	21	0,4%
Fiat S.p.A	17.526	121	0,7%
Telecom Italia	6.714	113	1,7%
Italmobiliare	821	7	0,8%
Luxottica	905	12	1,3%
Saipem	1.029	6	0,6%
Leonardo	1.331	12	0,9%
Danieli & C	1.469	10	0,7%
Media	35.928	307	0,85%

***Tav. 13 – rendimenti primo semestre 2012 in alcune società industriali con gestione liquida di tesoreria***

*Parmalat nello stesso periodo, e con scadenze importanti ravvicinate, ha prodotto 12,8 mln di interessi, su una media complessiva di circa € 1330 mln, cioè lo 0,96%, un risultato migliore.*

*La rilevanza del dato emerso è un ulteriore aspetto da non trascurare. Gli scenari alternativi e migliorativi esaminati producono effettivamente tra 1 mln e 1,5 mln di miglior risultato, ma questo valore non va confrontato con il reddito prodotto nel periodo, ma col saldo medio della liquidità, che per produrre reddito viene messa a rischio anche in conto capitale: a fronte di € 1330 mln di saldo medio si sta discutendo circa di un 1 per mille di ipotetico miglior risultato.*

*Da ultimo, non può essere trascurata la valutazione del rischio aggiuntivo di perseguire quell'ipotetico 1 per mille di miglior risultato. Ricordiamo che Standard & Poor's il 13 gennaio 2012 peggiora il rating di tutte le banche italiane, inclusa BNL, pur se controllata da BNP Paribas, a BBB+ (cioè non è più Investment Grade Superiore), mentre da inizio gennaio 2012 Lactalis migliora il proprio merito di credito. Non è solo la rischiosità assoluta delle alternative a dover essere valutata, ma anche il suo movimento e la direzione in cui essa si muove. Il sistema bancario italiano ha in quel momento una chiara direzione verso il peggioramento, mentre la Francia e il sistema bancario francese non evidenziano alcuna variazione di rischiosità, e addirittura la propria controllante Lactalis sta migliorando la propria rischiosità. Affermare in questa situazione che una tesoreria avrebbe dovuto ignorare l'insieme di questi fattori per inseguire quell'1 per mille di miglior risultato teorico, non appare ragionevole.*

*Considerando tutti questi fattori, il comportamento tenuto dalla tesoreria Parmalat nel periodo indicato non appare in alcun modo dannoso, ma anzi, al contrario, particolarmente prudente, equilibrato e anche efficace nei risultati."*

**III. Sul secondo quesito, ovvero se dalla conclusione ed esecuzione per come di fatto attuata del contratto di Cash Pooling sia derivato un danno a Parmalat S.p.A.**

1. Come risulta dalle conclusioni alle quali sono pervenuti i Consulenti, questi ultimi hanno motivatamente ritenuto - seppur utilizzando argomentazioni non



sempre coincidenti, ma comunque tra di loro complementari - di non poter giudicare ravvisabile il danno così come da ultimo stimato dal Consulente del Collegio Sindacale. Le predette argomentazioni appaiono convincenti anche considerate da un punto di vista strettamente giuridico.

2. E' stato messo in risalto che la fattispecie riguarda un'ipotesi di ipotetico danno da lucro cessante. Ne consegue che per potere ritenere sussistente un pregiudizio patrimoniale risarcibile occorre confrontare gli effetti prodotti dalla condotta contestata (*id est* l'esecuzione per come di fatto attuata del richiamato contratto di Cash Pooling Agreement) con quelli che si sarebbero potuti verificare in assenza di tale condotta.

In questa prospettiva, come pure entrambi gli Elaborati hanno rimarcato, poiché il solo scenario osservabile è quello che riflette gli effetti della condotta ritenuta illecita, risulta indispensabile elaborare uno "scenario controfattuale" che non appaia in alcun modo condizionato dal comportamento contestato (cioè l'esecuzione per come di fatto attuata del richiamato contratto di Cash Pooling Agreement). E da quest'ultimo punto di vista sarebbe doveroso rappresentare, nello "scenario controfattuale" da comparare con lo "scenario fattuale" perfettamente misurabile, la più probabile situazione nella quale si sarebbe venuto a trovare il soggetto pretesamente danneggiato in assenza delle condotte che hanno cagionato l'asserito danno (per questi primi cenni di teoria economica in tema di stima del danno, si vedano le pp. 6 e ss. del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri).

D'altro canto, è altrettanto corretto sostenere che l'attribuzione di una probabilità di accadimento ai vari scenari possibili non può essere sempre basata su canoni obiettivi e pertanto, ogniqualvolta sia possibile prefigurare una pluralità di scenari ragionevolmente prevedibili, sarebbe opportuno tener conto non soltanto di uno di essi, a maggior ragione se si tratta di quello che sembra più coerente con la tesi che si intende sostenere.

In altri termini, quando occorre riferirsi alle più probabili situazioni nelle quali il soggetto pretesamente danneggiato si sarebbe venuto a trovare in assenza delle condotte che avrebbero cagionato l'asserito danno, devono pur sempre essere rispettati i canoni della razionalità e quello della obiettività da riferire al momento della condotta contestata (anche su tali aspetti si rinvia alla parte introduttiva del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri: cfr. p. 8).

3. Ciò premesso, meritano di essere attentamente valutate, per un verso, le "considerazioni di contesto dell'operazione di Cash Pooling", sulle quali si sono intrattenuti entrambi gli Elaborati (cfr. in particolare le pp. 8-13 dell'Analisi in merito al contratto di Cash Pooling Agreement di Borghesi e Associati); per altro verso, le scadenze di pagamento che la tesoreria di Parmalat poteva ragionevolmente prevedere nell'ambito della sua normale operatività (pure a prescindere – per essere chiari – dall'acquisizione LAG: un altro aspetto sul quale l'Analisi in merito al contratto di Cash Pooling di Borghesi e Associati si è opportunamente soffermata); per altro verso ancora, la segnalata irrealisticità dello scenario c.d. "Dinamico" (così è stato significativamente definito nel Parere del

prof. avv. Paolo Gualtieri) prospettato dal Consulente del Collegio Sindacale, in quanto basato su un'ipotesi che non rispetta il già ricordato principio secondo cui lo "scenario controfattuale" deve essere definito ponendosi al tempo della condotta contestata (sul punto, cfr. la p. 12 del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri, il quale ha sottolineato l'inaffidabilità di uno scenario che, da una parte, ha assunto che l'intera liquidità potesse essere investita di mese in mese nello strumento risultato *ex post* più redditizio e che, dall'altra parte, presuppone la ovvia non conoscibilità da parte del tesoriere dell'epoca di quale sarebbe stato l'investimento più redditizio nel mese successivo).

Le predette notazioni qui riportate in forma sintetica hanno permesso ad entrambi i Consulenti di giungere a risultati conclusivi per più di un profilo coincidenti.

4 . In primo luogo, entrambi gli Elaborati si sono allineati alle conclusioni raggiunte dal Consulente dei Sindaci rispetto alla comparazione tra il rendimento del Cash Pooling e lo scenario c.d. "Liquidity", che supponeva l'impiego della liquidità esclusivamente in conti correnti e depositi a vista.

Una comparazione che è potuta avvenire in un ambito di perfetta comparabilità tra lo "scenario fattuale" e lo "scenario controfattuale", posto che quest'ultimo ha implicitamente assunto – come è stato accertato alla p. 13 del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri – la condivisibilità dei criteri di scelta che hanno condotto alla conclusione del contratto di Cash Pooling Agreement, consistenti nell'elevato grado di liquidità, e cioè di pronta utilizzabilità del denaro

per fini industriali, ed il basso livello di rischio di controparte e che ha permesso di constatare non soltanto le “condizioni economiche di mercato” che regolavano il Cash Pooling Agreement, ma anche il miglior rendimento di quest’ultimo rispetto allo scenario alternativo prospettato.

In secondo luogo, lo scenario c.d. “Investment”, elaborato dal Consulente dei Sindaci assumendo, come non necessario, un così elevato grado di liquidità previsto dallo “scenario fattuale” con conseguente maggior flessibilità nella selezione del rischio di controparte allo scopo di veder aumentati i rendimenti, presenta, secondo le puntuali osservazioni di entrambi gli Elaborati, una duplice criticità, che rende non condivisibile la ricostruzione comparativa elaborata.

Ci si intende riferire non soltanto alla assoluta irrilevanza della pronta liquidità per l’intero importo di quella disponibile, la quale, oltre ad essere un’ipotesi diametralmente opposta al criterio applicato nello “scenario fattuale” (tale censura si trova a p. 15 del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri), trascura totalmente le scadenze di pagamento alle quali era esposta Parmalat sia per far fronte ai debiti di funzionamento dell’impresa, sia per corrispondere i dividendi ai soci, un evento poi puntualmente verificatosi (su tali significative circostanze si sofferma soprattutto l’Analisi del contratto di Cash Pooling Agreement di Borghesi e Associati e soprattutto non dà la giusta importanza al rischio di controparte, il che si pone in distonia con il rispetto della logica *ex ante* che deve informare ogni valutazione prognostica (entrambi gli Elaborati si sono soffermati su questa tematica).

Ma vi è forse anche di più, poiché nello scenario c.d. "Investment" elaborato dal Consulente del Collegio Sindacale il maggior rendimento rispetto a quanto ravvisabile nell'ambito dello scenario c.d. "Liquidity" è stato ottenuto simulando l'investimento dell'intero ammontare della liquidità in depositi vincolati a termine di banche italiane, le quali nel periodo compreso tra gennaio e maggio 2012 assicuravano agli investitori rendimenti maggiori in quanto riflettevano evidentemente un maggior rischio di controparte – e del rischio Italia nel suo complesso - rispetto alle modalità con le quali la stessa liquidità era stata investita per il tramite del Cash Pooling Agreement, non senza sottovalutare gli effetti benefici delle indirette garanzie fornite da un pool di sedici gruppi bancari non italiani.

Se poi si aggiunge che lo stesso Consulente del Collegio Sindacale ha espresso nelle proprie relazioni dei seri dubbi sulla ragionevolezza di un investimento dell'intero ammontare della liquidità di Parmalat in Titoli di Stato italiani nel periodo cronologico rilevante, non può non essere riscontrata una marcata contraddizione, posto che è unanimemente condivisa l'elevata correlazione tra il rischio di *default* dello Stato italiano ed il rischio di *default* delle banche del nostro Paese (in tal senso, cfr. la p. 18 del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri).

Infine, è soprattutto con riguardo allo scenario c.d. "Dinamico" che si rivolgono le più marcate e stringenti critiche da parte di entrambi gli Elaborati. L'idea secondo la quale di mese in mese il tesoriere di Parmalat avrebbe, astrattamente, potuto – senza peraltro perdere giorni di valuta - trasferire di banca

italiana in banca italiana l'intera liquidità disponibile, scegliendo di volta in volta il rendimento più favorevole, senza considerare i già menzionati rischi di controparte, contrasta palesemente non soltanto con la logica *ex ante* che deve informare ogni valutazione prognostica che possa esser posta a base di un'analisi differenziale, ma anche non possiede i caratteri della razionalità e della obiettività. E ciò in quanto il grado di soggettività e di discrezionalità che influenza l'intero scenario, si appalesa manifestamente eccessivo.

Non può poi non essere sottolineata la notoria massima di esperienza secondo la quale anche l'ammontare della liquidità da investire può incidere sui rendimenti assicurati e secondo la quale trasferimenti, a maggior ragione se particolarmente elevati, di notevoli masse di liquidità da una banca all'altra, possono non solo "costare" giorni di valuta, ma richiedere anche tempi di esecuzione non immediati (oltre che contemplare, tra le opzioni possibili, concrete possibilità di rifiuto a ricevere trasferimenti così consistenti non essendoci condizioni di mercato per poter essere proficuamente impiegati) .

Tutto quanto precede ha convinto anche gli Esponenti che gli scenari controfattuali ai quali fosse possibile attribuire le maggiori probabilità di accadimento a seguito delle condotte assunte da parte di un diligente, scrupoloso e competente tesoriere non possano essere quelle rappresentate nei c.d. scenari "Investment" e "Dinamico" sopra descritti.

5. Ma non è tutto. In entrambi gli Elaborati si colgono due ulteriori considerazioni, seppur sotto un diverso profilo, che persuadono non solo della

conclusione che precede, ma – come si avrà modo di rappresentare tra breve – possono incidere sulla risposta da dare al terzo quesito.

Sotto un primo punto di vista, merita di richiamare nuovamente l'attenzione sulla "Tav. 13 – rendimenti primo semestre 2012 in alcune società industriali con gestione liquida di tesoreria" (riprodotta alla p. 24 dell'Analisi in merito al contratto di Cash Pooling di Borghesi e Associati), la quale pone chiaramente in luce quale sia stato il rendimento medio del primo semestre 2012 di liquidità disponibili presso nove tesorerie di importanti società industriali, con gestione di tesoreria liquida aventi ordini di grandezza comparabili con quelli di Parmalat: da essa si evince che il rendimento ottenuto per il tramite del contratto di Cash Pooling sia stato migliore di ben undici *basis points*, e questo dato smentisce la censurabilità della gestione della liquidità e rappresenta una importante, indiretta conferma della legittimità della condotta tenuta dagli amministratori *pro tempore* che, relativamente all'impiego della liquidità, non hanno esposto Parmalat a rischi finanziari eccessivi per cercare di ottenere maggiori rendimenti soltanto potenziali e peraltro non di significativa più estesa ampiezza, essendo a questo punto chiaro che, così diversamente operando, avrebbero intrapreso scelte difformi da quelle attuate dai *competitors*.

Sotto un secondo punto di vista, devono essere evidenziate le prospettazioni alternative che sono state effettuate nella parte finale del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri. Le stesse, infatti, da un lato, dimostrano quali possano essere i diversi angoli visuali (e come diremo appresso, le plurime strategie difensive adottabili)

con cui possono essere riguardate vicende complesse come quelle che riguardano ipotesi di danno da lucro cessante e, dall'altro lato, rappresentano due possibili alternative di visioni controfattuali dotate di maggior grado di razionalità e obiettività rispetto al percorso seguito dal Consulente del Collegio Sindacale.

Ci si intende riferire, in prima battuta, a quali sarebbero stati i risultati ottenibili se il tesoriere di Parmalat avesse eventualmente continuato ad allocare la liquidità disponibile secondo i criteri che Parmalat seguiva nel marzo del 2011, ovvero in un periodo nel quale non si era neppure affacciata la eventualità della acquisizione di LAG. Sulla base di tali criteri, che comprendevano investimenti in tre *assets class*: liquidità, depositi a tempo e titoli di stato, si sarebbero comunque ottenuti (secondo quanto esposto alle pp. 21 e ss. del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri) rendimenti inferiori a quelli ottenuti a seguito della esecuzione del Cash Pooling Agreement.

In seconda battuta, merita di essere menzionata l'analisi compiuta alle pp. 25 e ss. dello stesso Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri, che si articola in due momenti: un primo momento, nel quale è stata individuata la allocazione che avrebbe potuto determinare il punto di c.d. *break even*, ovvero che avrebbe consentito di ottenere rendimenti uguali a quelli prodotti dal Cash Pooling Agreement, utilizzando le tre *assets class* sopra menzionate (liquidità, depositi a tempo e titoli di stato), facendo variare tutti i pesi degli strumenti finanziari impiegati; ed un secondo momento, nel quale dopo aver matematicamente verificato che quella dei depositi a tempo sarebbe stata l'*asset class* in grado di influenzare in



aumento il risultato che Parmalat avrebbe potuto ottenere, è stato stimato il peso minimo che questa *asset class* avrebbe dovuto avere nel portafoglio per arrivare al punto di *break even*. Il risultato così alla fine conseguito ha, infatti, messo in evidenza che per ottenere un rendimento superiore rispetto a quello prodotto dal Cash Pooling Agreement sarebbe stato necessario per Parmalat investire una parte notevole della propria liquidità negli strumenti finanziari più rischiosi, e cioè in titoli di stato italiani e depositi a tempo di banche italiane. Uno scenario ancora una volta tutt'altro che probabile e sicuramente non coerente con una prudente gestione della tesoreria da parte di un'impresa industriale quotata in borsa, che avrebbe necessariamente dovuto tenere in attento conto una serie convergente di segnali che consigliavano, soprattutto nel primo semestre 2012, di non effettuare investimenti massivi nel c.d. Sistema Italia, anche se soltanto di durata relativamente breve.

6. A tale riguardo, gli Esponenti ritengono che non possa esser trascurato il rilievo secondo il quale gli obiettivi della tesoreria di una impresa industriale non sono né quelli di un fondo speculativo, né quelli di investitori istituzionali che ragionino a medio-lungo termine, in quanto le priorità sono notoriamente rappresentate dal poter far fronte ai debiti di funzionamento della impresa, dal tutelare il capitale investito, agendo secondo il principio di prudenza, identificando e minimizzando i rischi di liquidità, di cambio e di variazione dei tassi di interesse (su questi aspetti cfr. anche la Analisi in merito al contratto di Cash Pooling Agreement di Borghesi e Associati S.p.A.) ed in residuale istanza dall'intento di massimizzare i rendimenti. Ne consegue che sotto il profilo strettamente giuridico –

ovvero avendo riguardo, come espresso nel primo quesito, alla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze dei componenti del consiglio di amministrazione - la censurabilità di ogni scelta gestoria che riguardi l'allocazione della liquidità disponibile andrebbe, prima di ogni altra valutazione, parametrata rispetto alle *best practices* di un tesoriere competente ed avveduto, ovvero valutata alla stregua di uno *standard* comportamentale che tenga in debita considerazione tutte le sopra segnalate componenti e che possa, pertanto, permettere di valutare se vi sia stata, o non, la adozione di scelte di fondo adeguatamente ponderate *ex ante*. Non senza dimenticare che proprio in una ottica *ex ante* sarebbe necessario considerare comunque premianti approcci caratterizzati da ragionevolezza e prudenza, nel senso che dovrebbero essere privilegiate scelte gestionali orientate al contenimento dei rischi (nel loro complesso, ma finanziari *in primis*), soprattutto in fasi di congiunture economiche delicate, come quelle che hanno contrassegnato il periodo cronologico in osservazione. Ed in tal senso, anche la richiesta di una *Fairness Opinion* da parte di un primario interlocutore come Mediobanca rispetto al Cash Pooling Agreement che si stava perfezionando, non può non venir adeguatamente soppesata quale elemento di ragionevole ponderazione, *a fortiori* se si considerano alcune particolari clausole negoziali del predetto Cash Pooling Agreement decisamente protettive per Parmalat, prima tra tutte la *Revolving Credit Facility*. La clausola in virtù della quale la controllante indiretta BSA si era impegnata a mantenere in essere in ogni momento una linea di credito, sindacata tra sedici gruppi bancari non italiani, al servizio del rimborso

della liquidità conferita da Parmalat, proteggeva indubbiamente quest'ultima dal rischio controparte, realizzando in pratica una sorta di garanzia collaterale in danaro (come sostenuto anche alla p. 14 del Parere del prof. avv. Paolo Gualtieri).

In definitiva, gli Esponenti ritengono di poter condividere pure sotto il profilo strettamente giuridico, le già richiamate conclusioni raggiunte da entrambi gli Elaborati secondo cui non soltanto "la Tesoreria di Parmalat ha adempiuto ai propri compiti istituzionali" (cfr. la Analisi del contratto di Cash Pooling Agreement di Borghesi e Associati S.p.A.), ma anche non pare esigibile dagli amministratori di una società industriale un comportamento riguardante l'impiego della liquidità, che per cercare maggiori rendimenti potenziali innalzi i rischi finanziari per l'impresa, in contraddizione con le scelte attuate nel periodo dalla stragrande maggioranza degli investitori professionali (cfr. il "Parere" del prof. avv. Paolo Gualtieri).

**IV. Sul terzo quesito, ovvero se ci siano prove o principi di prova sufficienti a consentire a Parmalat ad assolvere al relativo onere ad essa incombente.**

1. Le notazioni che precedono devono ritenersi assorbenti. Se non vi sono gli estremi per poter ragionevolmente sostenere la ravvisabilità nel caso di specie di un danno da lucro cessante, non sarebbe neppure necessario soffermarsi sui profili riguardanti l'assolvimento del pur sempre gravoso *onus probandi* che graverebbe sulla società che volesse agire, comunque, in responsabilità nei confronti dei propri amministratori *pro tempore*. E ciò quand'anche si volessero prospettare *causae*

*petendi* ulteriori e/o diverse rispetto a quelle riconducibili al disposto di cui all'art. 2393 c.c. menzionato nel primo quesito.

E' risaputo, infatti, che le società che decidono di far valere la responsabilità degli amministratori per pretesi atti di loro *mala gestio*, hanno esclusivamente l'onere di allegare specificamente (ma non di provare rigorosamente) gli inadempimenti rispetto all'obbligo di bene amministrare, in definitiva, un patrimonio altrui, spettando, viceversa, ai convenuti la prova dell'adempimento, ovvero del fatto che l'inadempimento è dovuto a causa a lui non imputabile. Le stesse società hanno pur sempre l'onere di dimostrare di aver subito un pregiudizio risarcibile e di quantificarlo.

2. Ebbene da quest'ultimo punto di vista, gli Esponenti intendono comunque rammentare che proprio la necessità di dovere seguire la metodologia della "analisi differenziale" e la conseguente indispensabilità di rappresentare in modo convincente – e cioè nel rispetto dei prima richiamati canoni della razionalità e dell'obiettività, collocando ogni costruzione comparativa all'epoca della condotta contestata - scenari controfattuali, pone più di un ostacolo ad una seria individuazione non soltanto di prove, ma anche di principi di prova sufficienti. Altrimenti detto, gli scenari alternativi - e sia consentito ribadirlo – maggiormente realistici e prevedibili in una dimensione *ex ante*, profilati in via del tutto indipendente e per ciò solo anche diversi da parte di entrambi i Consulenti ai quali Parmalat ha deciso di rivolgersi contemporaneamente, rappresentano, considerati unitariamente, autentiche più che fondate obiezioni rispetto alla tesi di censura

suggerita dal Consulente del Collegio Sindacale. Obiezioni che potrebbero agevolmente trasformarsi dal punto di vista sostanziale in autentiche difese e dal punto di vista più propriamente probatorio in una vistosa crepa rispetto ad un impianto argomentativo che, a tutto voler concedere per completezza di ragionamento, condurrebbe nelle ultime rivisitazioni quantitative dello stesso Consulente del collegio sindacale ad un *petitum* risarcitorio comunque sottile e forse addirittura non "materiale".

Una constatazione di carattere pragmatico, quest'ultima, forse troppo elementare, ma proprio per questo motivo da non sottovalutare nella prospettiva di una preventiva valutazione dei costi - non soltanto economici - certi e dei vantaggi assolutamente incerti, pure nei tempi, che la promozione di una azione sociale di responsabilità potrebbe comportare.

E' inutile far presente anche in questa sede il dato numerico secondo il quale la asseritamente inadeguata o comunque pretesamente illegittima gestione della tesoreria di Parmalat nel periodo di vigenza del Cash Pooling Agreement (seppur nella media migliore di undici *basis points* rispetto ai risultati conseguiti nel pressoché identico periodo da nove importanti società industriali italiane aventi gestione diretta della tesoreria liquida) avrebbe posto Parmalat nella condizione di non conseguire un lucro maggiorativo di appena soli tre milioni di euro circa rispetto alla gestione, ritenuta forse eccessivamente avversa al rischio (ma certamente adeguata al tempo della conclusione e successiva esecuzione del Cash Pooling Agreement), di oltre un miliardo di euro di liquidità.

AVV. PROF. FRANCESCO BENATTI

AVV. PROF. EMANUELE RIMINI

\*\*\* \*\*

Questo parere è reso con scienza e coscienza.

Nel restare a disposizione per qualsiasi chiarimento e/o approfondimento che dovesse occorrere, grati della fiducia, si porgono i migliori saluti.

(prof. avv. Francesco Benatti)



(prof. avv. Emanuele Rimini)

