

Analisi conclusiva in merito alla
“Denuncia ex articolo 2408 del Codice Civile” del 7
marzo 2016
e alla
“Integrazione denuncia ex art. 2408 cod. civ. presentata
in data 7 marzo 2016” del 21 settembre 2016
da parte di Amber Capital UK LLP al Collegio Sindacale
di Parmalat S.p.A.

Relazione per il Collegio Sindacale di Parmalat Spa

Addendum



A seguito della redazione da parte del consulente del Collegio Sindacale ("Consulente") della "Analisi conclusiva in merito alla denuncia ex articolo 2408 del Codice Civile del 7 marzo 2016 e alla Integrazione denuncia ex art. 2408 cod. civ. presentata in data 7 marzo 2016 del 21 settembre 2016 da parte di Amber Capital UK LLP al Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A. - Relazione per il Collegio Sindacale di Parmalat Spa" datata 6 febbraio 2017 ("Relazione"), si è sviluppato un confronto con la società ("Società" o "Parmalat") che ha dato origine ad alcuni scambi documentali, incontri e confronti.

Di seguito viene riportato un sommario di quanto intercorso fra il Collegio Sindacale, la Società ed il Consulente:

- in data 6 febbraio 2017 il Consulente ha redatto la Relazione;
- in data 23 febbraio 2017 la Società, sulla base di alcune analisi condotte internamente, ha formulato alcune osservazioni relativamente all'operazione di *cash pooling* e le ha raccolte in una "Breve Nota su Relazione ex art. 2408 (*cash pooling*)" ("Nota");
- in data 10 marzo 2017, la Società ha fornito documentazione aggiuntiva riguardante il *cash pooling*;
- in data 13 marzo 2017 la Società, nella persona del Dott. Bonavita, ha richiesto al Consulente la disponibilità per un incontro, al fine di chiarire la logica e gli algoritmi di calcolo utilizzati dal Consulente per determinare la differenza degli interessi derivanti dal *cash pooling* rispetto alle ipotesi alternative sviluppate dal Consulente nella Relazione;
- in data 14 marzo 2017 si è tenuto un incontro presso DGPA&Co, studio del Consulente, a cui hanno partecipato il Professor Lombardi e la Dottoressa Pellecchia ed i Dottori Bonavita e De Cesare in rappresentanza di Parmalat;
- a seguito dell'incontro la Società, in data 16 marzo 2017, ha elaborato il documento "Report incontro presso DGPA&Co su Relazione ex art. 2408 (*cash pooling*)" , nel quale sono stati ripercorsi i principali argomenti contenuti nella Nota ed affrontati nel corso dell'incontro;
- in data 21 marzo 2017 il Consulente ha ricevuto da parte della Società, ulteriore documentazione riguardante il *cash pooling*, con particolare riferimento al calcolo di rendimento nell'ipotesi di pieno impiego del saldo di *cash pooling* nel portafoglio "Investment".

Considerato quanto intercorso tra il Collegio Sindacale, la Società ed il Consulente, quest'ultimo, in data 14 aprile 2017, ha elaborato il presente *addendum* alla Relazione ("Addendum"). La finalità dell'*Addendum* risulta quella di fornire al Collegio Sindacale ulteriori chiarimenti in merito alla Nota redatta dalla Società, all'incontro tenutosi con la Società stessa ed all'aggiornamento dei valori presi in considerazione nella Relazione, a seguito della nuova documentazione resa disponibile da parte di Parmalat.

Anzitutto risulta opportuno fornire una sintesi dei risultati ottenuti e riportati nella Relazione, al fine di riepilogare la *ratio* alla base delle analisi effettuate e dei risultati conseguiti.

In particolare, l'analisi condotta è stata tesa ad analizzare la *performance* dell'investimento in *cash pooling* realizzato da Parmalat, mettendola a confronto con



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.

Nel dettaglio sono stati analizzati, l'andamento dei rendimenti in titoli di Stato italiani, francesi e tedeschi, il rendimento della gestione della liquidità impiegata in conti correnti e depositi a vista ("*Liquidity*") ed in depositi a breve termine ("*Investment*").

Sulla base della documentazione resa disponibile alla data della Relazione e dei calcoli effettuati, investendo esclusivamente nel *cash pooling*, Parmalat avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 16,3 milioni di Euro.

In aggiunta, la simulazione condotta è stata realizzata, ipotizzando di investire, con una logica di ricerca di rendimenti ottimali, il saldo del *cash pooling* oltre che nel *cash pooling* stesso, alternativamente in conti correnti e depositi a vista, ovvero in depositi a breve termine (in cui la Società ha effettivamente investito).

Qualora Parmalat avesse investito integralmente il saldo del *cash pooling* esclusivamente:

- in depositi a breve termine (*Investment*), avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 19,5 milioni di Euro;
- in conti correnti e depositi a vista (*Liquidity*), avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 13,5 milioni di Euro.

Inoltre, perseguendo la ricerca del rendimento ottimale, Parmalat avrebbe potuto ottenere un rendimento pari a circa 20,6 milioni di Euro.

Dunque, una gestione della tesoreria, tesa ad ottimizzare, di volta in volta, il rendimento ottenibile dagli investimenti disponibili, mantenendo la medesima proporzione ed i medesimi emittenti e depositari in cui la Società ha effettivamente investito nel periodo rilevante, avrebbe permesso a Parmalat di guadagnare un extra rendimento, rispetto a quello offerto dal *cash pooling*. La simulazione condotta ha permesso dunque di stimare un maggior rendimento potenziale, in misura pari a circa 4,3 milioni di Euro.

Tuttavia, secondo quanto riportato dalla Società all'interno della Nota e dall'analisi della documentazione aggiuntiva fornita dalla Società in data 10 marzo 2017, 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.

La documentazione aggiuntiva fornita in data 10 marzo 2017 dalla Società contiene, in particolare:

- le contabili mensili relative agli interessi maturati dall'investimento nel *cash pooling* effettivamente percepiti dalla Società, pari a 17,0 milioni di Euro;
- i rendimenti del *cash pooling* relativi al mese di luglio 2012¹, informazione non disponibile al momento della redazione della Relazione.

¹ Più nel dettaglio, il *cash pooling* è stato operativo nel periodo compreso tra il 12 ottobre 2011 ed il 4 luglio 2012.



Pertanto, considerate le nuove informazioni ricevute e quanto precedentemente esposto:

- i proventi derivanti dal *cash pooling* risultano pari a 17 milioni di Euro e trovano riscontro nella scheda contabile di movimentazione del *cash pooling* e nel prospetto che indicava i saldi ed i tassi di rendimento mensili (fino al mese di giugno 2012) già a mani del Consulente, nonché nello scalare allegato alla Nota predisposta da Parmalat in data 10 marzo 2017, che reca tassi e saldi giornalieri e che non era originariamente stato consegnato al Consulente;
- l'ammontare di 16,3 milioni di Euro riportato nella Relazione deriva da un calcolo effettuato, applicando i rendimenti medi mensili del *cash pooling* riportati nel prospetto che Parmalat aveva presentato a fini comparativi, ai saldi giornalieri.

Pertanto, considerato quanto esposto, il rendimento "ottimale" stimato dal Consulente resta invariato e dunque pari a 20,6 milioni di Euro, mentre quello del *cash pooling* si allinea con le evidenze Parmalat a 17,0 milioni di Euro. Di conseguenza il maggior rendimento potenziale risulta pari a 3,6 milioni di Euro.

Una ulteriore osservazione mossa dalla Società con riferimento al modello elaborato dal Consulente, riguarda la scelta del portafoglio "*Investment*" come investimento alternativo al *cash pooling*. Più nel dettaglio, secondo quanto esposto dalla Società, l'impiego delle disponibilità in *cash pooling* aveva come caratteristica la immediata liquidabilità degli importi, caratteristica rintracciabile solo nella modalità alternativa di investimento "*Liquidity*" e non in quella "*Investment*", stanti i vincoli che quest'ultima avrebbe posto proprio in termini di immediato smobilizzo delle somme investite.

Si ritiene prioritariamente di osservare che una normale gestione della tesoreria, laddove non sia esplicitamente previsto un impiego delle risorse in questione nel brevissimo termine, prevede normalmente impieghi con scadenze mensili/trimestrali (e talora anche più estese), alla ricerca di maggiori rendimenti offerti dalle curve dei tassi per scadenze superiori a quelle della liquidità immediata.

La rinuncia alla disponibilità immediata delle risorse, a fronte di maggiori rendimenti, è dunque prassi comune e la maggiore liquidità di un investimento (entro limiti ragionevoli per una gestione di tesoreria), non rappresenta di per sé un fattore di rilievo per l'allocazione delle risorse disponibili.

In ogni caso, a puro scopo di approfondimento del tema, è stata realizzata una simulazione, seguendo sempre la medesima logica di ricerca di rendimenti ottimali, ma ipotizzando di investire il saldo del *cash pooling*, oltre che nel *cash pooling* stesso, solo in conti correnti e depositi a vista (portafoglio "*Liquidity*").

Seguendo questa logica, Parmalat avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 17,9 milioni di Euro.

Occorre sin da subito sottolineare che, ai fini di una migliore comprensione dei risultati esposti, si riporta in allegato un riepilogo dei risultati di tutte le simulazioni condotte (Allegato 1).



La Società ha poi sviluppato un ulteriore rilievo, riguardante il seguente punto:

stante la *policy* di tesoreria, secondo la Società, non sarebbe ragionevole ipotizzare di investire l'intero importo della liquidità nei portafogli "*Liquidity*" o "*Investment*", e dunque non sarebbero altresì ragionevoli i rendimenti impiegati nel modello per determinare i possibili ritorni che in ipotesi avrebbero potuto essere ottenuti in alternativa a quelli effettivamente conseguiti.

Anche in questo caso permane la convinzione che l'osservazione della Società, stante quanto già osservato in precedenza, vada considerata criticamente.

Successivamente, la Società, entrando in alcune considerazioni di maggiore dettaglio, sottolinea che il rendimento calcolato per lo scenario di ricerca del massimo rendimento, stimato in 20,6 milioni di Euro, sembrerebbe basarsi sull'ipotesi di poter selezionare, in ciascun mese, la migliore forma di impiego caratterizzata dal rendimento percentuale *pro tempore* più elevato. Secondo la Società tale ipotesi non sembrerebbe essere realistica dal momento che parrebbe non tenere conto delle caratteristiche degli impieghi e in particolare delle loro scadenze.

Più nel dettaglio, con riferimento al ragionamento seguito nella Relazione, la Società sottolinea che, nello scenario della massimizzazione del ritorno, si sia ipotizzato di poter investire gli ammontari disponibili nella forma tecnica che via via presentava il miglior rendimento. La Relazione indica come strumenti da utilizzare mensilmente, in quanto più favorevoli, il *cash pooling*, da ottobre a dicembre 2011, il portafoglio "*Investment*" da gennaio a maggio 2012, ed il portafoglio "*Liquidity*" per giugno ed i primi giorni di luglio. A titolo di esempio, dunque, nel maggio di 2012 è stato ipotizzato di investire l'intero importo della liquidità disponibile in impieghi "*Investment*"². Tali rendimenti erano relativi ad impieghi con scadenza vincolata a tre mesi. Secondo quanto riportato dalla Società nella Nota, questo significherebbe che non sarebbe stato possibile disinvestire le somme impiegate in tali depositi nei successivi mesi di giugno e luglio, se non a fronte di una penale che ne avrebbe abbattuto il rendimento. La Società sostiene dunque che, il modello del rendimento ottimale trascurerebbe il vincolo derivante dalla non compatibilità degli impieghi del *cash pooling* nella forma "*investment*", avendo quest'ultima rendimenti di riferimento spesso riconducibili a depositi accesi in date anteriori a quelle indicate per lo spostamento dei fondi, ovvero disinvestimenti anticipati rispetto alle date di scadenza di depositi vincolati.

Con riferimento a tale aspetto, si segnala in primo luogo che non è noto l'ammontare delle possibili penali relative al disinvestimento anticipato degli impieghi vincolati analizzati e non è dunque possibile effettuare un conteggio puntuale in proposito.

Per completezza di analisi, tuttavia, si è ritenuto di rivedere i conteggi riportati nella Relazione, seguendo l'ipotesi che prevede di investire integralmente il saldo del *cash pooling* nel portafoglio "*Investment*", tenendo però in considerazione la scadenza vincolata a tre mesi e quindi l'eventuale impossibilità di disinvestire le somme impiegate in tali depositi prima della loro naturale scadenza.

² Nel mese di riferimento (maggio 2012), infatti, i rendimenti del portafoglio "*investment*" risultavano essere più elevati rispetto alle altre due alternative ipotizzabili (*cash pooling* e portafoglio "*liquidity*"); pertanto, nello scenario di massimizzazione dei rendimenti, Parmalat avrebbe dovuto investire esclusivamente nel portafoglio "*investment*".



Tale aggiornamento è avvenuto modificando il calcolo di rendimento nell'ipotesi di pieno impiego del saldo di *cash pooling* negli strumenti "Investment" come segue:

- utilizzando il rendimento di novembre 2011 del portafoglio "Investment" (pari a 2,77%) fino a tutto aprile 2012, in coerenza con la durata dell'unico deposito bancario presente nel periodo;
- utilizzando il rendimento di maggio 2012 del portafoglio "Investment" (pari a 2,00%) per l'ultimo periodo di utilizzo del *cash pooling*, ossia fino al 4 luglio 2012.

Qualora Parmalat avesse investito integralmente il saldo del *cash pooling* esclusivamente in depositi a breve termine ("Investment"), tenendo conto del vincolo di scadenza, avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 19,9 milioni di Euro, e dunque un rendimento più elevato rispetto a quello derivante dall'ipotesi iniziale prevista nella Relazione, e dunque senza vincolo di scadenza, che risulta pari a circa 19,5 milioni di Euro.

In aggiunta a quanto appena esposto, nonché in risposta all'osservazione della Società riportata nella Nota, laddove si afferma che *"l'impiego delle disponibilità in cash pooling aveva come caratteristica la immediata liquidabilità degli importi, caratteristica rintracciabile solo nella modalità alternativa di investimento c.d. "Liquidity" e non in quella c.d. "Investment", stanti i vincoli che quest'ultima avrebbe posto proprio in termini di immediato smobilizzo delle somme investite"*, se anche si fosse tenuto conto del vincolo temporale (ipotizzato trimestrale) derivante dall'impiego di risorse nel portafoglio "Investment", il risultato in termini di *performance* complessiva sarebbe risultato pari a circa 21,2 milioni di Euro.

Nell'ipotesi del mantenimento del vincolo temporale, il maggior rendimento potenziale sarebbe dunque risultato pari a 4,2 milioni di Euro.

Come esposto in precedenza, successivamente all'incontro del 14 marzo 2017, la Società ha fornito ulteriore documentazione in data 21 marzo 2017 riguardante il *cash pooling*. Il Consulente ha dunque preso in considerazione le nuove informazioni, utilizzandole al fine di aggiornare i valori ottenuti attraverso le sue analisi.

In particolare, la documentazione aggiuntiva del 21 marzo 2017 fa riferimento al calcolo di rendimento nell'ipotesi di pieno impiego del saldo di *cash pooling* nel portafoglio "Investment". Più nel dettaglio, Parmalat ha fornito la seguente ulteriore documentazione: *"Impieghi di liquidità 2011 11"* e *"Bnl time deposit 07112011_07052012"*.

Dai documenti ricevuti si evince come il tasso di rendimento relativo all'investimento presso il deposito bancario BNL (BNP Paribas Group), facente parte del portafoglio "Investment", per il periodo compreso tra il 7 novembre 2011 ed il 7 maggio 2012, sia risultato pari a 2,73% per l'intero periodo di riferimento.

Dalla documentazione disponibile alla data di redazione della Relazione, il tasso di rendimento relativo allo stesso deposito risultava, da documenti forniti da Parmalat, pari invece a 2,77% per i mesi di novembre e dicembre 2011, e pari a 2,73% per i mesi compresi tra gennaio ed aprile 2012.



Il Consulente, pur non avendo avuto modo di verificare autonomamente con l'istituto di credito in questione la dinamica dei tassi realmente applicati, ma ritenendo comunque attendibile la documentazione fornita dalla Società, ha comunque proceduto a riformulare le proprie valutazioni, sulla base delle nuove informazioni rese disponibili.

In concreto, l'analisi ulteriore è stata condotta, considerando:

- il pieno impiego del saldo di *cash pooling* nel portafoglio "Investment" ("Ipotesi A");
- il pieno impiego del saldo di *cash pooling* nel portafoglio "Investment", tenendo conto della scadenza di depositi vincolati e dunque utilizzando il rendimento di novembre 2011 del portafoglio "Investment" (pari a 2,73% e non 2,77%) fino a tutto aprile 2012, in coerenza con la durata dell'unico deposito bancario presente nel periodo ed il rendimento di maggio 2012 del portafoglio "Investment" (pari a 2,00%) per l'ultimo periodo di utilizzo del *cash pooling*, ossia fino al 4 luglio 2012 ("Ipotesi B").

Dal ricalcolo effettuato, sono stati ottenuti rendimenti rispettivamente pari a 19,3 milioni di Euro con riferimento all'Ipotesi A (precedentemente pari a 19,5 milioni di Euro) e pari a 19,6 milioni di Euro con riferimento all'Ipotesi B (precedentemente pari a 19,9 milioni di Euro).

La Società, inoltre, sottolinea che nello scenario del rendimento ottimale, il modello ipotizza di inseguire rendimenti a prescindere dagli eventuali rischi di controparte che ciò avrebbe determinato. A titolo di esempio, la Società specifica che lo scenario del rendimento ottimale ipotizza di poter raggiungere certi rendimenti (ad esempio a partire dai mesi di giugno e luglio 2012) proprio grazie all'impiego dell'intero importo della liquidità disponibile in conti correnti di un istituto bancario che in quel periodo si caratterizzava per rilevanti tensioni di liquidità.

Anzitutto occorre specificare che, nell'arco temporale preso a riferimento dalla Società all'interno della Nota (mesi di giugno e luglio 2012), Parmalat ha investito in conti correnti di due istituti bancari, identificati con BNL e Banco Desio e Brianza. Si tratta di due istituti che non presentavano tensioni di liquidità, come invece riportato nella Nota.

In particolare poi, si segnala che l'assunzione di un rischio controparte per un periodo trimestrale, considerando i *rating*³ di "A" con riferimento a BNL e "A -" con riferimento a Banco Desio e Brianza, avrebbe comportato una probabilità di *default* del tutto trascurabile e pari a 0,0025%.⁴

Si segnala infine che la Relazione ha ipotizzato tali investimenti, seguendo la medesima allocazione allora prescelta dalla Società. Si tratta dunque di investimenti effettivamente realizzati da Parmalat, che evidentemente la Società ha considerato di profilo di rischio adeguato/accettabile.

³ Si è fatto riferimento ai *rating* attribuiti da Fitch ai due istituti.

⁴ "Mortality rates by original rating" – Standard & Poor's (New York) and Author's Compilation.



Considerato quanto esposto, non risulta di facile comprensione quanto riportato dalla Società nella Nota, in merito alla rischiosità relativa allo scenario del rendimento ottimale; essa infatti ha sottolineato che i rischi di controparte relativi al modello del rendimento ottimale, sarebbero addirittura maggiori rispetto a quelli derivanti dall'investimento della liquidità in titoli di Stato italiani.

Ora, posto che se si fosse accettato il "rischio governativo Italia" in ogni caso i rendimenti ottenibili sarebbero stati sensibilmente superiori a quelli previsti dal *cash pooling*, non si può non sottolineare che, considerando che a maggiori rendimenti è associata tipicamente maggiore rischiosità, per la maggior parte dell'orizzonte temporale rilevante i titoli di Stato italiani hanno raggiunto rendimenti superiori rispetto a quello realizzato attraverso l'investimento in *cash pooling* e, in media, rendimenti superiori rispetto alle altre ipotesi di investimento alternative considerate.

Pertanto l'ipotesi della Società secondo la quale i rischi dello scenario del rendimento ottimale risultino più elevati dell'investimento in titoli di Stato italiani è smentito dall'andamento dei rendimenti comparati.

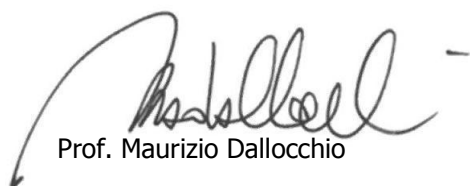
Si rammenta in proposito che nella Relazione è stata analizzata l'ipotesi teorica di un investimento in titoli di Stato italiani pari al 25% della liquidità totale disponibile, in periodi in cui il loro rendimento è risultato superiore al rendimento del *cash pooling* e delle altre alternative considerate. In questo modo è stata seguita la stessa logica dello scenario del rendimento ottimale, considerando però anche la possibilità per Parmalat di investire in titoli di Stato italiani (che sono invece esclusi dallo scenario del rendimento ottimale esposto in precedenza).

In questa ipotesi, che resta soltanto teorica in quanto i risultati ottenuti sono stati mostrati esclusivamente a fini indicativi e non sono stati utilizzati per la stima dell'eventuale rendimento addizionale, si è mostrato che la Società avrebbe ottenuto un rendimento addizionale rispetto al *cash pooling* pari a 5,2 milioni di Euro.

Sempre ed esclusivamente a titolo informativo e di migliore comprensione dei concetti espressi, se la Società avesse investito il 100% della liquidità disponibile in titoli di Stato italiani, Parmalat avrebbe ottenuto un rendimento addizionale rispetto al *cash pooling* pari a 10,1 milioni di Euro.

Tali rendimenti addizionali risultano apprezzabilmente superiori rispetto all'extra rendimento che la Società avrebbe potuto ottenere sulla base dello scenario del rendimento ottimale, che risulta pari a 3,6 milioni di Euro. L'evidenza di mercato (e la logica finanziaria) mostrano dunque che l'investimento in titoli di Stato italiani sarebbe risultato più rischioso di quello ipotizzato in Relazione.

Milano, 18 Aprile 2017



Prof. Maurizio Dallochio

