



**BORGHESI
ASSOCIATI**

**Analisi in merito al
contratto di Cash Pooling Agreement**

**Relazione per il
Consiglio di Amministrazione e per il
Comitato Parti Correlate di Parmalat Spa**

26 Aprile 2017

Indice

1. Natura e oggetto dell'incarico	Pag.3
2. Documentazione utilizzata	Pag.7
3. Considerazioni di contesto dell'Operazione	Pag.8
4. Analisi operazione <i>cash pooling</i>	Pag.13
4a) Il risultato reale conseguito.....	Pag.13
4b) L'alternativa titoli di stato italiani nell'ultimo trimestre 2011	Pag.13
4c) Le possibili scelte a inizio 2012	Pag.14
4d) Il circolante Parmalat	Pag.15
4e) Il Modello degli scenari alternativi.....	Pag.16
4f) I risultati del Modello.....	Pag.17
5. Conclusioni	Pag.23

1. NATURA E OGGETTO DELL'INCARICO

In data 7 marzo 2016 Amber Capital UK LLP (d'ora in avanti "Amber"), in qualità di *investment management company* dei fondi Amber Global Opportunities Master Fund Limited, Amber Select Opportunities e Select Opportunities Limited, azionisti – con una quota nel complesso superiore al 2% del capitale sociale – di Parmalat S.p.A. (d'ora in avanti "Parmalat" o la "Società"), presenta una "Denuncia ex art. 2408 del Codice Civile" (d'ora in avanti "Denuncia") al Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A. (d'ora in avanti "Collegio Sindacale"), denunciando alcuni fatti ritenuti censurabili e richiedendo al Collegio Sindacale di effettuare ogni indagine necessaria per accertare la fondatezza dei fatti oggetto di denuncia. In particolare, Amber denuncia che la cosiddetta operazione di Cash Pooling, tra i mesi di ottobre 2011 e giugno 2012, abbia causato un danno a Parmalat, sulla base di un "differenziale di interesse" a sfavore dell'investimento in Cash Pooling, di svariati milioni di Euro.

In data 27 Aprile 2016 La DGPA & Co, a firma del Prof. Dallochio, consegna al Collegio Sindacale una relazione che presenta, tra le altre, le seguenti conclusioni:

- Gli accertamenti formali e sostanziali condotti rivelano che l'operazione di Cash Pooling, oltre ad essere stata attuata rispettando integralmente ogni passaggio formale interno ed esterno, presentava:
 - o Caratteristiche tali da mantenere la flessibilità finanziaria per Parmalat e da mitigare il rischio di controparte;
 - o Un profilo di convenienza per la Società, oggetto di valutazione e monitoraggio sia nella fase precedente all'adesione di Parmalat all'operazione di Cash Pooling, sia nella fase successiva.
- In particolare, per quanto concerne la convenienza:
 - o I documenti della Società attestano che l'Operazione di Cash Pooling, rispetto ad una ipotetica gestione diretta della liquidità, ha generato un vantaggio economico per Parmalat;
 - o L'analisi finora condotta da chi scrive 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 ed in uscita, l'investimento diretto nel Cash Pooling non ha generato alcun pregiudizio economico per la Società.

In data 29 aprile 2016 il Collegio Sindacale presenta la propria relazione ex. Art 2408 secondo comma, citando la relazione del Prof. Dallochio ed in particolare riportando in modo integrale le conclusioni in merito al tema del Cash Pooling.

In data 21 settembre 2016 Amber presenta una integrazione di denuncia nella quale afferma che “la Policy di Tesoreria di Parmalat del tempo stabiliva espressamente (4.1) che *“la Tesoreria ha il compito di gestire quotidianamente le posizioni finanziarie ... secondo i seguenti criteri”* Tra i quali viene menzionato espressamente anche quello di *“massimizzare i proventi finanziari”*. Auspica inoltre che il Collegio Sindacale estenda l’ambito del Consulente anche alla verifica del **mancato guadagno** per la società derivante dalla decisione di non reinvestire – a partire dal mese di giugno 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.

In data 6 febbraio 2017 DGPA & Co presenta la analisi conclusiva in merito alla denuncia del 7 marzo 2016 e alla successiva integrazione del 21 settembre 2016. Tra le altre analisi relative ai profili differenti della denuncia (Valore della Acquisizione LAG/INT, Spese di Marketing etc.), DGPA modifica in parte il proprio giudizio in merito alla problematica del Cash Pooling. In particolare:

- Non considera più nel suo complesso l’attività di gestione della tesoreria nel periodo indicato (ottobre 2011-giugno 2012) ma considera separatamente i periodi temporali all’interno del periodo indicato, postulando libertà di azione da parte della Tesoreria Parmalat rispetto ai singoli sotto-periodi;
- Viene descritta come sostanzialmente decaduta, con l’approvazione del Cash Pooling, l’adesione alla policy di Tesoreria precedentemente adotta da Parmalat, che prevedeva requisiti di Rating relativamente alle controparti (“con l’adesione al contratto di Cash Pooling, si poteva ritenere che il vincolo relativo al rating fosse decaduto”);
- Viene simulata una gestione della tesoreria nella quale tutta la liquidità viene investita alternativamente nelle forme Liquidity e Investment, arrivando alla conclusione che nel primo caso i proventi sarebbero stati inferiori a quelli effettivamente conseguiti nel periodo di Cash Pooling (13,5 mln contro i 16,3 mln del Cash Pooling, successivamente corretti in effettivi 17 mln dal management), mentre nel secondo caso sarebbero stati superiori (19,5 mln nel periodo);
- Viene ipotizzata una gestione “opportunistica” tra le forme alternative che in caso ottimale (cioè smobilizzando e reinvestendo

in Liquidity e Investment mese per mese gli interi importi di Cash Pooling) avrebbe potuto teoricamente portare ad un maggior rendimento potenziale di 4,3 mln.

In pari data 6 febbraio 2017 il Collegio Sindacale integra la propria precedente relazione recependo il nuovo documento di DGPA & Co, in particolare:

- Esclude il periodo dicembre 2010 – settembre 2011 dalla analisi del potenziale mancato guadagno poiché il differenziale di rendimento verificato è stato tale da rendere modesto o nullo l'effetto di mancato guadagno per Parmalat;
- Conclude che, in accordo con l'analisi di DGPA & Co, "è emerso che tra il rendimento del Cash Pooling e quello che si sarebbe potuto ottenere da una gestione ottimale ispirata dalla logica di ricerca dei rendimenti ottimali, esiste una differenza a favore di quest'ultimo per un ammontare pari a € 4,3 mln, somma 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";
- Evidenzia inoltre che: "Sulla base delle analisi compiute dai consulenti del Collegio, sembra che la suddetta somma di € 4,3 mln possa rappresentare un danno risarcibile, di cui Parmalat può chiedere ristoro a coloro che lo hanno arrecato."
- Sul tema specifico dei Titoli di Stato Italiani, inizialmente esclusi dalla analisi di DGPA & Co, e ripresi nella Analisi Conclusiva, il Collegio riporta, citandola, che "il ricorso ad un simile investimento avrebbe consentito a Parmalat di ottenere rendimenti ancora superiori rispetto ai € 4,3 mln di cui si è dato conto pocanzi."
- Rileva tuttavia infine – tenuto conto della rischiosità percepita dei titoli di Stato italiano all'epoca - che "Resta d'altro canto 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 data 3 Aprile 2017 il Management di Parmalat presenta al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate una relazione relativa al Cash Pooling, evidenziando:

- a) Che la relazione conclusiva di DGPA&Co presenta come unico scenario

potenzialmente più remunerativo di quello effettivamente attuato, il cosiddetto scenario “investment”, ossia forme tecniche caratterizzate da vincoli temporali al disinvestimento;

- b) Che la medesima relazione presenta due “vizi logici”: di aver attuato una logica ex-post, selezionando ogni mese la forma di impiego poi rivelatasi quella caratterizzata dal rendimento percentuale *pro tempore* più elevato e spostando in tal forma l’intero ammontare delle disponibilità liquide in modo pressoché istantaneo; che inoltre la tesoreria di Parmalat potesse decidere, inseguendo tali rendimenti, di rinunciare alla flessibilità operativa data dagli strumenti più flessibili e con smobilizzi sostanzialmente “a vista” quali il Cash Pooling stesso e gli investimenti cosiddetti “Liquidity”;
- c) Che la medesima relazione presenta inoltre due “limiti tecnici”: di misurare il rendimento ottimale di ogni mese prescindendo dal fatto che quel rendimento si sarebbe potuto ottenere solo nell’ipotesi di investire in quello strumento ma alcuni mesi prima, e non nella data ipotizzata di inizio del periodo; e inoltre di prescindere dal fatto che gli strumenti “Investment” ipotizzati avrebbero potuto essere soggetti a vincoli in entrata o uscita (quali costi straordinari o penali) qualora effettivamente smobilizzati fuori dalle scadenze contrattuali previste.

In data 18 aprile 2017 viene inviato da DGPA & Co un Addendum alla relazione conclusiva che sostanzialmente conferma l’impostazione della relazione precedente pur modificandone marginalmente alcuni valori.

In data 6 Aprile 2017 il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, esaminate tutte le precedenti relazioni, raccomanda al Consiglio di Amministrazione di nominare due o più consulenti di estrazione legale e finanziaria-aziendalistica e porre loro la seguente questione:

“Dicano i consulenti

- *se la conclusione e l’esecuzione per come di fatto attuata del richiamato contratto di 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, avendo riguardo alla diligenza richiesta dalla natura dell’incarico e dalle loro specifiche competenze, ai sensi dell’Art. 2393. 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 ad essa incombente;*
- di talché si ritenga possibile promuovere fondatamente l’azione sociale di responsabilità di sui all’Art. 2393 cod.civ. nei confronti degli amministratori pro tempore di Parmalat S.p.A.”*

Tale è pertanto la natura e l’oggetto del presente incarico.

Chi scrive non ha effettuato alcuna verifica indipendente sulla documentazione fornita dalla Società e sulle informazioni disponibili al pubblico. Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto nessuna parte della stessa potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente.

Dato l'ambito specifico della presente Relazione, essa non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per i quali è stata redatta. Chi scrive non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nella presente Relazione.

2. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del presente lavoro chi scrive ha ricevuto la documentazione specifica inerente la tematica del Cash Pooling, ed in particolare:

- Policy della Tesoreria di Parmalat S.p.A del primo aprile 2009 e del primo novembre 2011;
- Fairness Opinion del 5 ottobre 2011 di Mediobanca in merito alla convenienza del contratto di Cash Pooling;
- Verbale Del Consiglio di Amministrazione di Parmalat del 6 ottobre 2011;
- Contratto di servizio tra Société Générale e BSA Finances s.n.c del 6 ottobre 2011;
- Documento informativo del 13 ottobre 2011 relativo alla stipula del contratto di cash pooling tra Parmalat S.p.A e BSA Finances s.n.c e successive integrazioni;
- Documenti della Tesoreria di Parmalat S.p.A: "Parmalat Liquidity Management" del 15 dicembre 2011, 12 gennaio 2012, 13 febbraio 2012, 7 marzo 2012, 19 luglio 2012;
- Richieste di utilizzazione del Cash Pooling del 4 maggio 2012, 20 giugno 2012 e 28 giugno 2012;
- Ordine di bonifico urgente di Parmalat S.p.A del 3 luglio 2012 a favore di Parmalat Belgium S.A.;

- Movimentazione del saldo contabile del Cash Pooling;
- Denuncia da parte di Amber Capital del 7 marzo 2016;
- Analisi DGPA & Co del 27 aprile 2016;
- Relazione del collegio sindacale del 29 aprile 2016;
- Integrazione della denuncia Amber del 21 settembre 2016;
- Analisi conclusiva DGPA & Co del 6 febbraio 2017 e scheda allegati di riferimento;
- Relazione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate del 23 febbraio 2017;
- Documentazione specifica relativa all'acquisizione di LAG, pubblicamente disponibile sul sito istituzionale parmalat.com;
- Documentazione pubblica generale relativa a Parmalat, quale Bilanci e Verbali di Assemblea e simili, presente sul sito parmalat.com;
- Relazione del Collegio Sindacale ex art. 2408 c.c.: addendum alla Analisi conclusiva di DGPA & Co. del 18 aprile 2017;
- Analisi conclusiva DGPA & Co addendum del 18 aprile 2017;
- Comunicazione di Lactalis a Parmalat in merito al cambio di tasso del 30.1.2012;

3. CONSIDERAZIONI DI CONTESTO DELL'OPERAZIONE

Prima di analizzare nel concreto l'operazione di Cash Pooling, appare necessario porre alcune premesse:

- a) In generale la performance di chi gestisce il patrimonio e l'avviamento di una azienda, di qualsiasi dimensione, non può essere considerato avulso dal contesto in cui concretamente si opera. Tale contesto è composto di fattori e vincoli oggettivi, interni ed esterni, così come di influenze ed elementi di incertezza, soggetti necessariamente a valutazione e giudizio soggettivo del rischio. Affidarsi esclusivamente alle classificazioni del

rischio (ad esempio del rischio di controparte) operata formalmente da enti terzi, come ad esempio le società internazionali di rating, come si è verificato più volte ed in modo inequivocabile, non può essere l'unico parametro utilizzato, ed appare irrinunciabile applicare il giudizio e la diligenza individuale coerentemente al dettato del Codice Civile.

b) Non pare possibile prescindere dalla considerazione che i mesi esaminati, in particolare quelli tra ottobre 2011 e giugno 2012, siano stati in assoluto i più turbolenti del recente passato italiano. Ecco alcuni elementi, per memoria:

- Il 10 novembre 2011 il Sole 24 Ore titolava a nove colonne "FATE PRESTO", e di spalla i rimandi agli articoli interni recitavano: "Manuale Antipánico: dentro la bufera, rischi e opportunità di muoversi o stare fermi sui mercati", e ancora: "Speciale rischio Italia e mercati", e inoltre: "BTP al 7,25%, spread record, il caso Italia affonda le Borse";
- Il 13 gennaio Standard & Poor's declassa il debito a lungo termine italiano a BBB+, e conseguentemente tutte le banche commerciali italiane particolarmente esposte sui titoli di Stato a lunga scadenza;
- L'8 Maggio 2012 il Servizio di Vigilanza della Banca d'Italia comunica che sono dieci le Banche Italiane in procedura di Amministrazione Straordinaria;
- Il 10 maggio la Procura della Repubblica di Siena invia 150 uomini della Guardia di Finanza in varie sedi di Monte dei Paschi per acquisire documentazione in merito alla acquisizione di Antonveneta e altri reati di cui accusa numerosi dirigenti apicali della banca, alcuni dei quali successivamente arrestati;
- Il 27 maggio, davanti alla Assemblea di Intesa San Paolo, l'Amministratore Delegato Enrico Tommaso Cucchiani afferma: "Siamo nella peggiore crisi economica dal 1929 ad oggi, la situazione è grave e non migliorerà in tempi brevi"; e ancora: "I numerosi casi di dissesto degli anni passati hanno mostrato che le banche soffrono in particolare di problemi di liquidità nelle fasi più acute della crisi";
- Il 30 maggio 2012, poche ore dopo l'arresto del suo Presidente, Banca Popolare di Milano comunica che non pagherà le cedole relative a due bond perpetui.

c) Gli obiettivi della Tesoreria liquida di una azienda industriale non sono quelli di un fondo speculativo e nemmeno quelli di una assicurazione che ragiona a medio lungo termine; In particolare essi comprendono:

- il servizio delle scadenze dei debiti di funzionamento della azienda (il sito di Luxottica, ad esempio, recita nella policy di tesoreria: “Il Gruppo Luxottica mantiene costantemente un margine di liquidità che consente la copertura delle esigenze finanziarie attese, fra cui la copertura integrale delle scadenze di debito nei 18 mesi successivi”);
- la tutela del Capitale (il punto 1.3 della policy Parmalat, sia anteriore che posteriore alla formalizzazione della Policy con Cash Pooling il 1° novembre 2011, recitava: “La Tesoreria gestisce le risorse finanziarie dell’azienda agendo secondo il principio di prudenza, identificando e minimizzando i rischi di liquidità, di cambio e di tasso di interesse, in linea con le “Best Practice””. Quanto sopra andrà realizzato minimizzando i costi (di raccolta e di servizio), e massimizzando la redditività degli impieghi;
- Solo da ultimo, essi comprendono l’obiettivo di massimizzazione dei rendimenti. D’altra parte, invertendo la suddetta logica, sarebbe incomprensibile il comportamento di un gestore che inverte queste priorità, antepoendo la massimizzazione del rendimento alla tutela del capitale o del servizio delle scadenze.

Inoltre, risulta alquanto dubbio poter giudicare con precisione – considerati gli obiettivi sopra elencati – la performance di un tesoriere in una azienda liquida. Mentre risulterebbe a tutti incomprensibile un comportamento teso a ricercare rendimenti peggiori di altri a fronte di rischi maggiori, l’applicazione concreta di tale principio di prudenza e ragionevolezza è, nella pratica, reso complesso dalla assenza di indicazioni, e soprattutto misurazioni, “ex ante” del rischio stesso.

Risulta spesso opinabile affermare che un rendimento è preferibile ad un altro relativamente a rischi diversi, perché non esiste sempre una precisa classificazione e una “graduatoria” dei rischi. I rating degli istituti indipendenti non sempre esprimono il percepito effettivo dei rischi; tuttavia, il percepito stesso non è da solo un indice completamente affidabile se non supportato da informazione e analisi.

- d) La tesoreria Parmalat aveva un elemento specifico per accentuare la prudenza nella gestione della liquidità. In particolare, ci si riferisce alla acquisizione LAG. La acquisizione LAG, il cui merito esula dalla presente relazione, presenta un profilo temporale classico, con una attività di preparazione dell’operazione, una Due Diligence con relativi report, una

negoziiazione finale, una delibera di Consiglio, un Preliminare e un Closing. Dai documenti esaminati risulta che fin da settembre 2011 si ventilasse tale possibile operazione. Ciò che invece appare certo, nella stessa documentazione fornita da Amber, è che ai primi di marzo del 2012 fosse già a disposizione un Due Diligence Report.

Ciò che invece non risulta (ed è comunque soggetto ad alea) fino alla delibera di Consiglio, del 22 e 28 maggio 2012, è il meccanismo del prezzo e dell'aggiustamento relativo. E nemmeno, con precisione, una data per il Closing, che nel Documento Informativo stesso del 29 maggio 2012 viene indicato in una data ricompresa tra il 2 luglio 2012 e il 31 luglio 2012.

Pertanto, sino circa a fine maggio, il Tesoriere non conosce con esattezza l'importo da pagare, e fino a circa fine giugno non conosce esattamente la data di pagamento né con precisione il cambio Dollaro/Euro da applicare. E queste incertezze si riferiscono ad importi dell'ordine dei 900 mln di USD, cioè riguardanti circa il 60% del totale della liquidità aziendale senza contare i possibili, successivi conguagli.

Tuttavia la maggior parte delle analisi che verranno effettuate possono prescindere dalla acquisizione LAG, poiché l'esigenza di mantenersi orientati a investimenti a breve termine per evitare perdite in conto capitale, in un momento di oscillazione dei tassi, è obiettivo obbligato di qualsiasi tesoreria aziendale.

- e) La tesoreria Parmalat aveva un altro elemento per accentuare la prudenza nella gestione della liquidità nei mesi indicati, e cioè l'importo e la data di erogazione del dividendo 2012. Nei precedenti anni Parmalat ha evidenziato notevole variabilità nella politica dei dividendi (si veda più avanti la Tav. 4). Nel 2012 l'assemblea approva il 31 maggio la proposta di erogare complessivamente € 175,5 mln di dividendi, successivamente pagati il 21 giugno 2012 agli azionisti di minoranza per circa € 30 mln e il 20 luglio 2012, per richiesta dell'azionista di maggioranza, per circa € 145 mln.
- f) La policy di Tesoreria Parmalat si modifica una sola volta, essenzialmente per la sola introduzione del Cash Pooling tra le forme di investimento ammesse, in data 1 novembre 2011. Resta però totalmente inalterata la scheda 5.2 "Limiti e Autorizzazioni", che prevede sugli impieghi controparti con "Investment Grade Superiore", vale a dire, secondo la terminologia internazionale, gradi A, ovvero in Istituti di Credito tra i primi 5 per patrimonializzazione e con grado di rischiosità non inferiore a due livelli rispetto a quelli del paese di riferimento. Ora, mentre Fitch e

Moody's mantengono sempre per il paese (e quindi per le principali banche, che dispongono di grandi quantità del debito pubblico italiano nei loro attivi di bilancio) l'Investment Grade, sebbene in degrado progressivo, già dal 13 gennaio 2012 Standard & Poor's ("SP") degrada a BBB+ il rating del debito a lungo termine italiano, mantenendo il rating A2 per il debito a breve termine. In pari data, SP degrada tutte le principali banche italiane a BBB+ (escluso MPS che scende a BBB e Popolare di Lodi e Carige che scendono a BBB-), mentre Moody's e Fitch mantengono per numerose banche (eccezion fatta per MPS, Carige e Popolare di Lodi) l'Investment Grade, pur riducendolo tra febbraio e aprile 2012 (Tav.1):

Moody's	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12
MPS	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa3	Baa3
Banca Nazionale del Lavoro	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	Baa2
Unicredit	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A3	A3
B.Popolare di Lodi	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	Baa3
Carisbo (Intesa San Paolo)	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A3	A4
Intesa San Paolo	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A3	A3
B.pop di Bergamo (UBI)	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	Baa2	Baa2
B Monte Parma	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	Baa1	Baa1
Cariparma (Crédit Agricole)	A1	A1	A2	A2	A2	A2	A2	A2	Baa1
Carige	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa3	Baa3
Banco Desio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mediobanca	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

S&P	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12
MPS	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Banca Nazionale del Lavoro	A+	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Unicredit	A	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
B.Popolare di Lodi	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Carisbo (Intesa San Paolo)	A	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Intesa San Paolo	A	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
B.pop di Bergamo (UBI)	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
B Monte Parma	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Cariparma (Crédit Agricole)	A+	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Carige	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Banco Desio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mediobanca	A	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

Fitch	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12
MPS	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Banca Nazionale del Lavoro	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Unicredit	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
B.Popolare di Lodi	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Carisbo (Intesa San Paolo)	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-
Intesa San Paolo	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-
B.pop di Bergamo (UBI)	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
B Monte Parma	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Cariparma (Crédit Agricole)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Carige	A-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Banco Desio	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Mediobanca	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Tav. 1 Rating Banche 11/2011-06/2012

Come si vedrà nell'analisi, questo aspetto diventa rilevante nel calcolo delle alternative concrete e operabili che la tesoreria Parmalat poteva effettivamente perseguire applicando un ragionevole criterio di prudenza.

4. ANALISI DELL'OPERAZIONE

A nostro avviso è necessario effettuare l'analisi tenendo conto degli elementi di contesto sopra riportati. In particolare, delle scadenze di pagamento che la tesoreria poteva ragionevolmente prevedere e degli elementi di tutela del capitale e della sua liquidità, proprio in relazione alle scadenze di pagamento.

4a) Il risultato reale conseguito

In Tav.2 è riportato lo schema che riassume ciò che effettivamente è accaduto nel complesso delle attività della tesoreria tra ottobre 2011 e giugno 2012, con il risultato economico derivante dal complesso della gestione finanziaria.

SCENARIO REALE										
€/Mln	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12	Totale
	dall' 11	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	
Cash pooling	1.024,0	1.025,4	1.185,3	1.187,7	1.189,6	1.191,8	1.193,6	994,6	795,2	
Tasso annuo	2,74%	2,94%	2,92%	2,15%	1,82%	1,77%	1,66%	1,79%	1,84%	
Tasso mensile	0,23%	0,24%	0,24%	0,18%	0,15%	0,15%	0,14%	0,15%	0,15%	
Interessi fatturati	1,48	2,51	2,88	2,13	1,8	1,76	1,65	1,48	1,22	16,91
Liquidity	88,1	26,9	82,2	69,9	80,0	77,3	99,7	343,0	524,8	
Tasso annuo	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi	0,06	0,03	0,08	0,10	0,11	0,11	0,15	0,59	1,14	2,38
Investment	132,3	20,0	20,0	40,0	40,0	48,0	48,0	48,0	48,0	
Tasso annuo	1,62%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%	
Tasso mensile	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,22%	0,22%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi	0,11	0,05	0,05	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09	0,76
Totale Saldi	1.244,4	1.072,3	1.287,5	1.297,6	1.309,6	1.317,1	1.341,3	1.385,6	1.368,0	
Totale interessi	1,65	2,58	3,00	2,32	2,00	1,98	1,90	2,16	2,45	20,05

Tav. 2 - Evoluzione reale tesoreria 11/10/2011-30/6/2012

4b) L'alternativa titoli di stato italiani nell'ultimo trimestre 2011

Stante la situazione effettivamente accaduta, che cosa avrebbe potuto fare di diverso la tesoreria Parmalat, e quando? Innanzitutto, come già rilevato da altri, l'ultimo trimestre 2011 appare fuori discussione: il tasso del Cash Pooling è costantemente rimasto superiore a tutte le alternative bancarie e a quelle dei titoli di stato francesi e tedeschi. I titoli Italiani invece presentavano forte volatilità, ma erano apparentemente più remunerativi già a inizio ottobre, sia pur di poco (circa 3% contro 2,74% del CP). Tuttavia, ancora una volta dobbiamo sottolineare la concreta attività operativa di un tesoriere e i vincoli cui è sottoposto. In particolare la

necessità di chiudere un bilancio e fine anno e fare una valutazione dei titoli in portafoglio secondo lo IAS32/39 e l'IFRS 7.

Supponiamo quindi che, essendo ancora lontana la certezza della acquisizione LAG il tesoriere di Parmalat, in cerca di rendimenti superiori, avesse acquistato – invece di investire nel CP – l'11 ottobre 2011 un paniere di titoli di Stato Italiani a 6 e 12 mesi (per la precisione quattro titoli a 6 mesi e nove a 12 mesi, tutti con medesimo peso) con l'intenzione di smobilizzarli non prima di marzo 2012, nella convinzione – nei fatti corretta – di non avere impegni di cassa fino a quella data. Quanto avrebbe guadagnato o perso, in funzione delle quantità acquistate, ad ogni chiusura mensile e al momento di dover chiudere il bilancio 2011? Ecco in Tav. 3 il risultato:

	31-ott	30-nov	31-dic
Andamento Titoli a 6/12 mesi acquistati l'11 di ottobre	-4,29%	-4,56%	2,44%

Tav. 3 – saldi titoli Italiani acquistati a inizio ottobre 2011

Come si osserva, il risultato è inferiore al CP effettivamente realizzato, ma soprattutto soffre di una volatilità inaccettabile e potenziali perdite intermedie pesanti. Cercare dunque rendimenti senza pesare i rischi significa semplicemente dimenticare i due obiettivi principali del tesoriere, tra cui il secondo, fondamentale, della difesa del capitale.

Non sembra pertanto discutibile in alcun modo la performance di tesoreria nell'ultimo trimestre 2011: nel momento di mercato peggiore della storia recente dell'Italia è stato preservato integralmente il capitale e si sono ottenuti circa € 7,2 mln di interessi, corrispondenti a circa il 2,8% del capitale medio del trimestre.

4c) Le possibili scelte a inizio 2012

A inizio 2012 vi sono alcuni elementi di modifica dello scenario. Alla data del 30/1/2012 viene comunicato a Parmalat che per effetto del contratto di Cash Pooling e delle relative clausole di adeguamento tasso (leverage ratio di Lactalis), nonché per la diminuzione dell'Euribor, il tasso del CP scende (ma migliora il rating di Lactalis). I tassi delle linee di Liquidità restano comunque inferiori, mentre le linee cosiddette Investment evidenziano già a gennaio del 2012 una maggior convenienza. Naturalmente non vanno considerate, tra queste linee, tassi teorici (ad

esempio tassi relativi a depositi da effettuarsi in momenti temporalmente precedenti), ma quelli effettivamente praticabili al momento.

Nel mentre però Parmalat redige un bilancio 2011 con buoni risultati (ancorché inferiori agli anni precedenti: 170 mln di utile contro 285 dell'anno precedente) e deve pianificare per l'estate i relativi dividendi, che negli anni passati hanno avuto il seguente andamento (Tav. 4):

	2008	2009	2010	2011
<i>Dividendi Parmalat S.p.A. erogati su bilancio anno precedente</i>	394,5	294,7	113,3	64,3
<i>Media quadriennio</i>				216,7

Tav. 4 Dividendi erogati Parmalat

Prosegue intanto lo studio della acquisizione LAG, la quale non è certa, ma è quantomeno stimabile, applicando i multipli di settore, in un intorno di circa € 750 mln.

4d) Il circolante Parmalat

In aggiunta agli altri elementi, va considerato che Parmalat, come numerose aziende industriali operanti nel fresco (e in generale nei beni di largo consumo), evidenzia una stagionalità non trascurabile, che porta il capitale circolante all'interno di un esercizio a muoversi con oscillazioni annualmente ricorrenti. In particolare, la stagione 2011 presenta il seguente andamento (Tav. 5):

Parmalat consolidato -				
Capitale Circolante	30/06/2011	30/09/2011	31/12/2011	31/03/2012
<i>Crediti</i>	470	475,8	525,8	506,1
<i>Fornitori</i>	494,9	470,7	540,1	529,4
<i>Magazzino</i>	393,6	371,2	378,6	430,3
<i>Altre attività</i>	228,8	218,8	209,1	214,1
<i>Altre passività</i>	202,6	141,2	146,3	147,1
<i>Working Capital</i>	394,9	453,9	427,1	474
<i>Oscillazione trimestre</i>		-59	26,8	-46,9
<i>Oscillazione massima</i>				79,1

Tav.5 Capitale Circolante Parmalat

Come si osserva, esistono oscillazioni in corso d'anno che sfiorano 80 mln di Euro. La tesoreria di una azienda industriale evoluta è perfettamente a conoscenza ex ante di tali dati, e li monitora costantemente con una

pianificazione giornaliera dei flussi, e mantenendo sempre a vista le disponibilità di cassa necessarie a far fronte a tali sbilanciamenti tra pagamenti e incassi operativi. Sbilanciamenti che possono verificarsi anche nel giro di poche settimane. È necessario pertanto tenere conto nell'analisi che il tesoriere Parmalat, che deve in primo luogo servire le scadenze di pagamento, deve mantenere una riserva di elasticità minima di circa 100 mln di euro (80 mln più circa il 20% di margine), e che pur avendo probabilmente linee di credito bancarie a disposizione per questo fine, data la dinamica erratica dei tassi del periodo, era sicuramente più conveniente utilizzare la liquidità presente che non tirare linee di debito.

4e) Il Modello degli scenari alternativi

Come si osserva, i vari elementi del quadro in cui la società si è trovata ad operare vanno a comporre un quadro complesso, in cui le informazioni e i vincoli delimitano un ambito di azione che, a inizio 2012, non è arbitrario o dotato di ogni grado di libertà, ma inserito in una catena di eventi e valutazioni collegate e che interagiscono tra loro:

- 1) Contesto di volatilità dei mercati;
- 2) Diminuzione dei rating del paese e bancari con singoli casi di perdita di Investment Grade, con effetti sulle alternative di investimento;
- 3) Diminuzione del tasso sul Cash Pooling Lactalis comunicata il 30/1/2012
- 4) Relativa stabilità dei tassi alternativi sulle linee Liquidity e Investment;
- 5) Possibile - e prossima - acquisizione LAG per un importo molto rilevante (ca.750 mln);
- 6) Erogazione Dividendi a giugno in seguito a delibera assembleare del 31/5/2012;
- 7) Oscillazione di tesoreria per stagionalità.

Pertanto il modello delle alternative operative a inizio 2012 analizza scenari alternativi fondati sulle seguenti elementi di fatto:

- a) Convenienza riscontrata del CP fino a 31/12 su tutte le alternative;
- b) Informazione dell'inversione di convenienza rispetto alle linee Investment ottenuta il 31/1/2012 ma con valore retroattivo all'1/1/2012;
- c) Mantenimento costante di 750 mln di Euro su linee a breve per minimizzare i rischi di scadenze a lungo termine e per servire l'acquisizione LAG;
- d) Mantenimento tra CP e Linee Liquidity di ulteriori 100 mln per elasticità di cassa legata a stagionalità intrinseca di Parmalat;

- e) Mantenimento da inizio maggio 2012 su linee CP o Liquidity di ulteriori 100 mln per servire l'erogazione stimabile dei dividendi sulla base dei dividendi recenti; cifra poi aumentata a giugno a € 175 mln coerentemente alla delibera assembleare effettiva;
- f) Linee Liquidity e Investment considerate alternativamente nei tassi effettivi e nei tassi depurati dalle linee di MPS, Popolare Lodi e Carige, che dal 13/1 non hanno più rating Investment grade superiore (e che infatti offrono i tassi migliori). In realtà MPS per patrimonializzazione rientra in quel momento ancora tra i primi 5 istituti del paese e in teoria potrebbe ancora essere utilizzato secondo la policy in atto dal 1/11/2011, ma visti gli eventi drammatici della banca già in quel periodo appare del tutto ragionevole averla esclusa, specie per importi significativi quali quelli considerati.

Rispetto a questi elementi e vincoli, sono stati simulati scenari diversi, ma praticabili, e quindi a partire dal 1° febbraio 2012, data in cui il CP viene comunicato essere significativamente meno conveniente rispetto alle altre forme di investimento, e misurati gli effetti globali delle stesse rispetto al rendimento reale che ha portato € 20,05 mln tra ottobre 2011 e giugno 2012.

4f) I risultati del Modello

Le simulazioni partono dal saldo effettivamente investito nel CP, e dai saldi effettivamente investiti nelle linee Liquidity e Investment, e riallocando il saldo del CP tra le linee Liquidity e Investment (Tav.6)

SIMULAZIONE N.1 - L'eccedenza di 850 in febbraio, marzo e aprile è investita nello strumento INVESTMENT al 2.5% (deposito a due mesi con BNL), mentre l'eccedenza di 950 a maggio e 1025 a giugno (che considerano la stima e poi l'ammontare deliberato dei dividendi) è investita in investment al 2.14% (media dei depositi a tre mesi detenuti in maggio e aprile presso BNL)

SIMULAZIONE N.1 - L'eccedenza di 850 in febbraio, marzo e aprile è investita nello strumento INVESTMENT al 2.5% (deposito a due mesi con BNL), mentre l'eccedenza di 950 a maggio e 1025 a giugno (che considerano la stima e poi l'ammontare deliberato dei dividendi) è investita in investment al 2.14% (media dei depositi a tre mesi detenuti in maggio e aprile presso BNL)

€/Mln	ott-11 dall'11	nov-11 fine mese	dic-11 fine mese	gen-12 fine mese	feb-12 fine mese	mar-12 fine mese	apr-12 fine mese	mag-12 fine mese	giu-12 fine mese
Saldo investito in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	1.190	1.192	1.194	995	795
Investimento del saldo in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	770	773	750	607	500
Tasso annuale	2,74%	2,94%	2,92%	2,15%	1,82%	1,77%	1,66%	1,79%	1,84%
Tasso mensile	0,23%	0,24%	0,24%	0,18%	0,15%	0,15%	0,14%	0,15%	0,15%
Interessi su CP	1,48	2,51	2,88	2,13	1,17	1,14	1,04	0,90	0,77
Investimento del saldo in LIQ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%
Interessi su LIQ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimento del saldo in INV					420	419	443	388	295
Tasso annuale					2,50%	2,50%	2,50%	2,14%	2,14%
Tasso mensile					0,21%	0,21%	0,21%	0,18%	0,18%
Interessi su INV					0,87	0,87	0,92	0,69	0,52
Interessi totali su saldo	1,48	2,51	2,88	2,13	2,04	2,01	1,96	1,59	1,29
Investimenti in LIQ	88,1	26,9	82,2	69,9	80	77,3	99,7	343	524,8
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%
Interessi LIQ	0,06	0,03	0,08	0,10	0,11	0,11	0,15	0,59	1,14
Interessi LIQ									2,38
Investimenti in INV	132,3	20	20	40	40	48	48	48	48
Tasso annuale	1,62%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%
Tasso mensile	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,22%	0,22%	0,21%	0,18%	0,18%
Interessi INV	0,11	0,05	0,05	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09
Totale interessi	1,65	2,58	3,00	2,32	2,24	2,23	2,22	2,27	2,52
									21,04

Tav. 6 - Dettaglio per lettura schema degli scenari

Il primo scenario presuppone di mantenere sul CP da febbraio 2012 solo il saldo necessario per mantenere a vista € 850 mln (incrementati a € 950 mln a maggio e a € 1025 mln a giugno per tenere conto di stima dividendi e poi stanziamento effettivo), mentre tutto il resto viene investito in linee a scadenza. Ciò sia per minimizzare i rischi di mercato esterno sia considerando che, qualora fosse poi effettivamente andata in porto l'acquisizione di LAG, la forma più protettiva e conservativa per non rischiare il capitale sarebbe effettivamente stata avere i fondi depositati presso il futuro creditore.

Poiché lo scenario dei tassi è in evoluzione e presenta elevata volatilità, appare logico tenere scadenze non troppo a lungo, e pertanto si scelgono depositi a due mesi BNL (comunque anch'essa declassata da SP a BBB, ma almeno controllata da BNP Paribas che conservava l'Investment Grade), coerentemente con la prassi di tesoreria tenuta prima e dopo al periodo considerato (Tav. 7).

SIMULAZIONE N.1 - L'eccedenza di 850 in febbraio, marzo e aprile è investita nello strumento INVESTMENT al 2.5% (deposito a due mesi con BNL), mentre l'eccedenza di 950 a maggio e 1025 a giugno (che considerano la stima e poi l'ammontare deliberato dei dividendi) è investita in investment al 2.14% (media dei depositi a tre mesi detenuti in maggio e aprile presso BNL)

€/Mln	ott-11 dall'11	nov-11 fine mese	dic-11 fine mese	gen-12 fine mese	feb-12 fine mese	mar-12 fine mese	apr-12 fine mese	mag-12 fine mese	giu-12 fine mese	
Saldo investito in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	1.190	1.192	1.194	995	795	
Investimento del saldo in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	770	773	750	607	500	
Tasso annuale	2,74%	2,94%	2,92%	2,15%	1,82%	1,77%	1,66%	1,79%	1,84%	
Tasso mensile	0,23%	0,24%	0,24%	0,18%	0,15%	0,15%	0,14%	0,15%	0,15%	
Interessi su CP	1,48	2,51	2,88	2,13	1,17	1,14	1,04	0,90	0,77	
Investimento del saldo in LIQ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi su LIQ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investimento del saldo in INV					420	419	443	388	295	
Tasso annuale					2,50%	2,50%	2,50%	2,14%	2,14%	
Tasso mensile					0,21%	0,21%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi su INV					0,87	0,87	0,92	0,69	0,52	
Interessi totali su saldo	1,48	2,51	2,88	2,13	2,04	2,01	1,96	1,59	1,29	17,90
Investimenti in LIQ	88,1	26,9	82,2	69,9	80	77,3	99,7	343	524,8	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi LIQ	0,06	0,03	0,08	0,10	0,11	0,11	0,15	0,59	1,14	2,38
Investimenti in INV	132,3	20	20	40	40	48	48	48	48	
Tasso annuale	1,62%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%	
Tasso mensile	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,22%	0,22%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi INV	0,11	0,05	0,05	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09	0,76
Totale interessi	1,65	2,58	3,00	2,32	2,24	2,23	2,22	2,27	2,52	21,04

Tav. 7 – Primo scenario

Il secondo scenario prevede investimenti nelle linee Investment a due mesi (come il primo scenario) l'eccesso rispetto alle esigenze a breve (€ 850 mln da febbraio ad aprile, poi 950 a maggio e 1025 a giugno), ma smobilizza integralmente il CP portandolo sulle linee Liquidity non appena anche queste presentano il punto di inversione di convenienza rispetto al CP, vale a dire da aprile 2012. In questo caso si considerano le linee Liquidity non depurate, vale a dire con un portafoglio di banche che ricomprende anche MPS, Carige e Popolare Lodi (Tav.8).

SIMULAZIONE N.2 - L'eccedenza di 850 in febbraio, marzo e aprile è investita nello strumento INVESTMENT al 2.5% (deposito a due mesi con BNL), mentre l'eccedenza di 950 a maggio e 1025 a giugno (che considerano la stima e poi l'ammontare deliberato dei dividendi) è investita in investment al 2.14% (media dei depositi a tre mesi detenuti in maggio e aprile presso BNL). Viene inserita la categoria liquidity con tassi inclusivi delle banche non investment grade, nelle quali si decide di investire ad aprile quando avviene l'inversione tra tassi CP e LIQ

€/Mln	ott-11	nov-11	dic-11	gen-12	feb-12	mar-12	apr-12	mag-12	giu-12	
	dall'11	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	fine mese	
Saldo investito in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	1.190	1.192	1.194	995	795	
Investimento del saldo in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	770	773	0	0	0	
Tasso annuale	2,74%	2,94%	2,92%	2,15%	1,82%	1,77%	1,66%	1,79%	1,84%	
Tasso mensile	0,23%	0,24%	0,24%	0,18%	0,15%	0,15%	0,14%	0,15%	0,15%	
Interessi su CP	1,48	2,51	2,88	2,13	1,17	1,14	0,00	0,00	0,00	
Investimento del saldo in LIQ	0	0	0	0	0	0	750	607	500	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi su LIQ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,16	1,05	1,09	
Investimento del saldo in INV					420	419	443	388	295	
Tasso annuale					2,50%	2,50%	2,50%	2,14%	2,14%	
Tasso mensile					0,21%	0,21%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi su INV					0,87	0,87	0,92	0,69	0,52	
Interessi totali su saldo	1,48	2,51	2,88	2,13	2,04	2,01	2,09	1,74	1,61	18,49
Investimenti in LIQ	88,1	26,9	82,2	69,9	80	77,3	99,7	343	524,8	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi LIQ	0,06	0,03	0,08	0,10	0,11	0,11	0,15	0,59	1,14	2,38
Investimenti in INV	132,3	20	20	40	40	48	48	48	48	
Tasso annuale	1,62%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%	
Tasso mensile	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,22%	0,22%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi INV	0,11	0,05	0,05	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09	0,76
Totale interessi	1,65	2,58	3,00	2,32	2,24	2,23	2,34	2,42	2,84	21,63

Tav. 8 – Secondo scenario

Si notino alcuni elementi importanti di questo secondo scenario: non viene considerata, poiché non più conveniente fin da aprile, l'alternativa Cash Pooling rispetto alle linee Liquidity. Vengono però considerate banche, nelle linee Liquidity, con limitata dimensione (Esempio Banco Desio o Carige) e capacità di assorbimento assai limitata di masse molto importanti di capitali. Da un punto di vista concreto, sarebbe stato assai problematico ottenere tassi interessanti da banche piccole, e non è detto che i tassi Liquidity o Investment più convenienti si sarebbero potuti ottenere anche per depositi di ben maggiori dimensioni. Spesso le Banche offrono condizioni commerciali aggressive su operazioni limitate dove hanno controparti di investimento nella raccolta, ma non se non sanno dove reinvestire un eccesso di liquidità.

Il terzo scenario è analogo al secondo ma più coerente rispetto alla missione di minimizzare i rischi sul capitale. Esso è stato ottenuto depurando dalle linee Liquidity le banche rischiose MPS, Carige e Popolare di Lodi e considerando che l'inversione della convenienza dei tassi avviene, per effetto di questa esclusione, a maggio e non ad aprile (Tav.9).

SIMULAZIONE N.3 - L'eccedenza di 850 in febbraio, marzo e aprile è investita nello strumento INVESTMENT al 2.5% (deposito a due mesi con BNL), mentre l'eccedenza di 950 a maggio e 1025 a giugno (che considerano la stima e poi l'ammontare deliberato dei dividendi) è investita in investment al 2.14% (media dei depositi a tre mesi detenuti in maggio e aprile presso BNL). Viene inserita la categoria liquidity con tassi NON inclusivi delle banche non investment grade, nelle quali si decide di investire a maggio quando avviene l'inversione tra tassi CP e LIQ

€/Mln	ott-11 dall'11	nov-11 fine mese	dic-11 fine mese	gen-12 fine mese	feb-12 fine mese	mar-12 fine mese	apr-12 fine mese	mag-12 fine mese	giu-12 fine mese	
Saldo investito in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	1.190	1.192	1.194	995	795	
Investimento del saldo in CP	1.024	1.025	1.185	1.188	770	773	750	0	0	
Tasso annuale	2,74%	2,94%	2,92%	2,15%	1,82%	1,77%	1,66%	1,79%	1,84%	
Tasso mensile	0,23%	0,24%	0,24%	0,18%	0,15%	0,15%	0,14%	0,15%	0,15%	
Interessi su CP	1,48	2,51	2,88	2,13	1,17	1,14	1,04	0,00	0,00	
Investimento del saldo in LIQ	0	0	0	0	0	0	0	607	500	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	0,78%	0,55%	0,38%	0,77%	1,93%	2,37%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,07%	0,05%	0,03%	0,06%	0,16%	0,20%	
Interessi su LIQ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,98	0,99	
Investimento del saldo in INV					420	419	443	388	295	
Tasso annuale					2,50%	2,50%	2,50%	2,14%	2,14%	
Tasso mensile					0,21%	0,21%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi su INV					0,87	0,87	0,92	0,69	0,52	
Interessi totali su saldo	1,48	2,51	2,88	2,13	2,04	2,01	1,96	1,67	1,51	18,19
Investimenti in LIQ	88,1	26,9	82,2	69,9	80	77,3	99,7	343	524,8	
Tasso annuale	1,31%	1,20%	1,12%	1,76%	1,66%	1,78%	1,86%	2,07%	2,61%	
Tasso mensile	0,11%	0,10%	0,09%	0,15%	0,14%	0,15%	0,16%	0,17%	0,22%	
Interessi LIQ	0,06	0,03	0,08	0,10	0,11	0,11	0,15	0,59	1,14	2,38
Investimenti in INV	132,3	20	20	40	40	48	48	48	48	
Tasso annuale	1,62%	2,77%	2,77%	2,62%	2,62%	2,60%	2,50%	2,20%	2,20%	
Tasso mensile	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,22%	0,22%	0,21%	0,18%	0,18%	
Interessi INV	0,11	0,05	0,05	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09	0,76
Totale interessi	1,65	2,58	3,00	2,32	2,24	2,23	2,22	2,35	2,74	21,33

Tav. 9 – Terzo scenario

L'ultimo scenario che sarebbe stato eventualmente possibile considerare concretamente sarebbe stato quello di investire dal 1° febbraio 2012 (momento in cui è nota l'informazione del calo di redditività del Cash Pooling), o successivamente, in titoli di Stato italiani l'equivalente delle linee CP e Liquidity; nessun altro titolo alternativo in Europa, in quel momento, mostrava rendimenti confrontabili con i titoli del nostro paese. Inoltre, per un effetto di miglioramento temporaneo della percezione dell'Italia tra gennaio e fine febbraio, si sarebbe potuto sperare in una ulteriore riduzione dei rendimenti e – pianificando una liquidazione intorno a fine giugno – sperare in un ulteriore apprezzamento dei titoli in conto capitale.

Ma non è andata, ex post, in questo modo. Da marzo i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno ricominciato a salire, e un acquisto ipotetico di un paniere di titoli (Tav. 10) effettuato a febbraio, a marzo, ad aprile e a inizio maggio, con vendita il 29 giugno, avrebbe portato rendimenti pari a quelli riportati in Tav. 11, cioè nettamente inferiori a quelli reali.

Ticker BOT	Maturity
BOTS 0 14/12/2012 Govt	12MO
BOTS 0 15/10/2012 Govt	12MO
BOTS 0 29/06/2012 Govt	6MO
BOTS 0 16/07/2012 Govt	12MO
BOTS 0 14/09/2012 Govt	12MO
BOTS 0 15/11/2012 Govt	12MO
BOTS 0 15/08/2012 Govt	12MO

Tav. 10 - paniere BOT

Data di acquisto	01-feb	01-mar	02-apr	01-mag
Data di vendita	29-giu	29-giu	29-giu	29-giu
Capital gain medio	0,77%	-0,03%	0,01%	0,04%
Capital gain medio annualizzato	1,87%	-0,10%	0,03%	0,24%

Tav.11 - rendimenti per acquisti Titoli Italia da 1/2/2012, vendita 29/6/2012

La sintesi dei solli scenari con rendimento superiore al caso reale è riportata in Tav. 12 ed evidenzia, nella colonna di destra, le differenze, in mln di Euro, rispetto a quanto effettivamente accaduto.

Sintesi Risultati	€ 850 mln investiti in strumenti liquidi (CP, Liquidity) in vista dell'acquisizione, l'eccedenza in INV da febbraio. Gli 850 sono aumentati di 100 a maggio in previsione dei dividendi e di altri 75 in giugno per la delibera della distribuzione dei dividendi di 175	Differenze tra risultati degli scenari e risultato reale
Investimento di strumenti liquidi solo in CP	21,04	0,99
Investimento di strumenti liquidi in CP e gli ultimi tre mesi in LIQ (quando i tassi LIQ superano i tassi di CP), considerando tassi di LIQ che includono le banche non investment grade	21,63	1,58
Investimento di strumenti liquidi in CP e gli ultimi due mesi in LIQ (quando i tassi LIQ superano i tassi di CP), considerando tassi di LIQ che NON includono le banche non investment grade	21,33	1,28
Risultato Reale	20,05	

Tav. 12: Sintesi Scenari: risultato finanziario in € Mln e differenze rispetto a risultato reale effettivamente conseguito

5. 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.

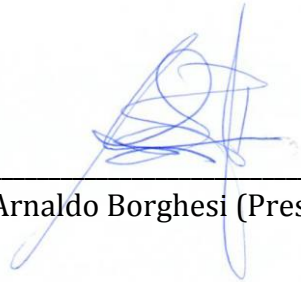
Da ultimo, non può essere trascurata la valutazione del rischio aggiuntivo di perseguire quell'ipotetico 1 per mille di miglior risultato. Ricordiamo che Standard & Poor's il 13 gennaio 2012 peggiora il rating di tutte le banche italiane, inclusa BNL, pur se controllata da BNP Paribas, a BBB+ (cioè non 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 e 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.

Milano, 26 aprile 2017

Borghesi e Associati S.p.A.



Arnaldo Borghesi (Presidente)



Francesco Ciro Bonzio (partner)