



Analisi in merito alla

***“Denuncia ex articolo 2408 del Codice Civile”
del 7 marzo 2016 da parte di Amber Capital UK LLP al
Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A.***



DGPA&Co

Indice

1. Natura e oggetto dell'incarico	3
2. Documentazione utilizzata	4
3. Operazione di <i>cash pooling</i>	7
3.1. La posizione di AMBER	7
3.2. Le analisi condotte	7
3.3. Gli accertamenti formali	8
3.4. L'operazione di <i>cash pooling</i>	10
3.5. L'attività del Comitato per il Controllo interno e del Consiglio di Amministrazione	15
3.6. Monitoraggio della convenienza dell'operazione dai documenti prodotti dalla Società	17
3.7. Gli accertamenti sostanziali condotti dallo scrivente	20
3.8. Conclusioni	25



1. NATURA E OGGETTO DELL'INCARICO

Il 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"), ha presentato 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 sintesi i fatti ritenuti censurabili atterrebbero, essenzialmente, ai seguenti profili:

1. Esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di B.S.A. S.A. – società a capo del Gruppo Lactalis (d'ora in avanti "BSA"): Amber denuncia che BSA esercitava attività di direzione e coordinamento di Parmalat almeno a partire dai mesi di ottobre/novembre 2011 (si ricorda che Parmalat S.p.A. ha dichiarato l'assoggettamento all'attività di direzione e coordinamento di BSA il 31 luglio del 2012).
2. Accordo di *cash pooling* stipulato tra Parmalat e B.S.A. Finances s.n.c. (società interamente controllata da BSA, d'ora in avanti "BSA Finances"): Amber denuncia che l'accordo di *cash pooling* fu stipulato nell'esclusivo interesse di Lactalis e che l'esecuzione di tale accordo ha causato ingenti danni a Parmalat.
3. Acquisizione di società americane facenti parte del Gruppo Lactalis da parte di Parmalat – maggio 2012 (d'ora in avanti "Acquisizione LAG"): Amber denuncia tre diversi profili a suo avviso censurabili, che possono così riassumersi:
 - a) L'Acquisizione LAG è stata imposta dall'azionista di maggioranza al fine di consentire al gruppo Lactalis la restituzione dei finanziamenti dallo stesso contratti per l'acquisizione di Parmalat (avvenuta, si ricorda, tramite OPA nel luglio 2011) e "*strutturata in modo tale da portare vantaggio allo stesso azionista (di maggioranza) a discapito degli azionisti di minoranza e, in definitiva e soprattutto, della stessa Parmalat*".
 - b) Taglio delle spese di *marketing*: il *management* di Parmalat ha agito in danno di Parmalat stessa tagliando, nell'esercizio 2012, le spese di *marketing* correnti del gruppo LAG e cercando allo stesso tempo di mantenere un risultato in termini di EBITDA in linea con le previsioni poste a base della determinazione del prezzo dell'Acquisizione LAG al fine di evitare che Lactalis dovesse corrispondere un saldo prezzo ai termini di contratto. Tale azione avrebbe pregiudicato la redditività futura di LAG.
 - c) Valore di LAG/LINT: la negoziazione tra Parmalat e Lactalis è stata caratterizzata da gravi irregolarità e il prezzo pagato da Parmalat per LAG è stato la risultante di pressioni illegittime e ripetute da parte del gruppo Lactalis.

In seguito alla Denuncia, il Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A., composto dal Prof. Michele Rutigliano, dal Dott. Giorgio Loli e dall'Avv. Alessandra Stabilini, ha nominato



quali propri consulenti per gli approfondimenti richiesti dal socio Amber i professori Francesco Denozza e Maurizio Dallochio.

Il sottoscritto Prof. Maurizio Dallochio è stato incaricato di condurre un'analisi relativa alla Denuncia (d'ora in avanti l'"Analisi"), con particolare riferimento alle tematiche:

1. operazione di *cash pooling*,
2. valore di LAG/LINT;
3. taglio delle spese di *marketing*,

finalizzata a supportare il Collegio Sindacale nella propria attività di accertamento dell'eventuale fondatezza dei fatti oggetto di denuncia.

La presente Analisi è rivolta ad approfondire nello specifico l'operazione di *cash pooling*.

Chi scrive, di concerto con il Collegio Sindacale, ha ritenuto di concentrare il proprio lavoro nel periodo intercorrente tra il conferimento dell'incarico e il 29 aprile 2016, data dell'assemblea ordinaria di Parmalat S.p.A., sull'operazione di *cash pooling*, in funzione del limitato tempo disponibile e del contenuto innovativo rispetto a precedenti iniziative e processi che in passato hanno caratterizzato la Società.

Chi scrive non ha effettuato alcuna verifica indipendente sulla documentazione fornita dalla Società e sulle informazioni disponibili al pubblico.

Le conclusioni esposte nella presente Analisi sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in esso contenute; pertanto nessuna parte della stessa potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dall'Analisi nella sua interezza.

Data la specificità della presente Analisi, essa non dovrà essere impiegata a 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 Analisi.

2. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del presente lavoro chi scrive ha ricevuto la Denuncia e i documenti ad essa allegati:

- ◆ informativa della Guardia di Finanza del 5 dicembre 2014, e documenti utili ad una migliore comprensione dei fatti e delle circostanze narrate nell'informativa:
 - informativa della Guardia di Finanza dell'11 dicembre 2015;
 - relazione tecnica del dott. Stefano Montanari dell'8 novembre 2014;
 - relazione tecnica del dott. Stefano Montanari e della prof.ssa Valeria Venturelli del 5 agosto 2014 sull'*impairment test*;
- ◆ valutazione di LAG/LINT del commissario *ad acta*, nominato dal Tribunale di Parma, prof. Angelo Manaresi;
- ◆ valutazione di LAG/LINT dei consulenti della Procura della Repubblica di Parma, dott. Stefano Montanari e prof.ssa Valeria Venturelli del 5 dicembre 2014;



- ◆ valutazione di LAG/LINT del prof. Paolo Bastia.

Successivamente alla Denuncia, il Collegio Sindacale ha tempestivamente inviato alla Società richieste di ulteriore documentazione ritenuta necessaria ai fini della propria attività di accertamento:

- ◆ 15 marzo 2016, documentazione relativa all'attività di *cash pooling*;
- ◆ 25 marzo 2016, documentazione relativa alle spese di *marketing*;
- ◆ 6 aprile 2016, documentazione relativa alle spese di *marketing* e alla valutazione di LAG;

in seguito alle quali ha ricevuto la documentazione richiesta, messa a disposizione di scrive.

Ai fini della presente Analisi, è stata in particolare analizzata la seguente documentazione, ricevuta dalla Società, relativa all'operazione di *cash pooling*.

- ◆ contratto di *Cash pooling agreement* del 6 ottobre 2011;
- ◆ accesso del 6 ottobre 2011 di Parmalat S.p.A. al Sogecash International Pooling Cash Concentration Agreement tra Societe Generale e B.S.A. Finances s.n.c.;
- ◆ verbale del Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. del 6 ottobre 2011;
- ◆ documento informativo del 13 ottobre 2011 relativo alla stipula da parte di Parmalat S.p.A. di un contratto di *cash pooling* relativo alla gestione della liquidità con B.S.A. Finances s.n.c.;
- ◆ integrazione del 31 ottobre 2011 al documento informativo concernente la stipula di un contratto di *cash pooling* tra Parmalat S.p.A. e B.S.A. Finances s.n.c.;
- ◆ movimentazione scheda contabile;
- ◆ *cash pooling* parmalat _ 3 tranches del 7 ottobre 2011;
- ◆ contabili bancarie relative alle movimentazioni di *cash pooling* inerenti il caricamento delle 3 *tranches* del 2011;
- ◆ Cash Pooling Utilization Request di B.S.A. Finances s.n.c. del 4 maggio 2012;
- ◆ Cash Pooling Utilization Request di B.S.A. Finances s.n.c. del 20 giugno 2012;
- ◆ Cash Pooling Utilization Request di B.S.A. Finances s.n.c. del 28 giugno 2012;
- ◆ ordine di bonifico urgente di Parmalat S.p.A. del 3 luglio 2012 a favore di Parmalat Belgium S.A.;
- ◆ ricostruzione cronologica dell'attività del Comitato di Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione in tema di *cash pooling* nel periodo dal 1 agosto 2011 al 31 luglio 2012;
- ◆ cronologia degli eventi principali legati al *cash pooling*;
- ◆ documenti della tesoreria di Parmalat S.p.A. "Liquidity and investment Yield" al 30 giugno 2011, 31 agosto 2011, 30 settembre 2011, 31 ottobre 2011, del 31 marzo 2012, del 30 aprile 2012, del 31 maggio 2012;



- ◆ documenti "Parmalat Liquidity Management" – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance, 15 dicembre 2011, 12 gennaio 2012, 13 febbraio 2012, 7 marzo 2012, 19 luglio 2012;
- ◆ nota sul *cash pooling* e relative tavole di dettaglio;
- ◆ confronto fra redditività effettiva e potenziale della liquidità investita in *cash pooling* nel periodo ottobre 2011-giugno 2012;
- ◆ grafico rendimento BTP 10 anni dal 2011 a oggi;
- ◆ CDS di alcuni istituti di credito (MPS, Intesa, Unicredit, Banco Popolare) nel periodo 2011-2015.

Chi scrive ha inoltre analizzato la seguente documentazione relativa all'acquisizione di LAG, pubblicamente disponibile sul sito istituzionale www.parmalat.net:

- ◆ documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group Inc. del maggio 2012;
- ◆ integrazione al documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group Inc del giugno 2012;
- ◆ relazione del Collegio Sindacale sull'acquisizione Lactalis American Group Inc ai sensi dell'art. 114 TUF del 31 luglio 2012;
- ◆ parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate del 10 maggio 2013;
- ◆ relazione del 20 aprile 2013 rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat S.p.A. in data 3 luglio 2012";
- ◆ relazione "Project Paloma III. Price adjustment Report" rilasciata da PricewaterhouseCoopers in data 15 aprile 2013;
- ◆ relazione del Prof. Pellegrini "Le politiche di marketing di lag: le condotte nel triennio 2009-2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012" del 24 aprile 2013;
- ◆ "LAG audited financial statements (al 30.12.2012)";
- ◆ "Price adjustment certificate for lag, lea, ldb, lam (al 30.12.2012)";
- ◆ parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. De Nova in data 28 marzo 2013;
- ◆ parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. Guido Rossi in data 02 aprile 2013;
- ◆ documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group Inc del giugno 2013;
- ◆ parere del Comitato Parti Correlate sull'aggiustamento del prezzo di LAG del 30 maggio 2013;
- ◆ relazione del 6 maggio 2013 del commissario *ad acta*, nominato dal Tribunale di Parma, prof. Angelo Manaresi;



- ◆ relazione del 14 giugno 2013 del commissario *ad acta*, nominato dal Tribunale di Parma, prof. Angelo Manaresi;
- ◆ parere del prof. Provasoli e del prof. Mazzola "il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat Spa" del 14 giugno 2013;
- ◆ relazione del 9 settembre 2013 del commissario *ad acta*, nominato dal Tribunale di Parma, prof. Angelo Manaresi;
- ◆ relazione del 20 settembre 2013 "acquisizione LAG e LINT- relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di amministrazione di Parmalat S.p.A. con delibera del 24 giugno 2013";
- ◆ decreto del Tribunale di Parma dell'11 novembre 2013.

Ai fini dell'Analisi è stata esaminata ulteriore documentazione relativa a banche dati e a fonti pubblicamente disponibili, quali, ad esempio, Bloomberg.

3. OPERAZIONE DI CASH POOLING

3.1. LA POSIZIONE DI AMBER

In sintesi, Amber, nella Denuncia, riprende le conclusioni dell'informativa della Guardia di Finanza del 5 dicembre 2014, secondo cui *"In definitiva ... può affermarsi che, sulla base della documentazione esaminata, appare realistico ritenere che il contratto di tesoreria centralizzato soddisfaceva più le esigenze del gruppo Lactalis, per altro sottaciute, che quelle esclusive della Parmalat"*.

Più in dettaglio Amber sostiene che:

- "1. Il sistema di tesoreria accentrata è stato voluto da Lactalis;*
- 2. la remunerazione di tale finanziamento ha creato, ..., un danno per la società pari a svariati milioni di euro;*
- 3. Parmalat ha mantenuto il sistema di cash pooling e non ha investito altrimenti la propria ingente liquidità proprio in vista dell'operazione di acquisto di LAG/LINT che era, evidentemente, nei piani di Lactalis ancora prima dell'OPA della primavera del 2011"*.

3.2. LE ANALISI CONDOTTE

Con riferimento all'operazione di *cash pooling*, chi scrive, in qualità di consulente del Collegio Sindacale, ha svolto le seguenti analisi di supporto all'attività di accertamento condotta dal Collegio Sindacale di Parmalat in seguito alla Denuncia.

Tali analisi possono essere distinte in:

- ◆ accertamenti formali, consistenti principalmente in un'indagine di tipo documentale avente ad oggetto la documentazione richiesta alla Società e da questa messa a disposizione del Collegio Sindacale;



- ◆ accertamenti sostanziali, volti prevalentemente a verificare la convenienza dell'operazione per Parmalat.

3.3. GLI ACCERTAMENTI FORMALI

In seguito alla Denuncia di Amber del 7 marzo 2016, il Collegio Sindacale, con lettera del 15 marzo 2016, ha tempestivamente richiesto alla Società la documentazione relativa all'operazione di *cash pooling*, ed in particolare:

- ◆ *"il contratto di Cash Pooling;*
- ◆ *l'attribuzione dei poteri di gestione del Cash Pooling;*
- ◆ *le evidenze della movimentazione del conto dalla stipulazione del contratto ad oggi;*
- ◆ *le evidenze delle analisi comparative di convenienza svolte ai fini delle decisioni di impiegare, o eventualmente acquisire, liquidità nel Cash Pooling;*
- ◆ *le evidenze dei monitoraggi periodicamente effettuati per accertare il permanere di condizioni di convenienza economica delle precedenti decisioni;*
- ◆ *le eventuali altre informazioni ritenute rilevanti rispetto agli obiettivi della verifica del Collegio sindacale in oggetto;*
- ◆ *una esaustiva Nota di accompagnamento che illustri le concrete dinamiche del rapporto di Cash Pooling rinviando alla documentazione di supporto".*

La Società tra il 17 marzo 2016 e il 5 aprile 2016 ha messo a disposizione del Collegio Sindacale la seguente documentazione (già richiamata all'interno della documentazione utilizzata e di seguito riportata per praticità di lettura):

- ◆ contratto di *Cash pooling agreement* del 6 ottobre 2011;
- ◆ accesso del 6 ottobre 2011 di Parmalat S.p.A. al Sogecash International Pooling Cash Concentration Agreement tra Societe Generale e B.S.A. Finances s.n.c., ovvero la lettera di adesione di Parmalat al sistema di funzionamento Société Générale (banca d'appoggio del *Cash Pooling*);
- ◆ estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. del 6 ottobre 2011, in cui sono state deliberate l'adesione di Parmalat all'operazione di *cash pooling* e l'attribuzione di poteri di gestione relativi al *Cash Pooling*;
- ◆ documento informativo del 13 ottobre 2011 relativo alla stipula da parte di Parmalat S.p.A. di un contratto di *cash pooling* relativo alla gestione della liquidità con B.S.A. Finances s.n.c. (d'ora in avanti "Documento Informativo"). Il Documento Informativo si compone di una prima parte redatta dalla Società, che descrive l'operazione di *cash pooling*, del Parere del Comitato per il Controllo Interno e la Corporate Governance in qualità di comitato competente anche per l'esame delle operazioni con parti correlate e dell'opinione professionale (Fairness Opinion) richiesta a Mediobanca dal Comitato per il Controllo Interno in merito all'interesse di Parmalat al compimento dell'operazione, alla sua convenienza e correttezza sostanziale;



- ◆ integrazione del 31 ottobre 2011 al documento informativo concernente la stipula di un contratto di *cash pooling* tra Parmalat S.p.A. e B.S.A. Finances s.n.c. (d'ora in avanti "Integrazione al Documento Informativo");
- ◆ scheda contabile di movimentazione del conto di *Cash Pooling*;
- ◆ *cash pooling* parmalat _ 3 tranches del 7 ottobre 2011, prospetto che riepiloga le tre *tranches* di caricamento del *Cash Pooling* deliberate dal Consiglio di Amministrazione;
- ◆ contabili bancarie relative alle movimentazioni di *cash pooling* inerenti il caricamento delle 3 *tranches* del 2011;
- ◆ disposizioni di utilizzo del *Cash Pooling* dei mesi di Maggio e di Giugno 2012 (Cash Pooling Utilization Request di B.S.A. Finances s.n.c. 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., ovvero la disposizione di utilizzo del *Cash Pooling* per finanziamento a Parmalat Belgio;
- ◆ ricostruzione cronologica dell'attività del Comitato di Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione in tema di *cash pooling* nel periodo dal 1 agosto 2011 al 31 luglio 2012;
- ◆ cronologia degli eventi principali legati al *cash pooling*;
- ◆ documenti della tesoreria di Parmalat S.p.A. "Liquidity and investment Yield" al 30 giugno 2011, 31 agosto 2011, 30 settembre 2011, 31 ottobre 2011, al 31 marzo 2012, al 30 aprile 2012, al 31 maggio 2012, contenenti informazioni relative alle disponibilità liquide di Parmalat e ai rendimenti degli investimenti nel periodo in considerazione;
- ◆ documenti "Parmalat Liquidity Management" – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance, 15 dicembre 2011, 12 gennaio 2012, 13 febbraio 2012, 7 marzo 2012, 19 luglio 2012, documenti più articolati rispetto ai "Liquidity and investment Yield", anche essi riportanti informazioni relative alle disponibilità liquide di Parmalat e ai rendimenti degli investimenti nel periodo in considerazione;
- ◆ breve nota di commento della Società sul *cash pooling* e sulla gestione diretta della liquidità e relative tavole di dettaglio;
- ◆ confronto fra redditività effettiva e potenziale della liquidità investita in *cash pooling* nel periodo ottobre 2011-giugno 2012;
- ◆ grafico rendimento BTP 10 anni dal 2011 a oggi;
- ◆ CDS di alcuni istituti di credito (MPS, Intesa, Unicredit, Banco Popolare) nel periodo 2011-2015.

Tale documentazione ha consentito al Collegio Sindacale di prendere in considerazione i seguenti aspetti nell'ambito della propria attività di accertamento:

- struttura e caratteristiche dell'operazione di *cash pooling*, come regolata dal contratto e dai documenti informativi ricevuti dalla Società;



- ricostruzione degli eventi principali legati all'operazione di *cash pooling*, con particolare riferimento alle attività del Comitato per il Controllo Interno (COCOI) e del Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. (d'ora in avanti "Consiglio di Amministrazione" o "CdA");
- monitoraggio da parte di Parmalat della convenienza dell'operazione di *cash pooling* per la Società.

3.4. L'OPERAZIONE DI CASH POOLING

In seguito all'acquisizione di Parmalat da parte del Gruppo Lactalis, che, dal 13 settembre 2011, aveva in essere un contratto di gestione accentrata della tesoreria con Societe Generale, Parmalat ha ricevuto dalla capogruppo BSA una proposta di adesione al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis, come si legge nel verbale del Consiglio di Amministrazione di Parmalat del 6 ottobre 2011.

La modalità scelta dal Gruppo Lactalis era un *cash pooling* di tipo "zero balance"¹ rispondente alla finalità, descritta nel Documento Informativo, di ottimizzare la tesoreria del Gruppo, attraverso l'accentramento della gestione della disponibilità di cassa e delle esposizioni debitorie in capo ad una sola società del gruppo, BSA Finances (cosiddetta società *pooler*), in modo da razionalizzare la gestione della liquidità a livello di gruppo, riducendo il costo medio ponderato di finanziamento e delle commissioni bancarie, ed evitare diseconomie a danno del gruppo stesso, derivanti da posizioni di disequilibrio attivo o passivo delle singole società.

Più in dettaglio, il Documento Informativo, indica le motivazioni economiche dell'operazione per Parmalat in termini di:

- ◆ "massima flessibilità finanziaria",
- ◆ convenienza ("rendimenti superiori a quelli ottenibili con operazioni a vista presso istituti bancari o con titoli di stato a brevissima scadenza").

L'interesse di Parmalat nell'aderire all'operazione di *cash pooling*, la convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione sono stati oggetto di opinione professionale da parte di Mediobanca ("Fairness Opinion" del 5 ottobre 2011 allegata al Documento Informativo) su incarico del Comitato per il Controllo Interno e la Corporate Governance di Parmalat (d'ora in avanti "Comitato per il Controllo Interno"), chiamato ad esprimere un parere, preventivo e vincolante, sull'operazione, secondo la procedura prevista da Parmalat in caso di operazioni con parti correlate².

Il Documento Informativo riporta che il Comitato per il Controllo Interno ha "selezionato Mediobanca tenendo conto della sua riconosciuta indipendenza, affidabilità,

¹ Il *cash pooling* di tipo "zero balance" (o "a saldo zero") è una modalità in base alla quale i saldi attivi e passivi dei singoli conti correnti delle società del Gruppo confluiscono con frequenza giornaliera in uno o più conti correnti bancari intestati alla società *pooler* BSA Finances. Nell'ipotesi in cui il saldo trasferito da una società del Gruppo aderente al *cash pooling* sia passivo, BSA Finances provvede ad accreditare a tale società una somma di eguale importo; qualora invece il saldo sia attivo, il relativo importo è trasferito alla società *pooler* in quanto il saldo del conto decentrato deve essere sempre pari a zero. Tale sistema comporta pertanto un'effettiva movimentazione dei conti correnti interessati.

² Al momento dell'operazione di *cash pooling* Parmalat e BSA Finances erano parti correlate poiché società soggette al comune controllo di BSA.



DGPA&Co

professionalità nonché della conoscenza del Gruppo Parmalat maturata nel corso di precedenti incarichi”, precisando che “Mediobanca partecipa, unitamente ad altri istituti di credito, al finanziamento sindacato stipulato in data 25 aprile 2011 da BSA Finances utilizzato per finanziare l’offerta pubblica d’acquisto volontaria promossa dal Gruppo Lactalis su Parmalat e per rifinanziare il debito esistente del gruppo Lactalis. (...) I predetti rapporti non sono ritenuti tali da far venire meno l’indipendenza di Mediobanca ai fini dell’affidamento dell’incarico in esame. (...) Mediobanca non è intervenuta nella strutturazione e negoziazione del finanziamento e la quota sindacata da Mediobanca non le attribuisce diritti particolari rispetto alle altre banche finanziatrici”.

Come riportato nel verbale del Consiglio di Amministrazione di Parmalat del 6 ottobre 2011, l’operazione di *cash pooling* è stata deliberata dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat in quella data:

- ◆ all’unanimità,
- ◆ previo parere favorevole del Comitato per il Controllo Interno.

Tale parere è stato espresso all’unanimità dal Comitato per il Controllo Interno “*ritenuto che l’operazione di adesione al cash pooling nei termini indicati dai relativi contratti sia di interesse per Parmalat S.p.A. e che le condizioni della medesima siano fair dal punto di vista economico*” (Parere del Comitato per il Controllo Interno e la Corporate Governance in qualità di comitato competente anche per l’esame delle operazioni con parti correlate del 5 ottobre 2011 allegato al Documento Informativo).

La partecipazione di Parmalat all’operazione di *cash pooling* era regolata dai seguenti accordi:

- ◆ il “Contratto di Servizio”, denominato Sogecash International Pooling Service Agreement (Cross-border/Multi-Level), sottoscritto il 13 settembre 2011, tra Societe Generale S.A. e BSA Finances, che regolava le caratteristiche tecniche e le modalità operative del servizio prestato da Societe Generale in relazione al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis, con particolare riferimento alla tenuta dei conti (accentrati e periferici), alla loro movimentazione e alla rendicontazione delle operazioni effettuate;
- ◆ Parmalat ha aderito al Contratto di Servizio con lettera del 6 ottobre 2011;
- ◆ il “Contratto di Cash Pooling”, denominato Cash Pooling Agreement, sottoscritto il 6 ottobre 2011 tra Parmalat e BSA Finances, che disciplinava i termini e le condizioni dell’adesione di Parmalat al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis.

Come richiamato nell’Integrazione al Documento Informativo, Parmalat, prima di aderire all’operazione di *cash pooling*, aveva in vigore una politica di gestione della tesoreria che prevedeva i seguenti principali criteri di impiego della liquidità:

- ◆ durata massima di ogni transazione non eccedente i 12 mesi;
- ◆ tipologia di investimenti ammessi: depositi bancari, depositi a termine, *bond* governativi o sovra-governativi (divieto di investimenti in strumenti derivati/strutturati, *corporate bond* e finanziamenti infragruppo);
- ◆ strumenti aventi un mercato secondario liquido e possibilità di disinvestimento immediata;



- ◆ rischio di controparte *investment grade* (controparti con *rating* non inferiore ad "A");
- ◆ rischio di credito gestito attraverso la differenziazione degli strumenti di investimento e delle controparti.

Il Contratto di Cash Pooling presentava le seguenti caratteristiche:

- ◆ non è previsto un termine ed è stabilita la facoltà di recesso dal Contratto in ogni momento con un preavviso di tre giorni lavorativi;
- ◆ tipologia di investimento assimilabile al conto corrente bancario;
- ◆ possibilità di disinvestimento sostanzialmente immediata³;
- ◆ controparte *corporate* priva di *rating*;
- ◆ rischio di controparte gestito come descritto in seguito⁴.

Il Contratto di Cash Pooling regolava anche la determinazione del corrispettivo dell'operazione, prevedendo che la liquidità di Parmalat impiegata nel *cash pooling* fosse remunerata ad un tasso variabile parametrato all'Euribor a un mese, incrementato di un margine volto a riflettere il merito creditizio del Gruppo Lactalis.

Il margine era individuato attraverso la seguente tabella che riepiloga le condizioni contrattuali del *cash pooling*, riportate nel Contratto di Cash Pooling e nel Documento Informativo:

Condizioni contrattuali di Cash Pooling			
Euribor 1 mese	1,354%		
Spread	1,700%		
	3,054%		
Leverage Ratio (LR)	Saldo posizione intercompany (S)		
	S ≤ 416 mln	416 < S ≤ 833 mln	S > 833 mln
Estremo inferiore	0	416	833
Estremo superiore	416	833	
LR > 4,0	1,500%	1,750%	2,000%
3,5 < LR ≤ 4,0	1,050%	1,300%	1,550%
3,0 < LR ≤ 3,5	0,750%	1,000%	1,250%
2,5 > LR >= 3,0	0,650%	0,900%	1,150%
2,5 < LR ≤ 2,5	0,553%	0,803%	1,053%
LR ≤ 2,0	0,455%	0,705%	0,995%
Margine iniziale	1,200%	1,450%	1,700%
(fino al 31.12.2011)			

³ Per richieste:

- pari o inferiori a 20 milioni di Euro i fondi, disponibilità dei fondi nello stesso giorno lavorativo;
- superiori a 20 milioni di Euro, entro tre giorni lavorativi.

⁴ Cfr. pag. 14.



In sintesi:

- ◆ il margine incrementale variava in funzione di due grandezze:
 - “Leverage Ratio”, pari al rapporto tra la posizione finanziaria netta consolidata e l'EBITDA consolidato del Gruppo Lactalis (incluso il gruppo facente capo a Parmalat),
 - “Saldo posizione *intercompany*”, pari all'importo del saldo attivo giornaliero del rapporto di conto corrente con BSA Finances;
- ◆ erano previsti due momenti successivi:
 - fino al 31 dicembre 2011, il margine applicabile sarebbe variato tra un minimo di 120 *basis point* ed un massimo di 170 *basis point* in funzione del saldo giornaliero della posizione *intercompany*.

In particolare, il rendimento complessivo iniziale per Parmalat sarebbe stato pari a 3,054%⁵, individuato sulla base del tasso Euribor a 1 mese, rilevato da Reuters il 4 ottobre 2011⁶, pari a 1,354%, e del saldo della posizione *intercompany* che ricadeva nell'intervallo più elevato previsto determinando un margine iniziale pari a 1,700%.
 - successivamente il margine avrebbe subito modifiche su base semestrale, in relazione all'evoluzione del Leverage Ratio.

Gli interessi maturavano su base giornaliera e erano liquidati mensilmente. Le stesse condizioni erano applicate agli interessi dovuti da Parmalat nel caso in cui il rapporto di conto corrente con BSA Finances presentasse un saldo passivo per la Società.

Le grandezze assunte alla base della determinazione del margine incrementale rientravano in quelle comunemente adottate secondo la prassi delle operazioni di *cash pooling*. Analogamente, la determinazione del corrispettivo⁷ rispecchiava una logica razionale, in base alla quale all'aumentare del rischio per il Gruppo Lactalis, incrementava il rendimento della liquidità investita da Parmalat.

L'operazione di *cash pooling* prevedeva i seguenti aspetti, richiamati nella Fairness Opinion di Mediobanca e nell'Integrazione al Documento Informativo:

- ◆ mantenimento della flessibilità finanziaria, attraverso le già richiamate:
 - facoltà di recedere dal Contratto e, quindi, dal sistema di *cash pooling*, in qualunque momento, con un preavviso di 3 giorni lavorativi, senza applicazione di alcuna penale;
 - possibilità di richiamare la liquidità conferita al *cash pooling* con preavviso il giorno stesso o di tre giorni lavorativi in funzione che l'importo richiesto sia inferiore o superiore a 20 milioni di Euro;

⁵ A puro titolo indicativo il Documento Informativo richiama che il rendimento della liquidità di Parmalat al 30 settembre 2011 era pari al 1,28%.

⁶ Giorno precedente a quello del rilascio della Fairness Opinion di Mediobanca.

⁷ Il rendimento riconosciuto da Lactalis era, in sintesi, definito in misura pari al costo della provvista dei fondi messi a disposizione da un pool di banche a favore di Lactalis stessa (correlata al merito di credito attribuito dalle banche al Gruppo Lactalis).

- ♦ rischio di controparte mitigato.

Il rischio di controparte rappresenta il rischio principale nel *cash pooling* e si traduce nella possibilità che la controparte contrattuale, per qualsiasi causa, non adempia alle proprie obbligazioni secondo i termini e le condizioni previste.

Il Contratto di Cash Pooling limitava il rischio di controparte attraverso:

- l'obbligo per BSA Finances di mantenere, durante la vigenza del Contratto di Cash Pooling, la Revolving Credit Facility⁸ inutilizzata e/o disponibilità liquide o prontamente liquidabili e/o altre linee di credito inutilizzate per un importo complessivo almeno pari a quello impiegato dalla Società nel *cash pooling*, con l'obiettivo di assicurare l'eventuale tempestivo rimborso di tali disponibilità;
- responsabilità illimitata e solidale di BSA e Gruppo Lactalis per le obbligazioni di BSA Finances (incluse, quindi, quelle derivanti dal Contratto di Cash Pooling), prevista dal diritto societario francese;
- diritto di gradimento, e correlato diritto di recesso, in caso di mutamento della società accentratrice delle disponibilità del gruppo;
- impegno da parte di BSA Finances a garantire a Parmalat un flusso informativo che riguardava:
 - l'attestazione con frequenza semestrale dell'esistenza, in ogni giorno del semestre di riferimento, di disponibilità liquide, prontamente liquidabili e/o linee di credito inutilizzate per un importo complessivo almeno pari a quello impiegato da Parmalat nel *cash pooling*;
 - l'attestazione con frequenza semestrale del rispetto nei 12 mesi precedenti la data di chiusura del semestre di riferimento dei *covenant* finanziari previsti nei finanziamenti in essere del Gruppo Lactalis;
 - l'obbligo di comunicazione tempestiva del verificarsi di eventi che potrebbero determinare la risoluzione automatica del Contratto;
 - l'obbligo di comunicare tempestivamente qualora, per qualsiasi causa, non fosse stato possibile mantenere disponibilità liquide, prontamente liquidabili e/o linee di credito inutilizzate per un importo complessivo almeno pari a quello impiegato da Parmalat nel *cash pooling*.

Il documento Integrazione, in conformità alla richiesta Consob del 20 ottobre 2011, del parere reso dal Comitato per il Controllo Interno, (allegato all'Integrazione al Documento Informativo) integrava il precedente parere favorevole in merito al contratto di *cash pooling* espresso dal Comitato per il Controllo Interno, specificando *"di avere fondato il proprio giudizio sull'interesse aziendale al perfezionamento del contratto di cash pooling con BSA Finance sulla base delle seguenti motivazioni:*

⁸ Revolving Credit Facility rientrante nel contratto di finanziamento stipulato da BSA Finances per finanziare il fabbisogno dell'offerta pubblica di acquisto tramite cui BSA, attraverso la controllata Sofil SA, ha acquisito l'83,30 % del capitale sociale di Parmalat e fronteggiare il fabbisogno gestionale del Gruppo BSA. Tale linea di credito di tipo *revolving*, con durata fino al 25 aprile 2016, era di importo pari ad 1,25 miliardi di Euro e vi partecipavano 16 istituti bancari, elemento che concorreva ulteriormente a ridurre il rischio in oggetto.



1. *ottimizzare l'impiego delle risorse finanziarie -...-così da consentire a Parmalat di mantenere elevata flessibilità finanziaria ...;*
2. *circoscrivere il rischio di controparte, in virtù di un sistema di tutele a favore di Parmalat, disciplinato contrattualmente, ...;*
3. *garantire un flusso di informazioni tempestive sull'andamento economico-finanziario del Gruppo Lactalis, per permettere al Consiglio di Amministrazione dell'Emittente di valutarne la capacità di far fronte ai propri fabbisogni finanziari prospettici ed intervenire prontamente, qualora ne ravveda l'opportunità*".

3.5. L'ATTIVITÀ DEL COMITATO PER IL CONTROLLO INTERNO E DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Società, nella breve nota di commento sul *cash pooling*, inviata su richiesta del Collegio Sindacale, richiama gli eventi che hanno interessato la gestione della liquidità di Parmalat dal momento dell'acquisizione del controllo da parte del Gruppo Lactalis (28 giugno 2011) all'avvio delle analisi dell'operazione di *cash pooling*:

- ◆ *"all'atto della nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione di Parmalat ... la gestione della liquidità eccedente le normali necessità operative era orientata a investimenti che privilegiavano principi di prudenza utilizzando esclusivamente Titoli di Stato e Depositi Bancari a breve scadenza includendo investimenti in titoli di stato esteri, basando le proprie scelte sull'affidabilità della controparte, con un'ottica di ripartizione del rischio anche a scapito dell'ottica di massimizzazione del rendimento (policy di tesoreria)";*
- ◆ *dal 28 luglio 2011, data di nomina del nuovo direttore finanziario, "non avendo alcuna contezza delle logiche o eventuali indicazioni che potevano pervenire dal nuovo azionista, l'approccio è stato quello di mantenere un profilo di investimento a breve termine, con una ripartizione degli impieghi presso diversi istituti";*
- ◆ *"a partire dal 12 settembre 2011, il Comitato di Controllo Interno avente anche funzioni di Comitato Parti Correlate ha avviato l'analisi del contratto di cash pooling e seguendo tale ipotesi il profilo di investimento delle disponibilità si è mantenuto su impieghi di breve termine"*.

Il Comitato per il Controllo Interno è stato coinvolto sia nella fase istruttoria e di trattative che hanno portato Parmalat ad aderire all'operazione di *cash pooling*, sia nella fase successiva in supporto al Consiglio di Amministrazione nel monitoraggio della convenienza dell'operazione per la Società.

L'attività del Comitato per il Controllo Interno, che ha condotto alla partecipazione di Parmalat all'operazione di *cash pooling*, è riportata nel Documento Informativo e si riscontra anche nella ricostruzione cronologica dell'attività del Comitato per il Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione in tema di *cash pooling*, nel periodo dal 1 agosto 2011 al 31 luglio 2012, che la Società ha messo a disposizione del Collegio Sindacale.

In particolare, tali documenti richiamano che nel periodo antecedente la firma del Contratto di Cash Pooling, il Comitato è stato coinvolto attraverso riunioni in data:



- ◆ 12 settembre 2011, conferimento dell'incarico a Mediobanca in qualità di esperto indipendente per assistere il Comitato nonché di esprimere la Fairness Opinion;
- ◆ 27 settembre 2011, proseguimento dell'esame dell'operazione con il supporto di Mediobanca;
- ◆ 5 ottobre 2011, ricezione della Fairness Opinion accertante la congruità delle condizioni dell'operazione, sulla cui base il Comitato ha espresso, all'unanimità, parere favorevole rispetto alla realizzazione dell'operazione ritenuta di interesse per Parmalat.

Come descritto in precedenza, il 6 ottobre 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato all'unanimità l'operazione, conferendo all'Amministratore Delegato i poteri necessari per la sottoscrizione, nella stessa data, del Contratto di Cash Pooling e del Contratto di Servizio.

La scheda contabile di movimentazione del conto di *Cash Pooling* evidenzia che Parmalat ha partecipato con movimentazioni significative all'operazione di *cash pooling* dal 6 ottobre 2011 al mese di luglio 2012; le movimentazioni successive, fino a gennaio 2013 sono di importo ridotto.

Successivamente all'approvazione, l'attività del Comitato per il Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione è proseguita rivolta tra l'altro a "*monitorare con frequenza l'evoluzione dei tassi di interesse e dell'andamento economico-finanziario del Gruppo Lactalis per una sistematica valutazione delle condizioni che a suo tempo hanno consigliato l'adesione al cash pooling*".

Tale attività è riepilogata nella ricostruzione cronologica dell'attività del Comitato di Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione in tema di *cash pooling*, nel periodo dal 1 agosto 2011 al 31 luglio 2012.

A titolo di esempio, il documento fornito dalla Società richiama:

- ◆ l'attenzione al flusso informativo periodico, previsto contrattualmente, da parte del Gruppo Lactalis a Parmalat:
 - 12 gennaio 2012, il dott. Bonavita riferisce di avere predisposto una richiesta di informativa periodica da inviare al direttore finanziario del Gruppo Lactalis,
 - 30 gennaio 2012, ricezione di comunicazione da BSA Finances relativa al riepilogo del *cash pooling* al 31 dicembre 2011 e conferma dei *covenant* previsti contrattualmente,
 - 13 febbraio 2012, il dott. Bonavita riferisce di avere richiesto un supplemento di informativa relativa all'andamento economico del Gruppo Lactalis;
- ◆ i documenti prodotti, con cadenza mensile dalla Società e resi disponibili al Comitato per il Controllo Interno e al Consiglio di Amministrazione per valutare l'interesse per Parmalat nella prosecuzione del Contratto di Cash Pooling, come di seguito descritto.



DGP&Co

3.6. MONITORAGGIO DELLA CONVENIENZA DELL'OPERAZIONE DAI DOCUMENTI PRODOTTI DALLA SOCIETÀ

La Società, ed in particolare la Tesoreria di Parmalat, ha mensilmente prodotto documenti relativi al monitoraggio dei rendimenti della propria gestione della liquidità, mettendoli a disposizione del Comitato per il Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione.

Tali documenti sono stati espressamente richiesti dal Collegio Sindacale alla Società, nell'ambito della propria attività di accertamento, con lettera del 15 marzo 2016:

"...

- ◆ *le evidenze delle analisi comparative di convenienza svolte ai fini delle decisioni di impiegare, o eventualmente acquisire, liquidità nel Cash Pooling;*
- ◆ *le evidenze dei monitoraggi periodicamente effettuati per accertare il permanere di condizioni di convenienza economica delle precedenti decisioni;*

...";

con la finalità di individuare le azioni che Parmalat ha posto in essere per accertare in fase di valutazione di convenienza e, successivamente, continuare a verificare l'interesse dell'operazione di *cash pooling* per la Società.

Parmalat ha messo a disposizione del Collegio Sindacale i seguenti documenti:

- ◆ documenti della tesoreria di Parmalat "Liquidity and investment Yield" al 30 giugno 2011, 31 agosto 2011, 30 settembre 2011, 31 ottobre 2011, 31 marzo 2012, 30 aprile 2012, 31 maggio 2012, contenenti informazioni relative alle disponibilità liquide di Parmalat e ai rendimenti degli investimenti nel periodo in considerazione;
- ◆ documenti "Parmalat Liquidity Management" – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance, 15 dicembre 2011, 12 gennaio 2012, 13 febbraio 2012, 7 marzo 2012, 19 luglio 2012, documenti più articolati rispetto ai "Liquidity and investment Yield", anche essi riportanti informazioni relative alle disponibilità liquide di Parmalat e ai rendimenti degli investimenti nel periodo in considerazione.

La ricostruzione cronologica, effettuata dalla Società, dell'attività del Comitato di Controllo Interno e del Consiglio di Amministrazione in tema di *cash pooling* nel periodo dal 1 agosto 2011 al 31 luglio 2012 riporta che tali documenti sono stati utilizzati dal Comitato per il Controllo Interno e dal Consiglio di Amministrazione.

I documenti antecedenti all'adesione di Parmalat S.p.A. all'operazione di *cash pooling*, ovvero "Liquidity and investment Yield" al 30 giugno 2011, 31 agosto 2011 e 30 settembre 2011 riportavano i rendimenti delle tipologie di investimento ammesse dalla politica di gestione della tesoreria all'epoca in vigore. In particolare depositi bancari presso gli istituti di credito con cui Parmalat S.p.A. aveva rapporti in essere e titoli governativi (italiani, francesi e tedeschi).

Successivamente alla partecipazione di Parmalat al *cash pooling*, i documenti prodotti dalla tesoreria di Parmalat confrontavano il rendimento del *cash pooling* con quello dei titoli di stato italiani e dei depositi bancari, al fine di valutare l'eventuale investimento della liquidità in forme alternative di maggiore rendimento.

In particolare, come riportato nella ricostruzione sopra citata:



- ◆ in una riunione svoltasi in data 15 dicembre 2011, il dott. Bonavita ha distribuito il documento Parmalat Liquidity Management – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance del 15 dicembre 2011, in base al quale:
 - dall’inizio del sistema di *cash pooling* tra Parmalat e BSA il prezzo dei titoli di stato italiani era variato notevolmente: i BOT con scadenza a 3 mesi, che il 4 ottobre 2011 avevano un rendimento dell’1.496% a dicembre ne avevano raggiunto uno del 3.5%; anche i BOT con scadenza tra 5 e 7 mesi avevano superato da novembre il 3.5% e nei giorni precedenti alla comunicazione mostravano un rendimento di circa il 5%;
 - il rendimento dei BOT a breve era superiore sia a quello del *cash pooling* (3.05% e, a partire dall’1 gennaio 2012, 2.55%) sia a quello dei depositi bancari (2.7%-3.5%);
 - nel caso di acquisto di BOT a 6 mesi con un tasso del 5.0% per una somma di 100 milioni di Euro gli interessi sarebbero stati 1 milione di Euro superiori a quelli ottenibili attraverso il *cash pooling*;
- ◆ in una riunione svoltasi in data 12 gennaio 2012, il dott. Bonavita, sulla base del documento Parmalat Liquidity Management – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance del 12 gennaio 2012, confermava le variazioni dei prezzi dei titoli di stato italiani dall’inizio del sistema di *cash pooling* tra Parmalat e BSA: i rendimenti dei BOT a 3 mesi erano passati da 1.496%, ad oltre il 5% a novembre, calando nuovamente attorno al 2%. Allo stesso modo il rendimento dei BOT a 6 mesi aveva raggiunto circa il 2.5%, lo stesso rendimento dei depositi bancari;
- ◆ in una riunione svoltasi in data 13 febbraio 2012, il documento Parmalat Liquidity Management – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance del 12 gennaio 2012 riportava l’assestarsi, da inizio anno, dei rendimenti dei BOT a 3/5 mesi al di sotto del 2.5%, e, più recentemente, al di sotto del 2.0% e mostrava graficamente che a partire da metà gennaio il rendimento del *cash pooling* era superiore a quello dei titoli di stato italiani a breve termine;
- ◆ in una riunione svoltasi in data 7 marzo 2012, il dott. Bonavita, sulla base del documento Parmalat Liquidity Management – Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance del 7 marzo 2012, illustrava la dinamica della liquidità di Parmalat, con *focus* sul *cash pooling* che, in base al documento citato, confermava la propria convenienza di rendimento rispetto alla remunerazione dei BOT con scadenza a 3/6 mesi.

Le valutazioni in merito al rendimento del *cash pooling* al fine di valutare l’eventuale investimento della liquidità in forme alternative sono sintetizzate e commentate anche nella nota di commento della Società sul *cash pooling* e sulla gestione diretta della liquidità inviata al Collegio Sindacale.

Le valutazioni riportate nella nota derivano dal confronto, effettuato dalla Società, nel periodo da ottobre 2011 a giugno 2012, tra redditività effettiva e potenziale come di seguito illustrato:

- ◆ redditività effettiva della liquidità investita in *cash pooling*, in termini di remunerazione del saldo di *cash pooling* al tasso di interesse del *cash pooling* (interessi di *cash pooling*);



- ♦ redditività potenziale della liquidità investita in *cash pooling*, ovvero rendimento teorico del saldo depositato in *cash pooling* ai tassi a cui, mese per mese, è stata remunerata la liquidità in gestione diretta da parte di Parmalat (interessi Liquidità Parmalat).

Il differenziale tra il tasso di interesse che remunerava la liquidità di Parmalat e il tasso di interesse che remunerava il *cash pooling* esprime la convenienza dell'operazione per Parmalat se negativo e la perdita di interesse per la Società se positivo.

In sintesi, dalla tabella di confronto, come riportato nella nota di commento della Società inviata dal dott. Bonavita, si osserva che:

- ♦ dall'approvazione del Contratto di Cash Pooling (6 ottobre 2011) fino al mese di febbraio 2012, il differenziale del rendimento del *cash pooling* (commisurato al costo della provvista per il Gruppo Lactalis) rispetto al rendimento medio delle disponibilità gestite direttamente dalla tesoreria Parmalat si è dimostrato conveniente, partendo da un margine iniziale di 1,79%;
- ♦ nel febbraio 2012, si è raggiunta una sostanziale equivalenza nei rendimenti di impieghi alternativi;
- ♦ a partire da marzo 2012, in seguito ad un miglioramento del merito di credito del Gruppo Lactalis, il costo della provvista fondi si è abbassato, riflettendosi sul rendimento del *cash pooling*, che risultava inferiore a quello della liquidità di 37 *basis point* nel marzo 2012, 41 *basis point* ad aprile 2012, 44 *basis point* a maggio 2012 e 95 *basis point* a giugno 2012.

La nota di Parmalat riporta che "*segnalata tale situazione agli organi della società, si è proceduto previa autorizzazione a smobilizzare dal cash pooling due tranches da 200 milioni di Euro*" con richieste del 5 maggio e 20 giugno 2012, cui hanno fatto seguito le movimentazioni rispettivamente del 9 maggio e 22 giugno 2012, come risulta anche dalla scheda di movimentazione contabile del conto di *cash pooling*.

La nota richiama anche che:

- ♦ la Società manteneva sul conto di *cash pooling* il controvalore del prezzo di acquisizione di LAG, deliberato il 28 maggio 2012 dal Consiglio di Amministrazione;
- ♦ il saldo residuo finale del *cash pooling* (ovvero l'importo che rimaneva investito in *cash pooling* dopo il pagamento del corrispettivo provvisorio per l'acquisizione di LAG) risultava sostanzialmente pari ai dividendi da pagare a Lactalis. Sebbene pagabili dal 21 giugno 2012, l'azionista Sofil ha chiesto di ricevere i dividendi di propria spettanza, pari a 144,8 milioni di Euro in data 20 luglio 2012, per cui la dilazione ha fatto maturare proventi finanziari per Parmalat, stimati ipotizzando che la liquidità rimasta nella disponibilità di Parmalat venisse remunerata al tasso di *cash pooling* finché questo aveva capienza (periodo dal 21 giugno al 2 luglio 2012, con un tasso di interesse pari a 1,63% per il 21 giugno 2012 e pari a 1,38% dal 22 giugno al 2 luglio 2012) e, successivamente, al tasso medio di remunerazione della liquidità in gestione diretta al 30 giugno 2012 (pari a 2,58%). Il ritardato pagamento dei dividendi, come riportato nella tavola di dettaglio 1 della nota della Società, ha generato un provento finanziario pari a circa 245 mila Euro.

Inoltre, la nota evidenzia che, complessivamente, il rendimento del *cash pooling* rispetto al rendimento medio registrato dagli impieghi diretti della tesoreria ha



DGPA&Co

determinato:

- ◆ nel periodo ottobre 2011-gennaio 2012, un differenziale positivo pari a oltre 4 milioni di Euro (somma del differenziale mensile di interessi dei mesi da ottobre 2011 a gennaio 2012 del documento confronto fra redditività effettiva e potenziale della liquidità investita in *cash pooling* nel periodo ottobre 2011-giugno 2012);
- ◆ un ipotetico rendimento meno favorevole nella seconda parte dell'operazione pari a circa:
 - 1,8 milioni di Euro secondo una rilevazione mensile del tasso sulla gestione diretta (somma del differenziale mensile di interessi dei mesi da febbraio a giugno 2012 del documento confronto fra redditività effettiva e potenziale della liquidità investita in *cash pooling* nel periodo ottobre 2011-giugno 2012),
 - 1,3 milioni di Euro, invece, se rilevato sul tasso effettivo trimestrale della liquidità⁹ (tavola di dettaglio 1 della nota di commento della Società sul *cash pooling* e sulla gestione diretta della liquidità).

La Società, nella propria nota, conclude che *"rispetto ad un'ipotetica gestione diretta della liquidità è comunque risultato un vantaggio netto totale per Parmalat, dall'intera operazione di cash pooling, superiore a 2,1 milioni di Euro"*.

3.7. GLI ACCERTAMENTI SOSTANZIALI CONDOTTI DALLO SCRIVENTE

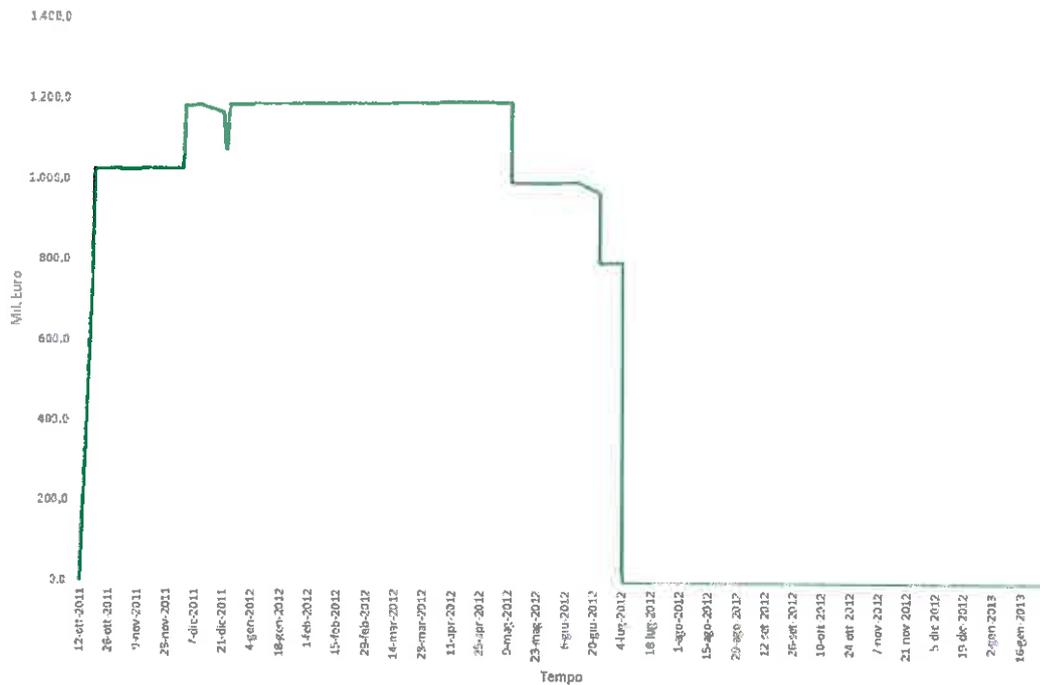
L'Analisi è stata integrata con informazioni disponibili presso banche dati quali Bloomberg e fonti pubbliche.

In particolare, è stato analizzato l'andamento del mercato nel periodo di riferimento, ovvero tra ottobre 2011 e gennaio 2013.

Lungo questo intervallo temporale, il saldo del conto corrente acceso per l'adesione di Parmalat al contratto di *cash pooling* ha raggiunto un picco massimo pari a 1.195 milioni di Euro il 9 maggio 2012 e, tra il 18 ottobre 2011 ed il 9 maggio 2012, è risultato costantemente superiore a 1.000 milioni di Euro. Il saldo del conto corrente, si è poi ridotto a circa 800 milioni di Euro fino al 22 giugno 2012, per poi rimanere sostanzialmente costante fino al 3 luglio 2012. Con tre movimenti, pari rispettivamente a 709 milioni di Euro, circa 62 milioni di Euro e 25 milioni di Euro, il saldo è stato poi ridotto a zero.

Il Grafico seguente mostra l'andamento del saldo di conto corrente del *cash pooling* tra il 12 ottobre 2011 ed il 28 gennaio 2013.

⁹ Nell'ipotesi che si fosse proceduto a disinvestire tutta la liquidità dal *cash pooling*, investendola interamente in istituti di credito italiani, compresi quelli che presentavano profili di maggior rischio e considerando nel conteggio anche il mese di giugno, nonostante il tenore della delibera del Consiglio di Amministrazione adottata a fine maggio.

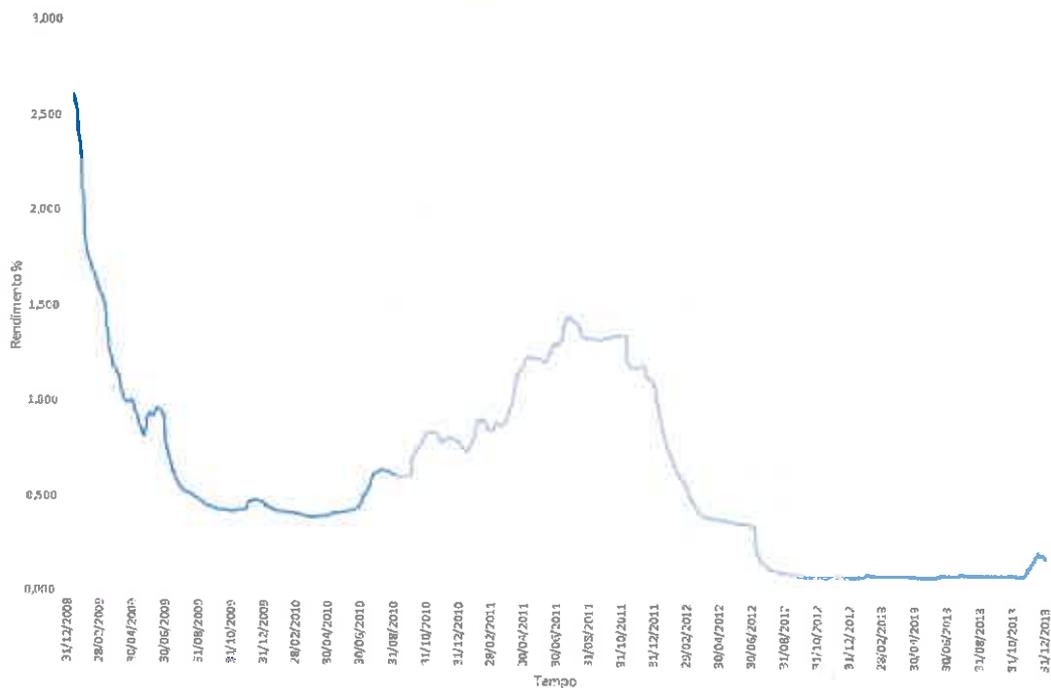


In termini di rendimenti, lungo l'arco temporale compreso tra il 12 ottobre 2011 ed il 28 gennaio 2013, la gestione del *cash pooling* ha permesso di incassare interessi attivi per circa 16,3 milioni di Euro. L'importo è il risultato dell'investimento a tassi di rendimento che si sono modificati durante l'orizzonte temporale in cui il contratto di *cash pooling* è stato operativo.

Come precedentemente ricordato, il rendimento della liquidità investita nel contratto di *cash pooling* è stato variabile, lungo l'arco temporale compreso in particolare tra ottobre 2011 e luglio 2012, ovvero il periodo di tempo durante il quale il saldo del conto corrente è stato significativamente positivo. La ragione è da ricondurre a due ordini di motivazioni:

- ◆ l'andamento del tasso Euribor ad 1 mese;
- ◆ il combinato disposto del saldo di conto corrente stesso ed il Leverage Ratio del Gruppo Lactalis.

Il Grafico di seguito riportato mostra l'andamento del tasso Euribor 1 mese dal 2009 a tutto il 2013, con particolare evidenza del periodo compreso tra ottobre 2011 e gennaio 2013. Il Grafico permette di apprezzare con immediatezza l'importante variabilità che il rendimento del tasso Euribor 1 mese ha fatto registrare nel periodo rilevante per il contratto di *cash pooling*.



Chi scrive ha analizzato i rendimenti ottenuti dall'adesione di Parmalat al contratto di *cash pooling*, mettendoli a confronto con investimenti alternativi. L'analisi condotta ha posto a confronto diverse alternative di investimento a cui Parmalat avrebbe potuto accedere, in coerenza con la propria politica di tesoreria, lungo l'arco temporale compreso tra ottobre 2011 e gennaio 2013¹⁰.

In particolare sono stati analizzati gli andamenti dei rendimenti dei:

- ◆ titoli di Stato a breve termine emessi dal Governo italiano ("Govt ZC 1Y Italia" o "Titoli Italiani");
- ◆ titoli di Stato a breve termine emessi dal Governo francese ("Govt ZC 1Y Francia" o "Titoli Francesi");
- ◆ titoli di Stato a breve termine emessi dal Governo tedesco ("Govt ZC 1Y Germania" o "Titoli Tedeschi").

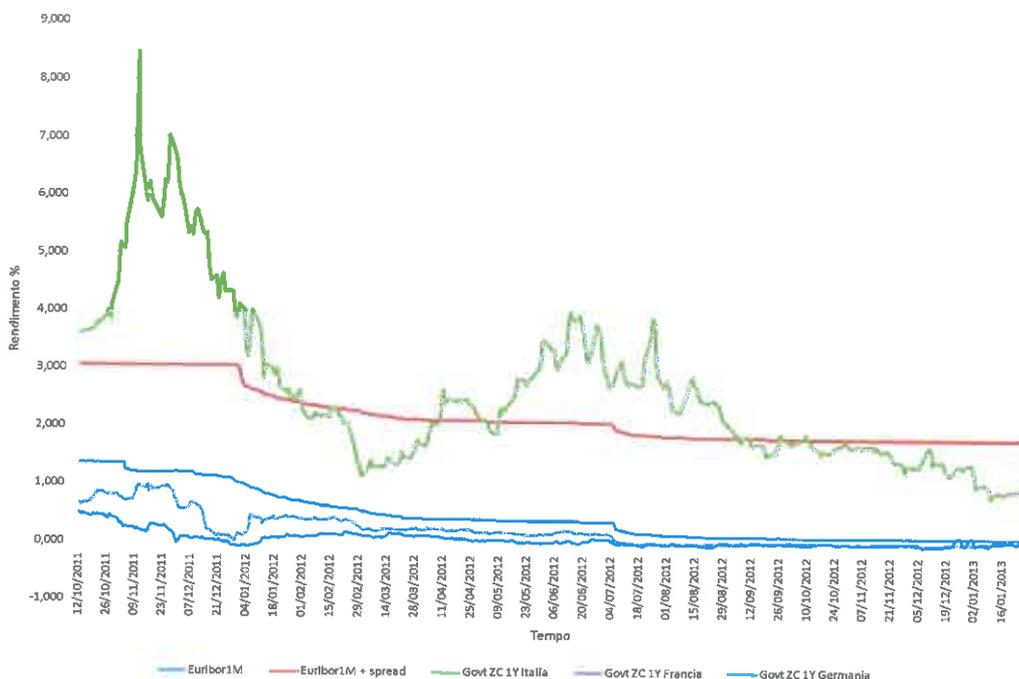
In dettaglio, i rendimenti dei Titoli Italiani hanno registrato una variabilità molto marcata soprattutto fino a febbraio 2012 e tra maggio 2012 e agosto 2012, avendo raggiunto spesso picchi di oltre il 5,00%, fino ad arrivare all'8,5% e minimi di poco superiori all'1,00% a febbraio 2012.

I rendimenti dei Titoli Francesi e dei Titoli Tedeschi, invece, sono stati molto meno volatili, raggiungendo valori massimi rispettivamente pari a 0,99% e 0,51% e valori minimi sostanzialmente negativi.

¹⁰ E' in corso di analisi la valutazione dei rendimenti di altri possibili investimenti alternativi ammessi dalla politica di tesoreria di Parmalat nel periodo.

Il Grafico di seguito riportato mostra l'andamento:

- ◆ dei Titoli Francesi a breve termine, "Govt ZC 1Y Italia";
- ◆ dei Titoli Tedeschi a breve termine, "Govt ZC 1Y Francia";
- ◆ dei Titoli Italiani a breve termine, "Govt ZC 1Y Germania";
- ◆ dell'Euribor 1 mese;
- ◆ del rendimento massimo teorico che l'adesione di Parmalat al *cash pooling* avrebbe potuto permettere alla Società di guadagnare, "Euribor 1M + spread".



L'evidenza grafica permette di osservare che il rendimento dell'investimento della liquidità di Parmalat nel periodo in esame, sarebbe risultato sempre superiore ad un investimento diretto in Titoli francesi o in Titoli Tedeschi. Viceversa, qualora la Società avesse deciso di investire in Titoli Italiani, il rendimento dell'investimento sarebbe risultato superiore a quello del *cash pooling* in gran parte dell'orizzonte temporale analizzato.

Riportiamo tuttavia, il merito di credito degli Stati italiano, francese e tedesco, che è stato, infatti, molto diverso e, soprattutto si è modificato in modo difforme, lungo l'arco temporale rilevante.

Il *rating* che le principali Agenzie hanno attribuito all'Italia si è ridotto nel periodo in esame:

- ◆ Fitch: da "A+" dell'ottobre 2011 a BBB+" del marzo 2013;
- ◆ Moody's: da "A2" dell'ottobre 2011 a Baa2" del luglio 2012;



DGPA&Co

- ◆ Standard & Poor's: da "A-1u" del settembre 2011 a "a-2u" del gennaio 2012 per i titoli a breve termine e da "Au" del settembre 2011 a "BBBu" del luglio 2013" per i titoli a lungo termine.

Il *rating* attribuito a Francia ed a Germania, nel medesimo periodo si è invece ridotto in modo non significativo ed i titoli emessi da questi Governi hanno sempre mantenuto livelli giudicati di rischiosità minima.

Fitch

Data	Italia	Francia	Germania
Long term			
26/10/1995	AAA	AAA	AAA
14/07/1998	AA-		
17/06/2002	AA		
25/05/2006	AA		outlook negativo
19/10/2006	AA-		
07/10/2011	A+		
16/12/2011	A+		outlook negativo
27/01/2012	A-		
08/03/2013	BBB+		
12/07/2013		AA+	
14/10/2014		AA+	outlook negativo
12/12/2014		AA	

Moody's

Data	Italia	Francia	Germania
Short term			
01/01/1999	P-1		
13/02/2012	P-2		
Long term			
28/09/1988		Aaa	
29/04/1993			Aaa
11/02/1993	A1		
01/05/1996	A1		outlook positivo
03/07/1996	Aa3		
15/05/2002	Aa2		
17/06/2011	Aa2		outlook negativo
04/10/2011	A2		
13/02/2012	A3		
13/07/2012	Baa2		
19/11/2012		Aa1	
18/09/2015		Aa2	



Standard & Poor's

Data	Italia	Francia	Germania
Short term			
23/11/1988	A-1+		
27/07/1992		A-1+	
17/03/1995			A-1+
17/02/2011	A-1+u	A-1+u	A-1+u
19/09/2011	A-1u		
05/12/2011	A-1u		
13/01/2012	A-2u		
05/12/2014	A-3u		
Long term			
17/03/1983			AAA
27/07/1992		AAA	
06/05/1998	AA		
07/07/2004	AA-		
19/10/2006	A+		
17/02/2011	A+u	AAAu	AAAu
19/09/2011	Au		
05/12/2011	Au	AAAu	AAAu
13/01/2012	BBB+u	AA+u	AAAu
09/07/2013	BBBu		
08/11/2013		AAu	
05/12/2014	BBB-u		

Ritornando ai rendimenti, a parità di orizzonte temporale di riferimento ed a parità di movimentazioni di liquidità in entrata ed in uscita, così come effettivamente occorse sul conto corrente intestato al *cash pooling*, l'investimento diretto:

- ◆ nel *cash pooling* ha permesso di ottenere un risultato pari a 16,3 milioni di Euro;
- ◆ nei Titoli di Stato Italiani avrebbe permesso di ottenere un risultato pari a 14,5 milioni di Euro;
- ◆ nei Titoli di Stato Francesi avrebbe permesso di ottenere un risultato pari a 6,3 milioni di Euro;
- ◆ nei Titoli di Stato Tedeschi avrebbe permesso di ottenere un risultato pari a 4,4 milioni di Euro.

3.8. CONCLUSIONI

In seguito alla propria Analisi chi scrive rassegna le seguenti conclusioni:

- ◆ l'operazione di *cash pooling* era descritta nella documentazione societaria ufficiale resa disponibile al Collegio Sindacale;
- ◆ l'adesione della Società all'operazione di *cash pooling* è avvenuta in seguito a:
 - rilascio di un'opinione professionale da parte di Mediobanca, soggetto professionalmente qualificato, che ha valutato l'interesse di Parmalat



DGPA&Co

nell'aderire all'operazione di *cash pooling*, la convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione;

- parere favorevole da parte del Comitato per il Controllo Interno, in qualità di comitato competente anche per l'esame delle operazioni con parti correlate, rispetto all'interesse dell'operazione per la Società e alla congruità delle condizioni dal punto di vista economico;
- approvazione all'unanimità da parte del Consiglio di Amministrazione;
- ◆ gli accertamenti formali e sostanziali condotti rivelano che l'operazione di *cash pooling* presentava:
 - caratteristiche tali da mantenere la flessibilità finanziaria per Parmalat e da mitigare il rischio di controparte,
 - 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:
 - i documenti della Società attestano che l'operazione di *cash pooling*, rispetto ad un'ipotetica gestione diretta della liquidità, ha generato un vantaggio economico per Parmalat;
 - 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.

Milano, 27 aprile 2016

Prof. Maurizio Dallocchio