

## Relazione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

sull'attività istruttoria in relazione alle risultanze contenute nella Relazione del Collegio sindacale della Società ex art. 2408, secondo comma, cod. civ.

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "Comitato") ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione, giusta delibera del 3 marzo 2017, l'incarico di effettuare un'attività istruttoria sulle risultanze contenute nella Relazione del Collegio sindacale della Società ex articolo 2408, secondo comma, cod. civ. per quanto riguarda l'operazione di *cash pooling*, essendo stata presentata sul tema nella riunione consiliare del 24 febbraio 2017 una relazione dell'Amministratore Delegato della Società.

A tale fine, il Comitato si è riunito quattro volte e precisamente il 13, 21 e 27 marzo 2017, nonché da ultimo il 3 aprile 2017.

Durante tali riunioni il Comitato ha in *primis* esaminato la documentazione a disposizione e, dopo aver chiesto i necessari chiarimenti ed effettuato gli approfondimenti del caso, alla luce dei disallineamenti emersi tra taluni dati contenuti nelle conclusioni cui è pervenuto l'*advisor* del Collegio sindacale e quelli elaborati dal *management* della Società, ha sollecitato un confronto tra le strutture e l'*advisor* medesimo. All'esito degli incontri tra DGPA&Co e il *management* della Società, quest'ultimo ha predisposto una nota conclusiva, allegata alla presente relazione sotto la lettera A), nella quale è sintetizzata la posizione della Società sulla questione in oggetto e si dà conto dei temi sui quali il confronto ha portato ad una convergenza di posizioni e di quelli sui quali permangono diverse opinioni. In particolare si è addivenuti ad una riconciliazione dei numeri mentre la percorribilità di taluni scenari resta oggetto di approfondimento.

L'attività istruttoria del Comitato può pertanto ritenersi conclusa e, all'esito della stessa, il Comitato, unanime, intende raccomandare al Consiglio di Amministrazione di dare mandato a due o più consulenti di estrazione legale e finanziaria-aziendalistica, sottoponendo loro i quesiti che il Comitato ha così delineato:

"Considerato il contenuto:

- delle Relazioni ex art. 2408, secondo comma, cod. civ., del Collegio sindacale di Parmalat S.p.A. del 29 aprile 2016 e del 6 febbraio 2017, nella quale ultima, con riferimento alla Denuncia ex art. 2408, cod. civ., del 7 marzo 2016 e dell'integrazione a essa del 21 settembre 2016 da parte di Amber Capital UK LLP, sono rassegnate le conclusioni e le proposte con specifico riguardo al contratto c.d. *cash pooling agreement* del 6 ottobre 2011 tra Parmalat S.p.A. e B.S.A. Finances S.N.C.;
- della nota presentata dall'Amministratore Delegato di Parmalat S.p.A. in occasione del Consiglio di amministrazione del 24 febbraio 2017;
- della Relazione dell'Amministratore Delegato e del Chief Financial Officer al Comitato per le operazioni con parti correlate di Parmalat S.p.A. del 3 aprile 2017, nella quale, all'esito dell'esame delle predette Relazioni del Collegio sindacale e delle Analisi di DGPA & Co del 27 aprile 2016 e del 6 febbraio 2017, condotte in veste di consulente del Collegio sindacale, sono svolte alcune considerazioni sulle conclusioni di esse;
- di ogni atto e documento ivi richiamato;



*dicano i consulenti:*

- *se la conclusione e l'esecuzione per come di fatto attuata del richiamato contratto c.d. cash pooling agreement configuri l'inosservanza di doveri da parte degli amministratori pro tempore di Parmalat S.p.A., loro imposti dalla legge e dallo statuto, avuto riguardo alla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, ai sensi dell'art. 2392, cod. civ.;*
- *se da ciò sia derivato un danno a Parmalat S.p.A.;*
- *se di tutto ciò vi siano prove o principi di prova sufficienti a consentire a Parmalat S.p.A. di assolvere al relativo onere a essa incombente;*

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

Il Comitato raccomanda altresì al Consiglio di Amministrazione di richiedere ai consulenti che vorrà individuare di rassegnare le loro conclusioni auspicabilmente prima dell'assemblea di Parmalat convocata per il 28 aprile 2017, così che il Consiglio possa prima di tale riunione fare le sue valutazioni di cui darà conto agli azionisti in sede assembleare.

Milano, 6 aprile 2017

*maurand*

*Nicola Rubin*

*ag*

## **Relazione al Comitato Parti Correlate riguardo alla "Relazione ex art. 2408 - cash pooling" del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A.**

Con riferimento a:

- la "Relazione ex articolo 2408 - Cash Pooling" del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A. datata 6 febbraio 2017 che completa quella già presentata in data 27 aprile 2016;
- la nota della società presentata in occasione del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio u.s.;
- i successivi incontri e le conversazioni con il consulente del Collegio stesso (DGPA&Co) avvenuti in data 14, 21 e conclusivamente il 31 marzo u.s. a seguito dei quali quest'ultimo ha rideterminato l'importo degli interessi maturati sul contratto di cash pooling (17,0 milioni di euro) e ha rivisto i conteggi degli impieghi della liquidità in forme "investment" (19,25 milioni di euro),

abbiamo effettuato alcune analisi e riportiamo a seguire alcune considerazioni.

### **Il Contesto di riferimento**

L'approvazione del contratto di cash pooling (6 ottobre 2011) si è fondata su una serie di vantaggi che lo stesso offriva a Parmalat, vantaggi riconosciuti da DGPA&Co nella sua prima memoria predisposta in data 27 aprile 2016. In particolare, il contratto di cash pooling permetteva a Parmalat di:

- avere un'elevata flessibilità finanziaria, stante la possibilità di richiamare la liquidità conferita in maniera tempestiva, per importi anche significativi e senza l'applicazione di alcuna penale;
- circoscrivere il rischio di controparte, in virtù di un sistema di tutele a favore della Società, disciplinato contrattualmente. Nell'ambito di tale sistema in particolare si ricorda esservi l'obbligo di BSA Finance di mantenere linee bancarie revolving non utilizzate - rese disponibili sino al 2016 da un pool di banche internazionali - per un importo almeno pari a quello delle disponibilità impegnate nel cash pooling. Si ricorda al riguardo, che Mediobanca, ai fini della predisposizione della propria Fairness Opinion sul contratto di

Cash Pooling, si era basata, tra l'altro, sull'Information Memorandum predisposto nel maggio 2011 e relativo alla sindacazione delle linee di credito revolving.

- ottenere un flusso di informazioni tempestive sul i) mantenimento di disponibilità liquide e/o linee di credito inutilizzate di importo almeno pari a quello impiegato da Parmalat nel cash pooling, ii) rispetto da parte del Gruppo Lactalis dei covenant finanziari, iii) eventuali eventi che avessero potuto determinare la risoluzione del contratto;
- conseguire un rendimento interessante, pari al costo che Lactalis avrebbe sostenuto finanziandosi presso il sistema creditizio (costo che dunque ricomprendeva anche il margine di interesse che le medesime società creditizie spuntavano rispetto al costo della raccolta da loro sostenuto, in ultima analisi rappresentato dal rendimento da esse riconosciuto sulle diverse forme di raccolta). Tale rendimento era infatti conteggiato sulla base di quello previsto nel contratto di finanziamento per la Revolving Credit Facility messa a disposizione del Gruppo BSA da parte di un pool di banche e risultava inoltre funzione 1) del rapporto di leva finanziaria consolidato (leverage Ratio) del Gruppo BSA (incluso il Gruppo Parmalat), nonché 2) di determinate soglie del saldo giornaliero della posizione intercompany (con griglie di margine per importi minori di 416 milioni di euro, fra 416 e 833 milioni e infine superiori a 833 milioni).

Proprio in relazione alle specificità dello strumento contrattualizzato, Mediobanca, nel corso del comitato del 27 settembre 2011, aveva segnalato la difficoltà e i limiti nell'operare confronti tra il rendimento di tale strumento "di impiego a brevissimo termine, assimilabile a un conto corrente bancario" e quello di altre forme di impiego della liquidità (titoli di stato italiani ed esteri, depositi bancari a termine, corporate bond), che sarebbero risultate disomogenee in termini di flessibilità di utilizzo e di rischio di controparte non fronteggiato da specifici sistemi di garanzia.

Negli ultimi mesi del 2011, in ogni caso, il differenziale tra il rendimento del cash pooling e il rendimento medio delle disponibilità residue gestite direttamente dalla tesoreria Parmalat mediante un composito portafoglio di impieghi c.d. liquidity e investment è risultato positivo.

Tale differenziale è rimasto sostanzialmente positivo sino a inizio 2012 quando si è raggiunta una sostanziale equivalenza nei rendimenti degli impieghi alternativi, per effetto di due trend che si erano manifestati all'inizio del 2012: da un lato, il miglioramento del merito di credito del Gruppo Lactalis, con la conseguente riduzione del costo della provvista del Gruppo e, dunque, anche del rendimento riconosciuto sulla liquidità impiegata nel cash pooling; dall'altro lato, il

deterioramento del merito creditizio di alcuni istituti bancari italiani (anche in relazione al taglio del rating del nostro Paese), come ben risulta dall'analisi del trend registrato dai loro CDS, e il conseguente incremento del loro costo della raccolta (ossia del rendimento da essi riconosciuto sugli impieghi della clientela). In particolare, tale deterioramento ha portato gli istituti di credito a riconoscere significativi incrementi nei rendimenti, dapprima, dei depositi a termine e, successivamente, anche dei depositi a vista. In questo specifico contesto - di incremento del rendimento ottenibile con alcuni istituti di credito per effetto del loro accresciuto rischio - Parmalat si è vista offrire da alcune banche italiane possibili impieghi della propria liquidità caratterizzati da rendimenti che aggiungevano al tasso Euribor spread dell'1-1,5% (e sino anche del 2,0-3,75%, nel caso degli istituti più deboli). Si pensi, ad esempio, che il secondo istituto di credito del Paese (Unicredit), in un periodo in cui il suo CDS registrava un netto peggioramento, ha incrementato gli spread riconosciuti sulla raccolta dallo 0,10% di marzo 2012 all'1,70% di aprile, al 2,10% di maggio e, infine, al 2,30% di giugno 2012.

Preso atto che la differenza nello spread tra cash pooling e investimenti alternativi stava mutando di segno in maniera non temporanea (presa d'atto che in una prospettiva ex ante non poteva avvenire in maniera istantanea, ma richiedeva il tempo realisticamente necessario per cogliere la rilevanza del fenomeno, la sua natura non temporanea e i connessi profili di rischio), si è proceduto, sentiti gli organi competenti, a smobilizzare parte della liquidità impiegata nel cash pooling, reindirizzandola verso altre forme di investimento. In particolare, tale processo si è concretizzato nel richiamo di due tranches da 200 milioni di euro, con richieste datate 5 maggio e 20 giugno. Si precisa che la decisione di non disinvestire l'intero ammontare della liquidità impiegata nello strumento di cash pooling è spiegata tra l'altro dal fatto che in quest'ultimo è stato mantenuto un importo pari al prezzo negoziato per l'acquisizione di LAG, deliberata nel frattempo dal CdA (22 maggio 2012), stante da un lato il profilo di rischio degli istituti italiani e dall'altro lato l'incertezza circa la data del closing e del connesso obbligo di corrispondere il prezzo negoziato. In proposito si ricorda che nell'ambito della delibera di acquisizione di LAG oltre all'approvazione dell'operazione è stata prevista la richiesta di messa a disposizione dei fondi necessari per il pagamento del prezzo in conformità con il contratto di cash pooling.

In ogni caso, per effetto dei richiami, l'incidenza del cash pooling sul totale delle disponibilità di Parmalat è passata dall'89% di fine aprile, al 72% circa di fine maggio, per poi scendere ancora sino al 58% di fine giugno 2012. Nello specifico, poi, occorre segnalare che il secondo richiamo ha determinato una riduzione delle disponibilità investite nel cash pooling al di sotto della soglia di

833 milioni di euro, con la conseguente diminuzione del margine prevista contrattualmente. Una conseguenza, quest'ultima, che, sempre nella logica ex ante, l'unica in allora utilizzabile dal management, non poteva non indurre una attenta considerazione dei trend in corso, della loro stabilità e dei rischi connessi agli stessi.

### **Le stime quantitative**

La liquidità investita nel **cash pooling** nel periodo ottobre 2011 luglio 2012 ha prodotto interessi attivi pari a 17,0 milioni di euro.

Nella seconda relazione DGPA&Co, si rileva che ove gli importi impegnati nel cash pooling fossero stati:

- integralmente investiti in forme tecniche cosiddette "**Liquidity**" - ossia forme tecniche che presentano un profilo di flessibilità analogo a quello intenzionalmente ricercato da Parmalat attraverso lo strumento del cash pooling - si sarebbero ottenuti interessi attivi pari a 13,5 milioni di euro, importo inferiore a quello effettivamente ottenuto mediante l'impiego di liquidità in cash pooling per 3,5 milioni di euro;
- integralmente investiti in forme tecniche cosiddette "**Investment**" - ossia forme tecniche caratterizzate da vincoli temporali al disinvestimento e dunque da un livello di flessibilità molto inferiore rispetto a quello proprio del cash pooling - il rendimento ottenibile sarebbe stato pari a 19,25 milioni di euro, importo superiore a quello effettivamente ottenuto mediante l'impiego di liquidità in cash pooling per 2,25 milioni di euro;
- integralmente investiti nello scenario c.d. "ottimale" - che assume con logica ex post che in ogni mese fosse alternativamente possibile spostare, senza perdere giorni valuta (con impatto economico stimabile da 50.000 a 85.000 euro per giorno a seconda del periodo considerato), l'intero importo delle disponibilità liquide nella forma tecnica rivelatasi successivamente come la più conveniente, ottenendo il rendimento mensile assicurato dalla stessa - il rendimento ottenibile sarebbe stato pari a 20,6 milioni di euro, importo superiore a quello effettivamente ottenuto mediante l'impiego di liquidità in cash pooling per 3,6 milioni di euro.

Occorre anzitutto chiarire che non riteniamo tecnicamente e logicamente condivisibili le assunzioni indicate nella relazione DGPA&Co per lo scenario “**ottimale**”, fatte proprie dal collegio sindacale. Ciò per una pluralità di ragioni molto chiare ed immediate.

Anzitutto, lo scenario ottimale presenta due rilevanti vizi logici.

Il primo vizio è rappresentato dal fatto che lo scenario ottimale utilizza una logica *ex post*, selezionando per ogni mese la forma di impiego poi rivelatasi quella caratterizzata dal rendimento percentuale *pro tempore* più elevato e spostando in tale forma l'intero ammontare delle disponibilità liquide. Tale approccio ipotizza come possibili tre comportamenti incompatibili con una giusta prospettiva *ex ante*:

- il primo di sapere sempre quale sarebbe stato il miglior impiego nel mese successivo;
- il secondo di poter reagire in maniera pressochè istantanea a trend la cui dinamica si è sviluppata in modo imprevedibile su un arco temporale prolungato;
- il terzo di poter assumere decisioni di drastica modifica nell'allocazione della liquidità in un contesto caratterizzato invece da una straordinaria incertezza che induceva gli operatori tutti a comportamenti improntati alla prudenza e all'ottenimento di una piena libertà di movimento.

E' pacifico che tale logica *ex post* non poteva essere applicata in allora dal management, costretto, come noto, a ragionare in logica *ex ante*, e comporta l'adozione di un approccio metodologico errato nelle valutazioni di stima di eventuali danni.

Il secondo vizio logico è rappresentato dal fatto che lo scenario ottimale ipotizza che in taluni periodi Parmalat potesse decidere di rinunciare all'elevata flessibilità assicurata dagli impieghi in cash pooling e negli investimenti c.d. liquidity, per perseguire obiettivi di rendimento ottenuti investendo l'intero ammontare delle sue disponibilità liquide in impieghi a termine (a due, a tre o a sei mesi), caratterizzati da ben precisi vincoli al disinvestimento. Ipotesi questa non coerente con le esigenze di flessibilità tipiche della gestione di tesoreria (richiamate tra l'altro nella Fairness Opinion di Mediobanca), il cui obiettivo non è mai rappresentato dalla ricerca della massimizzazione del rendimento a scapito della flessibilità (obiettivo che infatti non è stato perseguito neppure nei periodi precedenti all'acquisizione di Parmalat da parte del Gruppo Lactalis). Si aggiunga poi che tale flessibilità – permettendo immediati spostamenti degli impieghi

da un soggetto ad un altro, senza alcuna penale - è poi divenuta un necessario meccanismo di copertura del rischio di controparte in uno scenario caratterizzato dalle straordinarie tensioni che hanno colpito il sistema bancario italiano all'epoca.

Oltre ai vizi logici - che da soli rendono inutilizzabile il risultato relativo allo scenario ottimale - vi sono anche due limiti tecnici che rendono inattendibile il risultato proposto per tale scenario e i giudizi basati su questo.

Un primo limite è rappresentato dal fatto che, come detto, lo scenario ottimale assume di poter spostare ogni inizio mese l'intero ammontare delle disponibilità liquide da una forma tecnica all'altra, ottenendo per l'intero importo il rendimento effettivamente conseguito da Parmalat in quel medesimo mese. Tale ipotesi non è tecnicamente realistica dal momento che non tiene conto dei vincoli di investimento e di disinvestimento imposti dalle forme di impiego c.d. investment. A titolo di esempio, nello scenario ottimale, si è ipotizzato di poter investire, nel gennaio 2012, l'intero importo della liquidità impiegata nel cash pooling, pari a € 1.188 milioni, in impieghi c.d. "Investment", ottenendo un rendimento del 2,62%. Tale rendimento corrisponde a quello medio effettivamente ottenuto dalla Società nel gennaio 2012 mediante l'impiego di € 40 milioni in due Depositi Bancari a Termine, uno a due mesi e l'altro a sei mesi, presso un unico Istituto (BNL). Tuttavia, uno dei due investimenti utilizzati per calcolare il rendimento medio relativo al mese di gennaio - l'investimento a sei mesi - era in realtà stato effettuato nel precedente mese di novembre e, dunque, non poteva essere assunto a riferimento per il calcolo dei rendimenti di impieghi che, in ipotesi, sarebbero stati effettuati non già a novembre 2011, ma a gennaio 2012. Si segnala che tale limite ha impatto sul calcolo del rendimento medio relativo ai mesi gennaio - aprile 2012.

Per quanto riguarda poi i vincoli al disinvestimento si segnala come il rendimento assunto nei vari mesi - legato a investimenti con termine superiore ai 30 giorni - sia strutturalmente incompatibile con l'ipotesi, implicita nello scenario ottimale, di poter alla fine di ogni mese disinvestire tutta la liquidità per riorientarla verso altre forme tecniche. Ad esempio, il rendimento assunto per maggio 2012 nello scenario ottimale avrebbe potuto essere ottenuto solo nel caso di impieghi "investment" con scadenza vincolata a tre mesi, in larga misura effettuati nei mesi di aprile e maggio 2012. Ciò significa che non sarebbe stato possibile disinvestire la quota della liquidità impiegata in tali depositi, vincolati a tre mesi, nei successivi mesi di giugno e luglio, se non a fronte di una penale che ne avrebbe abbattuto il rendimento per l'intero periodo di impiego (i.e. per il mese di maggio, nel caso degli investimenti effettuati in tale mese, e per il bimestre aprile maggio, nel caso degli

impieghi effettuati ad aprile). Lo scenario ottimale ignora questo vincolo e ipotizza, irrealisticamente, che l'intero importo degli impieghi c.d. Investment effettuati nei mesi di aprile e maggio avrebbe potuto essere disinvestito, senza penali, già nel mese di giugno, ossia prima del termine previsto contrattualmente, per essere poi investito in impieghi c.d. Liquidity. In relazione a questo primo limite tecnico e in linea del tutto teorica (atteso che si ritiene che questo scenario sia inapplicabile perché frutto di una inattuabile logica ex post inattendibile ex ante), per quanto occorrer possa, abbiamo stimato gli effetti dei vincoli tecnici in entrata e in uscita dalle varie forme di impiego. In astratto quindi, i minori rendimenti connessi ai vincoli in entrata non considerati ammontano a circa 0,49 milioni di euro; i minori rendimenti connessi ai vincoli di disinvestimento (nella prospettiva meccanicistica assunta a riferimento dal modello, ossia nella prospettiva che prevede lo spostamento degli impieghi in logica ex post senza nullaltro considerare) sarebbero pari a 2,45 milioni di euro (si veda NOTA A a fine documento). Per la dovuta trasparenza nei confronti del Comitato, occorre aggiungere che, abbandonando la logica meccanicistica e assumendo la possibilità di mediare le scelte in maniera più articolata, l'ammontare dei minori rendimenti, legati ai disinvestimenti, potrebbe ridursi. In particolare, ipotizzando che, per non subire le eccessive penalizzazioni derivanti dai disinvestimenti anticipati, gli impieghi fossero stati mantenuti nella forma investment anche nel mese di giugno e nei primi giorni di luglio, in luogo dei minori rendimenti da disinvestimento (2,45 milioni di euro – si veda NOTA A a fine documento), si sarebbero registrati: (i) minori rendimenti legati all'impossibilità di spostare tutte le risorse liquidate sulla forma liquidity caratterizzata da un tasso più elevato (minori rendimenti pari a 0,32 milioni di euro) e (ii) penalizzazioni connesse alla comunque anticipata liquidazione di inizio luglio (per 0,82 milioni di euro– si veda NOTA B a fine documento). Ciò fermi restando gli effetti dei vincoli in entrata anzidetti (0,49 milioni di euro). Tutto ciò sempre nella logica, come detto inaccettabile, dello spostamento della linea di cash pooling sull'impiego a maggior rendimento mese per mese, fino alla data di suo utilizzo per il pagamento del prezzo di Lag. In ogni caso tali ulteriori considerazioni, che ci si è sentiti in dovere di presentare al COMITATO, più che dimostrare che gli effetti connessi ai limiti tecnici del modello potevano essere contenuti, intendono dimostrare anzitutto i limiti delle assunzioni e dei ragionamenti sottotesi alla costruzione dello scenario ottimale. Il secondo limite tecnico dello scenario ottimale è rappresentato dal fatto che in questo si assume di perseguire la massimizzazione dei rendimenti a prescindere dai rilevanti rischi di controparte che ciò avrebbe determinato. Trattasi di rischi addirittura maggiori rispetto a quelli derivanti dall'investimento della liquidità in titoli di Stato italiani, giudicati eccessivi dallo stesso Collegio Sindacale nella sua ultima relazione ex art.2408 (in particolare pag. 4). A titolo di esempio, si osserva che lo scenario

del rendimento ottimale ipotizza di poter raggiungere certi rendimenti (nei mesi di giugno e luglio 2012) proprio grazie all'impiego dell'intero importo della liquidità disponibile su conti correnti bancari, secondo la medesima allocazione allora prescelta dalla Società, ma per importi ben più contenuti. In particolare, per ottenere gli obiettivi di rendimento indicati nel modello, la Società avrebbe dovuto investire il 76% dell'intera liquidità disponibile (ossia un importo pari a 1.190 milioni) in conti correnti di tre istituti bancari italiani che in quel periodo si caratterizzavano per rilevanti tensioni di liquidità (MontePaschiSiena, il cui CDS nei mesi di giugno e luglio si collocava stabilmente sopra il 600, con un massimo di 880 nel mese di luglio; Banco Popolare, il cui CDS oscillava tra i 600 e gli 800; Unicredit il cui CDS oscillava tra i 500 e i 600). Trattasi di un'ipotesi in palese contrasto con l'indicazione, fornita dalla stessa DGPA&Co, di contenere il possibile investimento in titoli di stato italiani (il cui CDS all'epoca si collocava su livelli ben inferiori a quelli dei tre istituti di credito) entro il 25%, stante la "significativa percezione di [loro] crescente rischiosità" (p.13 seconda relazione DGPA&Co), e con la scelta del Collegio Sindacale di non prendere a riferimento nelle proprie valutazioni dei risultati ottenibili proprio per effetto dell'investimento, pur in misura contenuta, in titoli di stato italiani.

Quanto poi agli altri due scenari (liquidity e investment), occorre anzitutto segnalare che lo scenario investment non rappresenta un corretto termine di confronto per il rendimento ottenuto con il cash pooling. Infatti, come chiarito, lo scenario investment presuppone che l'intero ammontare delle risorse liquide fosse sistematicamente investito in impieghi a termine e che dunque Parmalat fosse disponibile a rinunciare alla flessibilità finanziaria per l'intero periodo e per l'intero importo, comportamento inaccettabile nell'ambito di una sana e prudente gestione di tesoreria. Ad esempio, nello scenario investment bisognerebbe ipotizzare come credibile che, nel periodo compreso tra il novembre del 2011 e il maggio del 2012, una percentuale compresa tra il 41% e il 100% dell'intera disponibilità liquida di Parmalat (all'epoca superiore al miliardo di euro) fosse investita in un solo deposito a termine a sei mesi, con uno straordinario irrigidimento della tesoreria della Società. E' evidente che tale assunzione, non realistica, comporta che il confronto venga operato tra rendimenti relativi a impieghi significativamente disomogenei sotto il profilo della flessibilità, risultando non significativo. Al riguardo si ricordano anche le considerazioni di Mediobanca che nell'ambito delle attività preparatorie del contratto aveva definito la forma di impiego assimilabile ad un conto corrente bancario. Alle citate considerazioni si deve poi aggiungere che l'ipotesi di totale allocazione dei fondi in impieghi investment i) non avrebbe permesso di disporre di un fondi immediatamente disponibili per fronteggiare eventuali rischi finanziari e criticità finanziarie e geo-politiche dei mercati nei quali operano le società del Gruppo

se non penalizzando il rendimento contrattuale ipotizzato e ii) sarebbe risultata in una logica ex ante poco realistica in quanto a partire dall'inizio del secondo trimestre era comunque atteso il closing dell'acquisizione di LAG, i cui tempi non potevano essere a priori definiti.

In secondo luogo, si deve far presente che la ricostruzione degli scenari liquidity e investment comportano - analogamente a quanto si era segnalato a riguardo dello scenario ottimale - scelte non condivisibili in termini di assunzione di rischio di controparte.

Date tali premesse, dunque, si può affermare che anche il risultato dello scenario investment non rappresenta un benchmark tecnicamente corretto per la valutazione del rendimento del cash pooling e che il risultato dello scenario liquidity risente di alcune assunzioni non corrette.

In ogni caso si deve osservare che il rendimento del cash pooling risulta poco contestabile proprio alla luce delle analisi (ancorché tecnicamente imprecise) formulate da DGPA&Co nella sua seconda relazione. Infatti, il rendimento di cash pooling risulta superiore a quello ottenuto nello scenario liquidity, ossia al rendimento ottenibile mediante l'investimento in forme tecniche omogenee sotto il profilo della flessibilità finanziaria, e inferiore, ma in misura contenuta in termini assoluti e trascurabile in termini percentuali rispetto all'ammontare degli impieghi, a quello ottenuto nello scenario investment, ossia ad un rendimento che si sarebbe potuto ottenere, ma solamente a scapito proprio di tale irrinunciabile flessibilità.

A riprova di ciò si consideri che l'ipotetico rendimento degli ammontari impiegati in cash pooling, che avrebbe potuto ricavarsi dall'impiego di dette somme presso gli istituti e nelle forme tecniche a cui la Società affidò in concreto le disponibilità residue, sarebbe stato significativamente inferiore a quello effettivamente conseguito.

In sintesi, proprio le analisi, opinabili e non condivise, sviluppate nella relazione di DGPA&Co dimostrano come la valutazione, in una corretta prospettiva ex ante, del rendimento ottenuto sulla liquidità non possa essere sviluppata sulla base di dati puntuali ottenuti mediante scenari esasperati - lo scenario ottimale, che ragiona esclusivamente ex post e ipotizza di poter reagire istantaneamente con drastici cambiamenti nell'allocazione delle risorse a trend consolidatisi solo nel corso di una pluralità di mesi; lo scenario 100% in strumenti non flessibili, non utilizzabile in una gestione di tesoreria necessariamente finalizzata ad assicurare margini di flessibilità, specialmente in fasi ad alto rischio; lo scenario 100% liquidity, che assume di poter prendere

posizioni estreme in una fase di turbolenza finanziaria in cui gli operatori tutti si muovevano con grande cautela - ma semmai individuando un range di valori derivante da una ragionevole politica di impiego della liquidità.

Ebbene, anche senza spingerci ora a proporre tale range, ci sentiamo di affermare che lo stesso:

- i. avrebbe certamente un estremo superiore ben più basso del rendimento ipotizzato per lo scenario investment (che come detto è finalizzato al rendimento, ma ottenuto a scapito della flessibilità);
- ii. finirebbe per ricomprendere il valore effettivamente ottenuto dalla gestione Parmalat nel periodo (valore che non sarebbe certamente vicino all'estremo inferiore, visto il rendimento stimato per lo scenario liquidity).

Chief Executive Officer



Yvon Guérin

Collecchio, 3 aprile 2017

Chief Financial Officer



Pierluigi Bonavita

**NOTA A:** questo specifico punto è oggetto di ulteriori approfondimenti a seguito di una e\_mail di BNL datata 30 marzo u.s. che non consente di appurare in via definitiva se e in che misura vi sarebbe stato un minor rendimento in caso di estinzione anticipata dei depositi a termine con BNL inferiori ai sei mesi. Nell'ipotesi in cui non vi fosse alcun minor rendimento per la suddetta estinzione anticipata l'importo di 2,45 milioni di euro scenderebbe a 0,86 milioni di euro.

**NOTA B:** sempre con riferimento alla menzionata verifica in corso, di cui alla nota precedente, si precisa che ove risultasse che non vi fosse alcun minor rendimento, tale importo sarebbe pari a zero. **Si segnala peraltro che ove risultasse che il rapporto con BNL era in realtà assimilabile a un deposito a vista, lo stesso dovrebbe essere riallocato all'interno della categoria liquidity.** Ciò comporterebbe la necessità di ricalcolare tutte le medie degli scenari liquidity, investment e ottimale, ricalcolo che in questa nuova ipotesi risulterebbe in taluni casi problematico e non potrebbe più avvenire secondo le modalità di analisi seguite da DGPA&Co.

Allegati:

- Breve nota su Relazione ex art 2408 (Cash Pooling) - (Collecchio 23 febbraio 2017);
- Credit Default Swap - Andamento storico di alcune Banche di relazione - Tesoreria 27 marzo 2017.

## BREVE NOTA SU RELAZIONE EX ART 2408 (CASH POOLING)

Con riferimento alla "Relazione ex articolo 2408 – Cash Pooling" del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A., abbiamo effettuato alcune analisi preliminari e, non disponendo del dettaglio dei calcoli, abbiamo provveduto a ricostruire il modello basandoci su quanto dichiarato all'interno della medesima relazione.

A

A seguire, segnaliamo alcune evidenze e commenti che, come detto, traggono origine dalle nostre ricostruzioni.

- I proventi derivanti dal Cash Pooling che la Società ha effettivamente percepito sono più alti (€ 17.0 mio rispetto agli € 16,3 mio indicati nella relazione);
- L'impiego delle disponibilità in Cash Pooling aveva come caratteristica la immediata liquidabilità degli importi, caratteristica rintracciabile solo nella modalità alternativa di investimento c.d. "Liquidity" e non in quella c.d. "Investment", stanti i vincoli che quest'ultima avrebbe posto proprio in termini di immediato smobilizzo delle somme investite;
- Stante la Policy di Tesoreria, non è ragionevole ipotizzare che l'intero importo della liquidità disponibile potesse essere impiegato nelle forme c.d. "Liquidity" o "Investment". Di conseguenza non sono neppure ragionevoli i rendimenti impiegati nel modello per determinare i possibili ritorni che in ipotesi avrebbero potuto essere ottenuti in alternativa a quelli effettivamente conseguiti.

B

C

D

Entrando in alcune considerazioni di maggiore dettaglio si fa notare che:

- Il rendimento calcolato per lo scenario di ricerca del massimo rendimento, stimato in € 20,6 milioni (cfr. p. 16 Relazione utilizzata dal Collegio), sembrerebbe basarsi sull'ipotesi di poter selezionare, in ciascun mese, la migliore forma di impiego caratterizzata dal rendimento percentuale *pro tempore* più elevato. Tale ipotesi non sembra essere realistica dal momento che parrebbe non tenere conto delle caratteristiche degli impieghi.

C

Per ottenere il rendimento ipotizzato, infatti, si assume di poter impiegare mese per mese il saldo totale delle liquidità disponibili nella forma tecnica *pro tempore* più remunerativa (Cash pooling, Liquidity, Investment), senza considerare che la scelta di impieghi c.d. Investment avrebbe comportato dei vincoli allo smobilizzo di durata superiore. Di conseguenza, la strategia di ottimizzazione dei rendimenti sarebbe stata perseguibile in maniera ben diversa da quella rappresentata nei conteggi fatti propri dalla Relazione ex art. 2408.

C

A titolo di esempio, nello scenario della massimizzazione del ritorno, si è ipotizzato di poter investire, nel maggio 2012, l'intero importo della liquidità disponibile, pari a € 994.6 milioni, in impieghi c.d. "Investment", ottenendo un rendimento del 2,20%. Tale rendimento corrisponde a quello effettivamente ottenuto dalla Società nel maggio 2012 mediante l'impiego di € 48 milioni in Depositi Bancari a Termine presso due Istituti (BNL e B.Desio). Tuttavia, due dei tre investimenti utilizzati per calcolare il rendimento relativo al mese di maggio erano in realtà stati effettuati nei precedenti mesi di marzo ed aprile e, dunque, non possono essere assunti a riferimento per il calcolo dei rendimenti di impieghi che, in ipotesi, sarebbero stati effettuati non già a marzo o aprile, ma a maggio.

E

D1

Inoltre, tali rendimenti erano relativi ad impieghi con scadenza vincolata a tre mesi. Ciò significa che non sarebbe possibile disinvestire le somme impiegate in tali depositi nei successivi mesi di giugno e luglio, se non a fronte di una penale che ne avrebbe abbattuto il rendimento. Il modello del rendimento ottimale, invece, trascurando tale vincolo, ipotizza che l'intero importo degli impieghi c.d. Investment effettuati nel mese di maggio avrebbe dovuto essere disinvestito già nel mese di giugno, ossia dopo un solo mese, per essere poi investito in impieghi c.d. Liquidity.

C

- Ancora, nello scenario del rendimento ottimale, il modello ipotizza di inseguire rendimenti a prescindere dai rilevanti rischi di controparte che ciò avrebbe determinato. Trattasi di rischi addirittura maggiori rispetto a quelli derivanti dall'investimento della liquidità in titoli di Stato italiani, giudicati eccessivi dallo stesso Collegio Sindacale.

A titolo di esempio, si osserva che lo scenario del rendimento ottimale ipotizza di poter raggiungere certi rendimenti (ad esempio a partire dai mesi di giugno e luglio 2012) proprio grazie all'impiego dell'intero importo della liquidità disponibile su conti correnti bancari, secondo la medesima allocazione allora prescelta dalla Società, ma per importi ben più contenuti. In particolare, per ottenere gli obiettivi di rendimento indicati nel modello, la Società avrebbe dovuto investire un importo non marginale dell'intera liquidità disponibile in conti correnti di un istituto bancario italiano che in quel periodo si caratterizzava per rilevanti tensioni di liquidità.

Invitiamo dunque il Collegio Sindacale a mettere a disposizione i dettagli del calcolo per consentire un completo riscontro in merito a quanto sopra esposto e una corretta valutazione dell'approccio seguito e degli esiti raggiunti.

Trattandosi di operazione e di rapporti fra parti correlate pare necessario demandare al Comitato Parti Correlate, formato da amministratori indipendenti, i necessari riscontri e valutazioni ivi inclusi quelli sopra evidenziati.

Non si esprimono osservazioni sulle considerazioni formalizzate dal collegio sindacale su LAG per le quali ci si limita a fare riferimento ai risultati conseguiti nel 2016 e alle recenti valutazioni espresse dagli advisors finanziari.

Collecchio, 23 febbraio 2017