



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

**Relazione per il Collegio Sindacale di Parmalat Spa**



## Indice

1. Natura e oggetto dell'incarico .....	3
2. Documentazione utilizzata .....	6
3. Analisi operazione <i>cash pooling</i> .....	10
3.1. Ulteriori analisi svolte .....	12
3.2. Conclusioni .....	16
4. Analisi comparata stime del valore di LAG/LINT .....	17
4.1. L'esito della prima fase di indagini svolte dal Collegio Sindacale .....	18
4.2. Le analisi condotte .....	19
4.2.1. I criteri adottati dai Periti per la determinazione del valore di LAG/LINT .....	21
4.2.1.1. Metodo finanziario .....	21
4.2.1.2. metodi di mercato .....	27
4.2.2. Revisione delle valutazioni espresse dai Periti sulla base dei criteri, delle ipotesi e dei parametri adottati .....	30
4.2.2.1. Valutazione "Mediobanca" .....	30
4.2.2.2. Valutazione "Bastia" .....	37
4.2.2.3. Valutazione "Manaresi" .....	39
4.2.2.4. Valutazione "Provasoli e Mazzola" .....	41
4.2.2.5. Valutazione "Montanari e Venturelli" .....	43
4.2.2.6. Parere "Massari" .....	45
4.2.3. L'acquisizione di Parmalat da parte di Lactalis e i valori / parametri applicati / desumibili .....	46
4.2.4. Ulteriori analisi svolte .....	49
4.2.5. Conclusioni .....	60
5. Spese di <i>marketing</i> .....	61
5.1.1. Sintesi delle analisi condotte dagli Esperti .....	61
5.1.2. Analisi Spese di <i>marketing</i> .....	64
5.1.3. Conclusioni .....	71

## 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.

Le censure di Amber nascono dall'acquisizione, perfezionata da Parmalat in data 3 luglio 2012, che ha portato la Società ad acquisire il capitale di Lactalis American Group ("LAG") e di Lactalis do Brasil/Lactalis Alimentos Mexico ("LINT") dalle capogruppo Groupe Lactalis BSA e BSA International ("Gruppo Lactalis").

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 avrebbe esercitato 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 avrebbe 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 sarebbe stata caratterizzata da gravi irregolarità e il prezzo pagato da Parmalat per LAG sarebbe stato la risultante di pressioni illegittime e ripetute da parte del gruppo Lactalis.



In seguito alla Denuncia, il Collegio Sindacale di Parmalat, composto dal Prof. Michele Rutigliano in qualità di Presidente (dal 29 aprile 2016 la carica di Presidente del Collegio Sindacale è ricoperta dal Dott. Marco Pedretti), dal Dott. Giorgio Loli e dall'Avv. Prof. 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, coadiuvato da DGPA&Co Srl, società di consulenza di cui è socio fondatore, come comunicato alla Società in data 14 marzo 2016, 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.

Gli approfondimenti condotti dal Collegio Sindacale e dai propri consulenti si sono articolati in due momenti.

Una prima attività di analisi, concentrata tra la data della Denuncia e il 29 aprile 2016, data dell'assemblea ordinaria di Parmalat, finalizzata nei documenti:

- ◆ "Relazione ex art. 2408, secondo comma, cod. civ. del Collegio Sindacale all'Assemblea di Parmalat S.p.A. del 29 aprile 2016" (d'ora in avanti "Relazione del Collegio Sindacale"), in cui il Collegio Sindacale ha riferito all'assemblea quanto emerso dalle proprie indagini relativamente alle questioni sollevate dalla Denuncia;
- ◆ "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." (d'ora in avanti "Analisi"), allegata alla Relazione del Collegio Sindacale. Tale Analisi, ancora parziale, condotta da chi scrive, era concentrata su un primo esame dell'operazione di *cash pooling*, oggetto del primo punto dell'incarico ricevuto.

In data 21 settembre 2016, mentre il Collegio Sindacale, supportato dai consulenti, stava portando avanti la propria attività di accertamento, Amber ha presentato un'integrazione alla denuncia ex art. 2408 del codice civile presentata in data 7 marzo 2016 (d'ora in avanti "Integrazione della Denuncia").

In sintesi, l'Integrazione della Denuncia richiede al Collegio Sindacale e ai propri consulenti alcuni ulteriori approfondimenti relativi ai seguenti profili:

1. *Cash pooling*:
  - a) "Valutazione dei rendimenti di altri possibili investimenti alternativi ammessi dalla politica di tesoreria di Parmalat nel periodo".
  - b) "Verifica del mancato guadagno per la Società derivante dalla decisione di non reinvestire – a partire dal mese di giugno del 2011 – una parte della liquidità "In previsione del *cash pooling*" prima e, successivamente – a partire dal secondo trimestre 2012 – in attesa che la liquidità fosse utilizzata per finanziare l'acquisizione di LAG".



2. Attività di direzione e coordinamento esercitata da B.S.A./Lactalis, laddove Amber afferma: *"riteniamo doveroso un intervento del Collegio Sindacale al fine di rettificare le indicazioni contenute nel bilancio dove si persevera ad indicare che Parmalat è soggetta a direzione e coordinamento dal 31 luglio 2012, quando invece, secondo quanto accertato dallo stesso Collegio, la situazione obiettiva di assoggettamento all'eterodirezione di B.S.A. risale almeno al novembre del 2011"*.
3. Taglio delle spese di *marketing*, dove il rilievo addizionale di Amber riporta: *"in assenza del clamoroso taglio delle spese di marketing imposta da B.S.A./Lactalis e della previsione contrattuale, sempre imposta da B.S.A./Lactalis, che limitava la rettifica del prezzo, Parmalat avrebbe avuto diritto ad ottenere un importo grandemente superiore rispetto a quello ottenuto"*.

Successivamente all'assemblea ordinaria di Parmalat del 29 aprile 2016, al sottoscritto è stato richiesto di estendere la propria analisi con particolare riferimento alle restanti tematiche richiamate dalla Denuncia, che non sono state oggetto della relazione stesa in previsione dell'Assemblea della Società del 29 aprile 2016, e, in seguito all'Integrazione della Denuncia, anche alle ulteriori osservazioni in essa contenute.

La richiesta di integrazione all'incarico ricevuto ha, pertanto, per oggetto un approfondimento (d'ora in avanti "Analisi Conclusiva") dell'analisi della Denuncia e della successiva Integrazione presentate da Amber.

In particolare, dei fatti ritenuti censurabili da Amber saranno oggetto della presente Analisi Conclusiva i seguenti profili:

- ◆ approfondimenti e nuove considerazioni relative al *cash pooling*;
- ◆ acquisizione di società americane ("LAG/LINT") facenti parte del Gruppo Lactalis da parte di Parmalat e valore di LAG/LINT;
- ◆ taglio delle spese di *marketing*.

Più in dettaglio, l'Analisi Conclusiva avrà ad oggetto, in primo luogo, ulteriori analisi in merito all'operazione di *cash pooling* ed all'eventuale mancato guadagno che ne sia conseguito per Parmalat.

In secondo luogo, verrà condotta un'analisi comparativa delle perizie commissionate dalla Società, attraverso i suoi diversi organi e comitati consiliari, dagli organi di giustizia e dai relativi consulenti, evidenziando il perimetro dell'oggetto di stima, le metodologie applicate, i principali parametri stimati e le eventuali criticità emerse.

Inoltre verranno enucleate le grandezze rilevanti ai fini della stima del valore di LAG/LINT e verranno verificati gli eventuali impatti delle sinergie; si cercherà, inoltre, laddove possibile, di stimare le conseguenze sul valore di LAG/LINT relativo alla riduzione della durata dei contratti commerciali.

Verrà, infine, condotta un'indagine volta a verificare l'eventuale impatto che la riduzione delle spese di *marketing* avrebbe provocato sul fatturato ed eventualmente sui margini realizzati dalla Società negli esercizi successivi a quello in cui si è verificata la riduzione stessa.

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

Data la specificità della presente Analisi Conclusiva, essa non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per i quali è stata redatta. Chi scrive non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nella presente Analisi Conclusiva.

## 2. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del presente lavoro chi scrive ha ricevuto la documentazione prodotta da Amber:

- ◆ Denuncia del 7 marzo 2016 e 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 del 14 giugno 2013;
  - 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 del 7 giugno 2013.
- ◆ Integrazione della Denuncia del 21 settembre 2016 e i documenti ad essa allegati:
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 30 marzo 2012;
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 24 aprile 2012;
  - *e-mail* di Lorenzo Bertolo dell'8 maggio 2012 con allegata la presentazione "Parmalat Liquidity Management"
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 17 ottobre 2011.

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;



- ◆ 24 maggio 2016, documentazione ulteriore relativa alle spese di *marketing* e alla valutazione di LAG;
- ◆ 26 luglio 2016, approfondimenti relativi a *cash pooling* e spese di *marketing* e documentazione ulteriore;
- ◆ 27 settembre 2016, documentazione ulteriore relativa all'operazione di *cash pooling*;

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

Ai fini della presente Analisi Conclusiva, è stata in particolare consultata la seguente documentazione, ricevuta dalla Società, relativa alle tematiche oggetto dell'incarico attuale:

- ◆ Lettera del 15 aprile 2016 della Società al Collegio Sindacale avente ad oggetto l'acquisizione di LAG e il tema dei contratti commerciali e delle licenze e relativi allegati;
- ◆ "Project Paloma II: Vendor Due Diligence Report" di Ernst & Young dell'8 marzo 2012;
- ◆ Project Paloma II – Ipotesi preliminare di valutazione di aprile 2012 redatto da Mediobanca;
- ◆ Project Paloma II-considerazioni valutative, redatto da Mediobanca nel maggio 2012;
- ◆ Fairness opinion di Mediobanca del 22 maggio 2012;
- ◆ "Parere tecnico – aziendale a supporto del Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la Corporate Governance in tema della ragionevolezza o meno delle ipotesi sottese ai dati prospettici contenuti nella Vendor Due Diligence redatta da Ernst & Young" del 18 marzo 2016 del Prof. Massari;
- ◆ "Impairment Test on intangible assets with an indefinite useful life as of December 31, 2012 - Addendum LAG Group" di luglio 2013 di Buttignon Zotti Milan & Co.;
- ◆ "Impairment Test on intangible assets with an indefinite useful life and assessment of the fair value of the investment as of December 31, 2013" del 5 marzo 2014 di Buttignon Zotti Milan & Co.;
- ◆ "Parmalat Group-Impairment test as of December 31<sup>st</sup> 2014" del 3 marzo 2015 di PricewaterhouseCoopers;
- ◆ "Parmalat Group-Impairment test as of December 31<sup>st</sup> 2014" dell'8 marzo 2016 di PricewaterhouseCoopers;
- ◆ Lettera del 15 aprile 2016 della Società al Collegio Sindacale con oggetto: "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di *Marketing* sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo" e relativi allegati;
- ◆ Documento "LAG and LINT *business plan* review" del 15 febbraio 2013 di The Boston Consulting Group;



- ◆ Documento "Valutazione del *business plan* 2012-2014 di LAG e della business unit Americas di Lactalis International" del 27 febbraio 2013 di The Boston Consulting Group;
- ◆ "LAG *Management Plan Assessment*" del 28 febbraio 2014 di Bain & Company;
- ◆ "LEA *Management Plan Review*" del 28 febbraio 2014 di Bain & Company;
- ◆ "LAG – 2014 & 2015-18 plan assessment" di Febbraio 2015 di Bain & Company;
- ◆ "LEA– 2014 & 2015-18 plan assessment" di Febbraio 2015 di Bain & Company;
- ◆ "LAG 2015 & 2016-18 plan assessment" del 10 marzo 2016 di Bain & Company;
- ◆ "LEA 2015 & 2016-18 plan assessment" di marzo 2016 di Bain & Company;
- ◆ "Relazione sui dati prospettici di Lactalis American Group" del 13 giugno 2013 di Deloitte;
- ◆ Documento conclusivo "Paloma IV-Final Report" del 16 maggio 2013 con le valutazioni formulate da PricewaterhouseCoopers;
- ◆ Documento "Focus LAG" sottoposto al Consiglio di Amministrazione dell'8 ottobre 2015;
- ◆ Bozza preliminare della "Relazione sull'acquisizione di LAG" del 16 dicembre 2015 del Comitato per il Controllo Interno, Gestione dei Rischi e per la Corporate Governance;
- ◆ Lettera del 9 settembre 2016 della Società al Collegio Sindacale con precisazioni in merito all'operazione di *cash pooling* e alle spese di *marketing* e relativi allegati:
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 14 novembre 2011 con oggetto "Bozza lettera per Savary da vedere con il Dott. Bonavita";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 14 dicembre 2011 con oggetto "Documentazione a supporto CoCoI";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare dell'11 gennaio 2012 con oggetto "Situazione Liquidità Parmalat al 31/12/2011";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare dell'8 febbraio 2012 con oggetto "Analisi Liquidità al 31 gennaio";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 5 marzo 2012 con oggetto "Analisi Liquidità al 29/02/2012";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 30 marzo 2012 con oggetto "Liquidità Parmalat –Stima chiusura 31 Marzo";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 24 aprile 2012 con oggetto "Proposte di Remunerazione Liquidità Parmalat";
  - *e-mail* di Rosario De Cesare del 4 maggio 2012 con oggetto "Proventi 2012 da Cash Pooling Budget vs Actual";
  - *e-mail* di Lorenzo Bertolo dell'8 maggio 2012 con oggetto "Prospetto Sintetico Liquidità per CoCoI di domani";



- *e-mail* di Rosario De Cesare del 20 giugno 2012 con oggetto "Back up per Dott. Bonavita";
- ◆ documenti relativi al rendimento della liquidità di Parmalat dal 31 dicembre 2010 al 31 dicembre 2012;
- ◆ documenti relativi al Portafoglio titoli Parmalat Italia dal 31 gennaio 2011 al 31 dicembre 2011;
- ◆ Relazione ex art. 2408, secondo comma, cod. civ. del Collegio Sindacale all'Assemblea di Parmalat S.p.A. del 29 aprile 2016.

Chi scrive ha inoltre analizzato la seguente documentazione relativa all'acquisizione di LAG, pubblicamente disponibile sul sito istituzionale [www.parmalat.net](http://www.parmalat.net)<sup>1</sup>:

- ◆ Documento di offerta - offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sui titoli Parmalat Spa da parte di Sofil Sas del maggio 2011;
- ◆ 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;

---

<sup>1</sup> Nei casi in cui la documentazione pubblicamente disponibile presenti *omissis* significativi ai fini dell'analisi in oggetto è stata richiesta alla Società la versione integrale del documento.



- ◆ 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 Conclusiva è stata esaminata ulteriore documentazione relativa a banche dati, *data provider* esterni e a fonti pubblicamente disponibili, quali, ad esempio, Bloomberg e Thompson Reuters Eikon.

### **3. ANALISI OPERAZIONE CASH POOLING**

L'operazione di *cash pooling* era già stata sommariamente esaminata nel documento prodotto da chi scrive in data 27 aprile 2016, alla quale si rinvia per quanto di rilievo in essa contenuto.

Per praticità di lettura si riportano di seguito le conclusioni di detta Analisi:

- ◆ *"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 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 (in particolare Titoli di Stato a breve Italiani, Francesi e Tedeschi) cui Parmalat avrebbe potuto accedere in prima istanza, 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".*

Al momento della consegna della prima Analisi, era "in corso di analisi la valutazione dei rendimenti di altri possibili investimenti alternativi ammessi dalla politica di tesoreria di Parmalat nel periodo", come riportato da chi scrive a pag. 22 del documento.

Tale valutazione è oggetto della presente Analisi Conclusiva, unitamente alla verifica dell'eventuale mancato guadagno derivante dalla decisione di non reinvestire parte della liquidità come richiamato nell'Integrazione della Denuncia e riportato in precedenza.

Ai fini dell'Analisi Conclusiva, oltre ai documenti consultati nell'Analisi, sono stati in particolare utilizzati i seguenti documenti:

- ◆ rendimento Liquidità al 31 dicembre 2010 e al 31 marzo 2011;
- ◆ *Liquidity and Investment Yield* al 30 giugno 2011 e dal 31 agosto 2011 al 31 dicembre 2012;
- ◆ portafoglio titoli Parmalat Italia dal 31 gennaio 2011 al 31 dicembre 2011.

L'analisi condotta da chi scrive, in questa seconda fase, è stata tesa ad analizzare l'andamento dell'investimento in *cash pooling* condotto da Parmalat, mettendolo a confronto con investimenti alternativi a cui la Società avrebbe potuto accedere nel rispetto delle comuni regole e migliori pratiche adottate dalle aziende per la gestione della liquidità e tenendo anche in considerazione - per quanto appropriato - le linee guida della politica di gestione della tesoreria in essere prima dell'operazione di *cash pooling*.

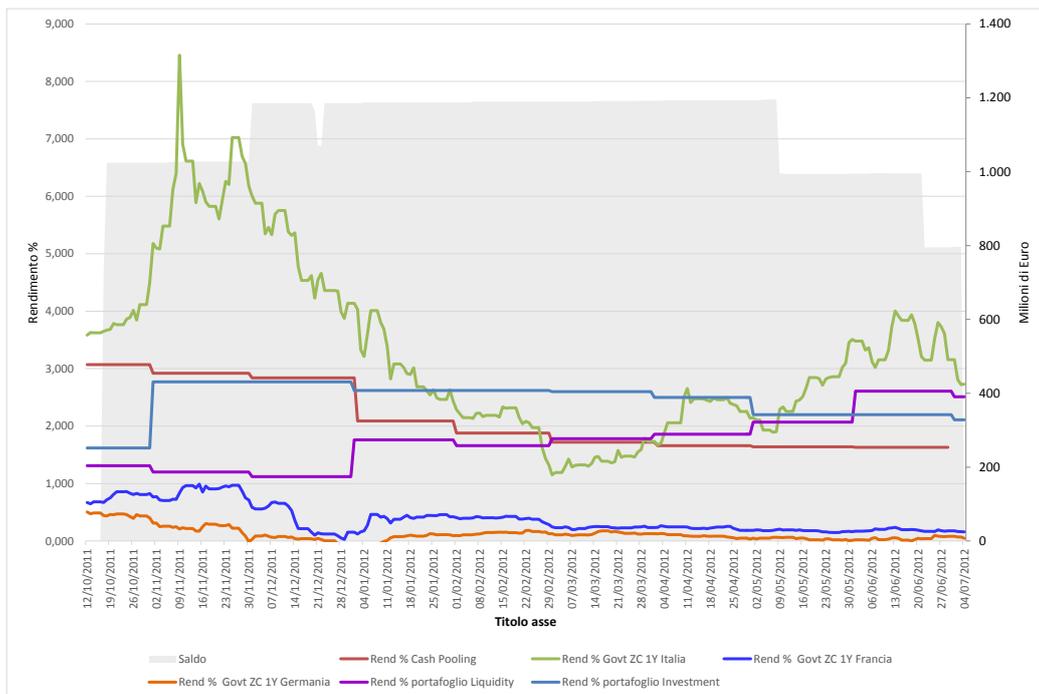
In particolare sono stati analizzati, oltre al già citato andamento dei rendimenti in titoli di Stato italiani, Francesi e Tedeschi (peraltro riesaminati nella presente relazione, rispetto all'Analisi del 27 aprile 2016), il rendimento della gestione della liquidità impiegata in conti correnti e depositi a vista (d'ora in avanti "portafoglio *Liquidity*") ed in depositi a breve termine (d'ora in avanti "portafoglio *Investment*").



L'orizzonte temporale dell'analisi è coinciso con quello in cui è stato in essere il *cash pooling*. Ulteriori analisi sono state condotte nel presente documento, ampliando l'orizzonte considerato nella relazione dell'aprile u.s. al periodo dicembre 2010 – settembre 2011 ed al periodo luglio 2012 – dicembre 2012.

Il grafico sotto riportato mostra, in sintesi, i risultati dell'analisi condotta, mettendo in evidenza, per il periodo ottobre 2011 – giugno 2012<sup>2</sup>, l'importo dell'investimento di Parmalat nel *cash pooling* (denominato "saldo"), il rendimento dei Titoli di Stato italiani a breve termine, dei Titoli di Stato francesi a breve termine, dei Titoli di Stato tedeschi a breve termine, il rendimento effettivo realizzato dall'operazione di *cash pooling*, il rendimento del portafoglio di depositi a breve termine, portafoglio *Investment*, (ovvero con scadenza a breve termine contrattualmente predefinita) detenuti da Parmalat nel periodo di adesione della Società al *cash pooling* ed il rendimento della liquidità (ovvero conti correnti e depositi a vista) investita dalla Società sempre nel medesimo orizzonte temporale, portafoglio *Liquidity*.

Grafico 1: Rendimenti di alcuni investimenti "alternativi"



### 3.1. ULTERIORI ANALISI SVOLTE

Con riferimento al potenziale investimento in titoli di Stato Italiani si era, in un primo momento, esclusa dall'analisi la possibilità di farvi ricorso, a causa della discesa del

<sup>2</sup> In particolare l'orizzonte temporale analizzato è compreso tra il 12 ottobre 2011 ed il 4 luglio 2012.



*rating* relativo al di sotto della soglia "A" originariamente fissata da Parmalat<sup>3</sup> nell'ambito del periodo di esistenza del *cash pooling*.

In questo documento si è deciso di ampliare l'analisi condotta in precedenza, effettuando valorizzazioni orientative anche in relazione all'inclusione di Titoli di Stato Italiani nel portafoglio di tesoreria aziendale.

Ciò da un lato per tenere in conto del fatto che fino al gennaio 2012 il *rating* in questione era ancora coerente con la politica prefissata da Parmalat, dall'altro perché con l'adesione al contratto di *cash pooling* si poteva ritenere che il vincolo relativo al *rating* fosse decaduto.<sup>4</sup> Infine va anche rilevato che l'analisi attualmente condotta è incentrata su sottoperiodi mensili e non più (come nell'Analisi del 27 aprile 2016) su valorizzazioni medie calcolate per l'intero periodo di adesione al *cash pooling*.

Per la maggior parte dell'orizzonte temporale rilevante, i Titoli di Stato italiani hanno raggiunto rendimenti superiori rispetto a quello realizzato attraverso l'investimento in *cash pooling*. Non si può tuttavia non rimarcare come nel periodo in discussione, i Titoli di Stato Italiani scontassero una significativa percezione di crescente rischiosità, rimarcata da uno *spread* in certi momenti straordinario e non coerente con un *rating investment grade*. Resta dunque aperto il dubbio, se un prudente tesoriere avrebbe, in quel periodo, optato per un investimento in Titoli di Stato Italiani e in caso di risposta positiva per quale frazione del portafoglio complessivo.

Chi scrive per completezza di analisi ha provato a formulare l'ipotesi di un investimento in Titoli di Stato italiani pari al 25% del totale disponibile, in periodi in cui il loro rendimento è risultato superiore al rendimento del *cash pooling* e delle altre alternative considerate. Più oltre si darà conto dei risultati.

Le tabelle di seguito riportate indicano il *rating* che le principali agenzie internazionali attribuivano ai Titoli di Stato emessi dai governi italiano, francese e tedesco.

Dalla loro analisi si riscontra che i Titoli di Stato Italiani hanno subito una riduzione del proprio merito di credito a partire dal gennaio 2012 e che sono risultati di qualità sempre inferiore ai Titoli di Stato emessi dai governi francese e tedesco.

Tabella 1: *Rating* attribuito da Fitch ai Titoli di Stato Italiani, Francesi e Tedeschi

---

<sup>3</sup> In particolare, la politica di gestione della tesoreria, ante *cash pooling*, della Società 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 sovragovernativi (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.

<sup>4</sup> Si rammenta tuttavia che l'operazione di *cash pooling* è stata effettuata ed il parere del Comitato di Controllo Interno di Parmalat è stato rilasciato nell'ipotesi che, preliminarmente all'approvazione dell'operazione di *cash pooling*, gli organi deliberanti della Società avessero sospeso la validità delle linee guida della gestione della tesoreria e la *policy* di tesoreria per l'area Euro adottate dalla Società.



Data	Italia	Francia	Germania
<b>Long term</b>			
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	

Tabella 2: *Rating* attribuito da Moody's ai Titoli di Stato Italiani, Francesi e Tedeschi

Data	Italia	Francia	Germania
<b>Short term</b>			
01/01/1999	P-1		
13/02/2012	P-2		
<b>Long term</b>			
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	

Tabella 3: *Rating* attribuito da Standard & Poor's ai Titoli di Stato Italiani, Francesi e Tedeschi



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

outlook negativo

outlook negativo

Con riferimento al potenziale investimento in titoli di Stato francesi, l'analisi svolta ha permesso di confermare che, per l'intero orizzonte temporale rilevante, essi hanno raggiunto rendimenti inferiori rispetto al rendimento realizzato attraverso l'investimento in *cash pooling*.

Con riferimento al potenziale investimento in titoli di Stato tedeschi, l'analisi svolta ha permesso di confermare che, per l'intero orizzonte temporale rilevante, essi hanno raggiunto rendimenti inferiori rispetto al rendimento realizzato attraverso l'investimento in *cash pooling*.

Sempre nell'orizzonte temporale rilevante, Parmalat ha comunque investito risorse in conti correnti e depositi a vista (*Liquidity*) depositati presso filiali di diversi istituti di credito italiani e filiali di istituti di credito stranieri. Le risorse investite in questo portafoglio di conti correnti e di depositi a vista hanno permesso alla Società di maturare rendimenti che sono risultati inferiori a quelli ottenuti attraverso l'adesione al *cash pooling* dall'ottobre 2011 e fino al termine del febbraio 2012; da quel momento in poi il confronto fra i due investimenti evidenzia come l'investimento alternativo avrebbe permesso alla Società di ottenere rendimenti superiori rispetto a quelli ottenuti attraverso l'adesione al *cash pooling*.

Come già segnalato, un altro investimento che la Società ha mantenuto nel periodo di esistenza del *cash pooling* è dato dai depositi a breve termine<sup>5</sup>. Le risorse investite in

<sup>5</sup> I depositi in cui la Società ha investito sono stati:

"Dep. 03/02/12 - 03/04/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 07/11/11 - 07/05/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 30/03/12 - 29/06/12, Banco Desio e Brianza", "Dep. 04/04/12 - 04/07/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 08/05/12 - 08/08/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 29/06/12 - 28/09/12, "Banco Desio e Brianza", "Dep. 09/07/12 - 09/10/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 29/08/12 - 29/11/12, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 29/09/12 - 02/01/13, Banco Desio e Brianza", "Dep. 22/10/12 - 22/01/13, B. Pop. di



questo portafoglio hanno permesso alla Società di ottenere rendimenti che sono risultati superiori a quelli ottenuti attraverso l'adesione al *cash pooling* a partire dal gennaio 2012 e fino all'estinzione del *cash pooling*.

Se il *cash pooling* non fosse stato considerato vincolante, ma alternativo agli altri investimenti già realizzati dalla tesoreria di Parmalat, la Società avrebbe potuto agire, seguendo una logica di ricerca del maggior rendimento nel breve termine, tipica di un'attenta gestione di tesoreria. In particolare, a partire dai primi mesi del 2012, modificando di continuo il portafoglio di investimenti complessivo in funzione dei maggiori rendimenti, di volta in volta ottenibili dalle alternative disponibili, la Società avrebbe potuto maturare un risultato economico superiore rispetto all'adesione al *cash pooling*.

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

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

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

Investendo nel *cash pooling*, la Società ha invece ottenuto un rendimento pari a circa 16,3 milioni di Euro; inoltre, perseguendo la ricerca del rendimento ottimale, ovvero seguendo la logica indicata in precedenza, avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 20,6 milioni di Euro.

### **3.2. CONCLUSIONI**

Chi scrive ha analizzato l'operazione di *cash pooling* ed ha confrontato i rendimenti ottenuti dall'investimento in *cash pooling* con quelli potenzialmente ottenibili con investimenti "alternativi".

Investendo nel *cash pooling*, la Società ha ottenuto un rendimento pari a circa 16,3 milioni di Euro.

Qualora Parmalat avesse investito integralmente il saldo del *cash pooling* in depositi a breve termine (portafoglio *Investment*), avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 19,5 milioni di Euro, mentre avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 13,5 milioni di Euro qualora avesse investito in conti correnti e depositi a vista (portafoglio *Liquidity*).

Infine, perseguendo la ricerca del rendimento ottimale, ovvero seguendo la logica indicata in precedenza, Parmalat avrebbe ottenuto un rendimento pari a circa 20,6 milioni di Euro.

---

Lodi (B. Popolare)", Dep. 22/10/12 - 22/01/13, Cari Parma (Credit Agricole Group)", "Dep. 23/10/12 - 23/01/13, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 30/11/11 - 01/03/13, BNL (BNP Paribas Group)", "Dep. 22/10/12 - 22/04/13, Intesa San Paolo".



Dunque, una gestione della tesoreria, tesa ad ottimizzare, di volta in volta, il rendimento ottenibile dagli investimenti disponibili, mantenendo la medesima proporzione ed i medesimi emittenti e depositari in cui la Società ha effettivamente investito nel periodo rilevante, avrebbe permesso a Parmalat di guadagnare un extra rendimento, rispetto a quello offerto dal *cash pooling*. La simulazione condotta da chi scrive ha permesso di stimare un maggior rendimento potenziale, in misura pari a circa 4,3 milioni di Euro<sup>6</sup>.

Chi scrive ha infine condotto un'analisi dei differenziali di rendimento negli investimenti nel portafoglio *Liquidity* ed investimenti nel portafoglio *Investment* nel periodo antecedente l'adesione al *cash pooling* con l'intento di verificare se prima dell'adesione

la Società avesse "preparato" la liquidità per l'immissione nel contratto di *cash pooling* rinunciando ad investimenti potenzialmente più redditizi. Poiché detti differenziali di rendimento non sono risultati dimensionalmente apprezzabili,<sup>7</sup> il disinvestimento dal portafoglio *Investment* per eventualmente raccogliere la disponibilità di cassa da investire nel *cash pooling* non ha comportato apprezzabili perdite di rendimento.<sup>8</sup>

Il maggior rendimento potenziale stimato va analizzato anche in termini relativi e non solo assoluti. Il ritorno economico del *cash pooling*, infatti è stato complessivamente pari a 16,3 milioni di Euro. Il differenziale di rendimento individuato, pari a 4,3 milioni di Euro rappresenta il 26% dei ritorni maturati nel periodo. Ciò significa che l'adozione di una politica di gestione della tesoreria orientata all'ottimizzazione dei rendimenti, avrebbe prodotto un risultato superiore del 26% rispetto a quello effettivamente raggiunto.

Nell'ipotesi teorica infine, in cui la tesoreria di Parmalat avesse deciso di investire anche in Titoli di Stato Italiani, la Società avrebbe tratto profitto dai maggiori rendimenti di detti titoli, in certi periodi, rispetto alle altre soluzioni di investimento disponibili.

In particolare, rimanendo naturalmente valido quanto riportato nel paragrafo 3.1 a pag. 13, terzo capoverso della presente Relazione, se la Società avesse investito parte della propria liquidità anche in Titoli di Stato Italiani, in misura pari al 25% delle proprie disponibilità liquide durante il periodo di adesione al *cash pooling*, la Società avrebbe ottenuto un rendimento addizionale rispetto al *cash pooling* pari a 5,9 milioni di Euro.

#### **4. ANALISI COMPARATA STIME DEL VALORE DI LAG/LINT**

In data 3 luglio 2012, come ricordato, Parmalat ha perfezionato l'acquisizione di LAG e di LINT dal Gruppo Lactalis.

---

<sup>6</sup> I conteggi relativi ai valori sopra indicati sono riportati in Allegato.

<sup>7</sup> Nel periodo dicembre 2010 – settembre 2011, dalle analisi della documentazione resa disponibile dalla Società, risulta che i differenziali di rendimento tra l'investimento nel portafoglio *Investment* da un lato ed l'investimento nel portafoglio *Liquidity* dall'altro siano risultati pari rispettivamente a +0,12% a dicembre 2010, +0,29% a marzo 2011, nulli a giugno 2011 e sostanzialmente nulli ad agosto 2011 ed a settembre 2011.

<sup>8</sup> Per la conduzione di questa analisi non si è considerata l'alternativa di investimento in titoli di Stato italiani.



Contestualmente, le parti hanno stipulato degli accordi ventennali di licenza e di distribuzione, in forza dei quali LAG e le sue controllate avrebbero avuto il diritto esclusivo di produrre e commercializzare i prodotti caseari del gruppo Lactalis (in particolare i marchi Galbani e Président) nel continente americano fino al 2031.

A seguito delle negoziazioni tra il gruppo Lactalis e Parmalat, le parti hanno pattuito un prezzo preliminare della transazione al *closing* pari a *9,5x l'EBITDA* combinato di LAG e LINT previsto per il 2012 a cui sommare la posizione finanziaria netta di LAG alla data di fine mese più prossima al *closing*. *L'Enterprise Value* è stato così stimato in un importo pari a 904 milioni di dollari statunitensi ("USD").

Al fine di allineare il prezzo definitivo ai risultati effettivamente conseguiti dalla società, le parti hanno pattuito un meccanismo di aggiustamento del prezzo all'interno di un *range* compreso tra un *floor* (valore minimo) di 760 milioni USD e un *cap* (valore massimo) di 960 milioni USD. Inoltre, è stata convenuta una clausola relativa alla realizzazione delle spese di *marketing* in conformità al *business plan*, in caso contrario, qualunque scostamento "straordinario" avrebbe legittimato Parmalat a richiedere una riduzione del prezzo.

Il comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* ha richiesto a Mediobanca una *fairness opinion* al fine di verificare la congruità del prezzo provvisorio negoziato dalle parti. Con un documento datato 22 maggio 2012, l'*advisor* ha giudicato congruo il corrispettivo pattuito.

In data 30 maggio 2013, il Consiglio d'Amministrazione di Parmalat ha deliberato di accettare la proposta di Lactalis di aggiustamento del prezzo di 130 milioni USD (portandolo a 774 milioni USD), così da riflettere rettifiche all'EBITDA per 3,0 milioni USD ed uno scostamento negativo per 11,3 milioni USD delle spese di *marketing* rispetto al *business plan*.

#### **4.1. L'ESITO DELLA PRIMA FASE DI INDAGINI SVOLTE DAL COLLEGIO SINDACALE**

Il Collegio Sindacale nella propria relazione all'Assemblea di Parmalat del 29 aprile 2016, sulla base delle indagini svolte, ha riferito:

*"3.L'acquisto di LAG, le vicende connesse a tale acquisizione e l'operato attuale del Consiglio di Amministrazione di Parmalat*

*(...)*

*...il Collegio ritiene che non sia ovviamente suo compito quello di esprimere un proprio ulteriore parere sull'adeguatezza del prezzo pagato da Parmalat, e neppure quello di chiedere che venga commissionato a terzi lo svolgimento di un'ennesima valutazione. Ritiene invece che possa essere utile raccogliere, se possibile, ulteriori informazioni, e comunque ordinare e mettere a disposizione dell'Assemblea le informazioni relative alla negoziazione del contratto di acquisizione, nonché quelle relative alle già effettuate valutazioni degli esiti di tali negoziazioni e quindi dei contenuti del contratto in questione.*

*A tale fine il Collegio:*



- *ha chiesto alla Società di "predisporre una relazione sull'acquisizione LAG ed in particolare sulle modalità con le quali l'operazione è stata condotta e negoziata da parte di Parmalat";*
- *ha richiesto la documentazione rilevante per l'accertamento in oggetto;*
- *procederà ad un'analisi comparativa delle perizie commissionate dalla Società, attraverso i suoi diversi organi e comitati consiliari, dagli organi di giustizia e dai relativi consulenti e dal consulente di controparte, evidenziando il perimetro dell'oggetto di stima, eventuali limiti e criticità emerse, le metodologie applicate, i principali parametri stimati ed i risultati.*

(...)

*8. Il valore di LAG/LINT e lo svolgimento delle trattative inerenti alla sua acquisizione*

(...)

*... posto che il valore di LAG/LINT risulta dalla combinazione di una serie di fattori, il Collegio si ripromette di enucleare le grandezze che avrebbero potuto essere oggetto di manipolazione alla luce della documentazione valorizzata nella Denuncia e di raccogliere informazioni sul modo in cui tali grandezze, nella loro funzione di fattori di determinazione del valore di LAG/LINT, sono state considerate nelle diverse valutazioni effettuate dai diversi esperti che si sono occupati del caso".*

#### **4.2. LE ANALISI CONDOTTE**

Ai fini della presente Analisi Conclusiva, chi scrive, in qualità di consulente del Collegio Sindacale, ha svolto un'analisi delle relazioni peritali predisposte dai periti incaricati, di data in data, dalla Società, da Amber, dal Tribunale di Parma e dalla Procura della Repubblica di Roma, ed aventi ad oggetto la stima del valore di LAG e di LINT (d'ora in avanti i "Periti").

In riferimento ai Principi Italiani di Valutazione ("PIV")<sup>9</sup> l'attività di seguito condotta è astrattamente riconducibile alla lettera e) del Principio I.4.2 (revisione del lavoro di un altro esperto).

In particolare l'analisi ha preso in considerazione i seguenti documenti:

- ◆ *Fairness opinion* di Mediobanca del 22 maggio 2012 e Project Paloma II-considerazioni valutative, redatto da Mediobanca nel maggio 2012, (d'ora in avanti "valutazione Mediobanca");
- ◆ "Valutazione del capitale economico LAG – Lactalis American Group LINT – Lactalis International" del Prof. Paolo Bastia del 7 giugno 2013 (d'ora in avanti "valutazione Bastia");
- ◆ "Incarico di commissario *ad acta* in relazione all'acquisizione da parte di Parmalat spa nei confronti di Lactalis American Group e di Controllate per il Sud America, Lactalis Brasile e Lactalis Messico" del Prof. Angelo Manaresi del 14 giugno 2013 (d'ora in avanti "valutazione Manaresi");

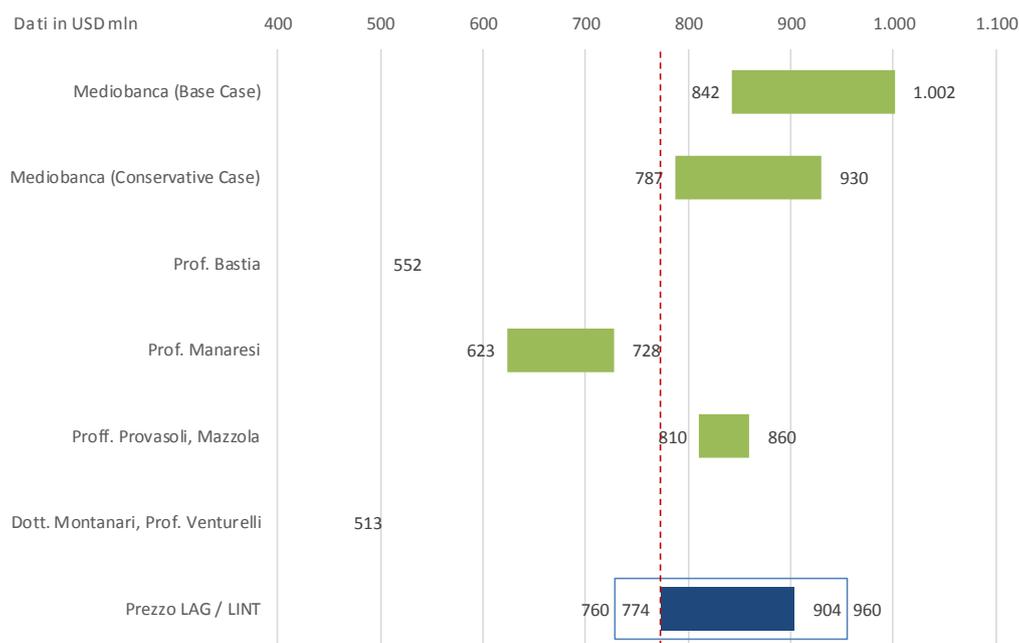
---

<sup>9</sup> Principi Italiani di Valutazione ("PIV") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione ("OIV") e pubblicati nel luglio 2015, EGEA Milano.

- ◆ “Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat Spa” del Prof. Angelo Provasoli e del Prof. Pietro Mazzola del 14 giugno 2013 (d’ora in avanti “valutazione Provasoli e Mazzola”);
- ◆ “L’acquisizione di LAG e di LINT: aspetti strategici, contrattuali e valutativi” del Dott. Stefano Montanari e Prof.ssa Valeria Venturelli del 5 dicembre 2014 (d’ora in avanti “valutazione Montanari e Venturelli”);
- ◆ “Parere tecnico – aziendale a supporto del Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la Corporate Governance in tema della ragionevolezza o meno delle ipotesi sottese ai dati prospettici contenuti nella Vendor Due Diligence redatta da Ernst & Young” del Prof. Mario Massari del 18 marzo 2016 (d’ora in avanti “parere Massari”).

Il grafico riportato di seguito mostra una sintesi, frutto di autonoma elaborazione degli intervalli di valore stimati dai singoli Periti. Non viene riportato alcun valore in relazione al “Parere Massari”, in quanto esso non riporta una autonoma valutazione.

Grafico 2: Intervalli di valore di LAG/LINT stimati dai Periti



La linea tratteggiata rossa indica il prezzo pagato da Parmalat per l’acquisto di LAG/LINT, originariamente indicato in 904 milioni USD e successivamente rettificato il 774 milioni USD.

Infine, nel grafico sopra riportato è indicato (colore blu) l’intervallo di prezzo contrattualmente definito (compreso tra 760 milioni USD e 960 milioni USD), e con istogramma a colore pieno, il valore inizialmente stabilito (904 milioni USD) e nei fatti corrisposto (774 milioni USD).



#### **4.2.1. I CRITERI ADOTTATI DAI PERITI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LAG/LINT**

In questo paragrafo viene proposta un'analisi delle logiche sottostanti all'utilizzo di due criteri di valutazione delle aziende: il metodo "finanziario" ed il metodo "di mercato" (o "dei multipli"). Si tratta dei criteri che singolarmente o in modo combinato sono stati adottati dai Periti.

La dottrina e la prassi più accreditate considerano, nella maggioranza dei casi, questi due criteri come i migliori per rappresentare il valore d'azienda. Essi vengono utilizzati assai di sovente - se non sempre - in modo combinato. Talora per associare un criterio "di controllo" a un criterio "principale". Talora per esprimere un valore finale che sia contemporaneamente connotato dalla logica dei flussi di cassa generabili da un'azienda (tipica del metodo finanziario) e dai valori riscontrabili da transazioni di mercato (riflessa nel metodo di mercato).

Preme sottolineare che i già citati PIV (ed in particolare il Principio IV.7.13, ancorché riferito a valutazioni a fini di bilancio) riportano che: "... è opportuno che l'esperto adotti una pluralità di criteri di valutazione".

Sulla base di queste considerazioni, le conclusioni raggiunte da chi avrà fatto affidamento alle risultanze di entrambi i criteri andranno considerate come più argomentate e complete.

##### **4.2.1.1. METODO FINANZIARIO**

L'approccio finanziario ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto dei principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i flussi di cassa relativi alla gestione aziendale, e valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo.

Il metodo finanziario determina il valore della società tramite la stima dei flussi di cassa futuri generati dalla società stessa attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti. Tali flussi monetari devono essere attualizzati ad un tasso che ne rifletta il grado di rischio.

La fase cruciale di applicazione del metodo è dunque costituita dalla stima dei flussi futuri. La stima dei flussi di cassa attesi costituisce un passaggio irrinunciabile anche quando la valutazione ha luogo attraverso formule sintetiche basate sulla capitalizzazione di risultati storici medio-normali. Tuttavia, l'impiego di risultati storici si legittima solo se tali dati vengono giudicati la migliore *proxy* dei risultati attesi, in assenza di elementi idonei per definire ragionevoli ipotesi di variazione dei flussi finanziari nel futuro.

Più comune risulta l'impiego del metodo di proiezione dei risultati storici. Questo si fonda su di un'accurata analisi delle circostanze e dei dati del passato, con riferimento ad un periodo non troppo breve; tali circostanze e dati vengono interpretati anche nella loro dipendenza da specifici fattori e nelle tendenze che dimostrano. Per essere applicato, il procedimento esige che siano individuabili alcune variabili esplicative, i cui spostamenti influenzano notevolmente i flussi attesi dell'azienda, e che esista un



meccanismo di calcolo idoneo a stimare con sufficiente chiarezza come la dinamica delle variabili esplicative si rifletta sulla misura del flusso atteso.

L'obiezione fondamentale ai metodi di proiezione dei risultati storici riguarda il rischio che, cambiando alcune delle ipotesi di comportamento dei fattori rilevanti, si abbiano risultati sostanzialmente diversi da quelli riscontrati *ex post*. Per queste ragioni il metodo di proiezione dei risultati storici non può andare al di là di pochi anni, con un limite massimo che la prassi è solita individuare in cinque anni. Le conclusioni quantitative finiscono dunque, secondo questo approccio, per presentarsi come fusione tra dati del recente passato, dati attuali e dati prospettici a breve termine.

Il metodo dei risultati programmati fa invece riferimento all'uso, sempre più frequente, di documenti formalizzati (*budget*, piani pluriennali), atti ad esprimere le attese economiche del prossimo futuro. L'utilizzo dei dati della programmazione deve tenere conto degli obiettivi della programmazione stessa, a seconda che essa sia costruita con intenti di stimolo o di cautela. Sono comunque da tenere in considerazione il livello di esperienza e di accuratezza con cui l'impresa interessata alla valutazione dell'impresa affronta il tema della programmazione. Situazioni caratterizzate da un'efficace organizzazione dell'attività programmatrice, da lunga esperienza o da risultati del passato dimostratisi attendibili, esprimono una condizione di alta credibilità. La qualità dell'attività di programmazione va dunque attentamente analizzata per decidere se i risultati che essa esprime meritino o meno fiducia.

In sostanza, condizione essenziale è che i piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili anche nel quadro di sviluppo del settore. La programmazione deve essere costruita sulla base di ipotesi giudicate normali, che cioè non esigano il superamento di eccezionali difficoltà, né si propongano obiettivi troppo ambiziosi. Inoltre devono essere identificabili i fattori chiave che danno fondamento alla previsione (ad esempio: lo sviluppo dei ricavi, l'evoluzione della domanda complessiva, ecc.).

Un ultimo punto fondamentale riguarda la corrispondenza tra le previsioni sull'andamento dei ricavi e dei flussi, e scenari ben definiti, che esprimono chiare e ragionevoli ipotesi. Queste ultime, oltre alle tipiche grandezze macro-economiche, devono riguardare il comportamento dell'offerta, le strategie dei principali concorrenti, la dinamica della domanda, l'eventuale evoluzione dei costi, ecc. La varietà degli scenari è spesso giudicata necessaria, pervenendo nel lungo termine ad esprimere una fascia di risultati molto ampia, in funzione delle differenti ipotesi di base. La traduzione di questi fattori nel tasso di attualizzazione può, in sostanza, ovviare a questo problema, con l'inclusione di fattori di rischio specifici legati alla peculiarità dell'azienda e delle dinamiche ambientali che la caratterizzano che, per difficoltà di previsione, non possono essere inclusi nei flussi di cassa previsionali.

A seconda della prospettiva da cui si svolge l'analisi (*asset side* o *equity side*), il metodo finanziario può essere applicato in due varianti fondamentali:

- ◆ il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)*, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa lordi di oneri finanziari (*Free Cash Flow to the Firm*), che consente di stimare il "valore operativo" dell'impresa;
- ◆ il metodo basato sui flussi spettanti agli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*), espressi al netto degli oneri finanziari e delle dinamiche di rimborso del debito, in grado di stimare direttamente il valore della società (o valore del "capitale economico").



A differenti configurazioni di flusso corrispondono diversi tassi di attualizzazione. I flussi netti spettanti agli azionisti devono infatti essere attualizzati ad un tasso espressivo del rendimento-opportunità di investimenti alternativi in capitale di rischio di imprese comparabili, mentre l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi deve avvenire a un tasso che rifletta il rendimento-opportunità per tutti i conferenti di capitale (proprio e di debito), in proporzione alle contribuzioni relative delle diverse forme di finanziamento al totale della dotazione degli *asset* aziendali.

#### *Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)*

Si tratta della versione del metodo finanziario utilizzata dai Periti. Nella prospettiva in questione, denominata comunemente "*asset side*", il valore di una società è pari alla somma delle seguenti componenti:

- ◆ il valore operativo, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*);
- ◆ la posizione finanziaria netta (o debito netto) dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione;
- ◆ il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi.

Per quanto concerne la determinazione del valore operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

Al fine di stimare il valore della società, si dovrebbero successivamente sommare al valore operativo la posizione finanziaria netta e il valore di mercato dei *surplus asset*, secondo la seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{TV}{(1+wacc)^n} + PFN + ACC$$

dove:

- $W_e$  = valore del capitale economico dell'azienda;
- $FCFF$  = flussi di cassa operativi (*Free Cash Flow to the Firm*);
- $n$  = orizzonte di proiezione esplicita;
- $wacc$  = costo medio ponderato del capitale;
- $TV$  = *terminal value* o valore residuo;
- $PFN$  = posizione finanziaria netta;
- $ACC$  = valore delle attività accessorie non operative.

Ai fini del calcolo del valore operativo è quindi necessario stimare le seguenti componenti:



### *I flussi di cassa operativi (FCFF)*

I flussi di cassa operativi da stimare per il periodo di proiezione esplicita sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria.

In particolare:

	Reddito operativo
+	Ammortamenti ed accantonamenti
-	Imposte figurative (calcolate sul reddito operativo)
=	Flusso di circolante
-/+	Variazione del capitale circolante netto
=	Flusso di cassa della gestione corrente
-/+	Variazione degli investimenti in attività operative
=	Flusso di cassa operativo (FCFF)

### *L'orizzonte di proiezione esplicita (n)*

L'orizzonte di tempo  $n$  da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi deve essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio. Si tratta comunemente dell'arco di tempo entro il quale la redditività operativa dell'impresa risulta ragionevolmente determinabile in modo puntuale e auspicabilmente superiore al suo costo del capitale.

### *Il terminal value o valore residuo (TV)*

Ai fini della stima del valore residuo, ovvero del valore che verrà generato al di là del periodo ("n") per il quale esiste un'esplicita proiezione, la dottrina e la prassi professionale prevalente propongono diverse alternative:

- ◆ valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- ◆ valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- ◆ valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (prezzo/utile per azione, prezzo/patrimonio netto per azione, ...);
- ◆ valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

La soluzione normalmente più accreditata (e pur con diverse formulazioni adottate dai Periti) prevede che il TV rappresenti il valore attuale (all'anno  $n$ ) della capitalizzazione illimitata del reddito operativo al netto delle imposte figurative previsto per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento. Esso può essere stimato come segue:

$$TV = \frac{NOPLAT * (1 + g)}{r_{acc} - g}$$



dove:

- TV = *terminal value* o valore residuo;
- NOPLAT = reddito operativo al netto delle imposte figurative previsto per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento (*Net Operating Profit Less Adjusted Tax*);
- wacc = costo medio ponderato del capitale;
- g = tasso di crescita del flusso di cassa operativo medio normalizzato atteso nel periodo successivo a quello di proiezione esplicita.

Nel caso in cui il sistema delle ipotesi insite nella della valutazione imponga di segmentare il processo di crescita in due distinti sottoperiodi sarà necessario applicare le formule della crescita differenziata, utilizzando diversi tassi di crescita per ciascun sottoperiodo.

Nella previsione di una vita aziendale prolungata, il TV assume, assai di frequente, un peso significativo, se non preponderante. In questo quadro particolare importanza riveste la credibilità del procedimento e la conseguente attendibilità dei parametri adottati dai Periti (NOPLAT, wacc e g).

#### *Il tasso di attualizzazione*

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i portatori di capitale: di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, di seguito definito *wacc*).

Il *wacc* è definito come segue:

$$wacc = K_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{W_D}{W_D + W_E} + K_e \cdot \frac{W_E}{W_D + W_E}$$

dove:

- $W_E$  = valore di mercato del capitale di rischio;
- $W_D$  = valore di mercato del capitale di debito;
- $K_e$  = costo del capitale di rischio;
- $K_d$  = costo del capitale di debito;
- $t$  = aliquota media d'imposta.

Il costo del capitale di debito ( $K_d$ ) è pari al costo dei debiti onerosi e può essere stimato a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

dove:



$K_d$  = costo del capitale di debito;  
 $R_f$  = rendimento degli investimenti privi di rischio;  
 $Spread$  = premio per il rischio di debito.

Il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = R_f + \beta \cdot MRP$$

dove:

$K_e$  = costo del capitale di rischio;  
 $R_f$  = rendimento degli investimenti privi di rischio;  
 $R_m$  = rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;  
 $\beta$  = indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;  
 $MRP$  = premio per il rischio di mercato.

Più in dettaglio, il *beta* ( $\beta$ ) misura il legame tra il rendimento del singolo titolo con quello del mercato azionario nel suo complesso<sup>10</sup>.

I tassi sopra definiti, rappresentando il rendimento di mercato da garantire agli investitori in capitale di debito ed in capitale di rischio, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società oggetto di valutazione.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- a) riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- b) riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
  - i. valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;

---

<sup>10</sup> In genere il  $\beta$  è stimato ponendo in relazione il rendimento di un titolo azionario con il rendimento del mercato mediante la tecnica della regressione semplice. In estrema sintesi un titolo con un  $\beta$  superiore all'unità è un titolo "aggressivo", poiché il suo rendimento oscilla in modo più ampio rispetto al mercato. Si tratta, dunque, di un titolo rischioso poiché ad una variazione del rendimento del mercato pari ad un punto percentuale, corrisponderà una variazione del titolo in questione superiore al punto percentuale considerato. Al contrario un titolo con un  $\beta$  inferiore all'unità è un titolo "conservativo", poiché attenua l'oscillazione del rendimento del mercato.



- ii. valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

La soluzione b) è comunemente considerata più confacente alle esigenze valutative tipicamente proiettate nel lungo termine.

#### *La posizione finanziaria netta (PFN)*

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari accesi dall'azienda, dei crediti finanziari e della sua liquidità.

#### *Il valore delle attività accessorie (ACC)*

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

Nell'analizzare i risultati ottenuti dai diversi Periti, si porrà particolare attenzione ai parametri più rilevanti (tra gli altri il wacc e le sue componenti e il TV con la determinante g) per la determinazione del valore del capitale economico di LAG/LINT.

#### **4.2.1.2. METODI DI MERCATO**

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore del capitale economico sia determinabile facendo riferimento al prezzo registrato sul mercato in scambi di entità simili, avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'azienda.

In assenza di un "mercato attivo" (come nel caso delle aziende quotate), i metodi di mercato stimano il valore dell'azienda costruendo rapporti – "multipli" – fondati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili, finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali (ad esempio economiche, patrimoniali e finanziarie quali: ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto e/o indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di stima), individuate come *value driver* dell'impresa.

La stima del valore, è quindi, determinata senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (reddituati o finanziari) prospettici dell'azienda in questione.

Più in generale, di norma, si fa riferimento alle seguenti alternative:

- ◆ metodo dei multipli di Borsa di aziende comparabili;



- ◆ metodo delle transazioni comparabili;

e talora in contesti specifici,

- ◆ i metodi empirici.

Nella fattispecie, il metodo dei multipli di Borsa di aziende comparabili stima il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili (ovvero attive nel medesimo settore e con caratteristiche operative e finanziarie non dissimili). L'analisi consiste nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di coefficienti - o "multipli" - costruiti come rapporti fra il valore assegnato dal mercato alla società comparabile (numeratore) ed una sua grandezza fondamentale (al denominatore) di norma in grado di riflettere una specifica misura di *performance*. Tali multipli vengono poi utilizzati per esprimere il valore del capitale economico delle aziende oggetto di stima, applicandoli alle medesime misure di *performance* utilizzate per costruirli.

In altri termini, il riferimento al mercato consente di identificare, sul fondamento del grado di "comparabilità" del campione di riferimento, parametri medi (o mediani) ragionevolmente impiegabili per procedere ad una valutazione "per relazione", del capitale economico delle aziende oggetto di valutazione.

Il richiamo al prezzo di Borsa non è mai effettuato con riguardo ad un prezzo puntuale tratto da una singola seduta di Borsa, bensì dal calcolo di una media di prezzi rilevati nel corso di un periodo giudicato significativo. Risulta evidente come la componente emotiva e i meccanismi tecnici di negoziazione possano portare alla formazione di un prezzo poco significativo (scarsa efficienza dei meccanismi di *pricing* del mercato) nell'ambito della singola giornata borsistica. Un apprezzamento più attendibile deriva da indicatori medi riferiti a prezzi rilevati in un arco temporale di medio termine.

La natura dei flussi di risultato da utilizzare nella scelta dei multipli poi, può condurre a scelte alternative. A tale riguardo, è infatti possibile distinguere tra:

- ◆ multipli storici: ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile delle società comparabili;
- ◆ multipli *trailing* : ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale sono rilevati i prezzi stessi;
- ◆ multipli *leading* : ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati attesi per l'esercizio successivo (oppure con una media delle stime dei due o tre esercizi successivi alla stima).

In altri termini, esiste un'esigenza di coerenza, riguardo alla dimensione temporale, tra le grandezze aziendali assunte ai fini del calcolo dei multipli delle società comparabili e le equivalenti grandezze delle aziende oggetto di stima.

Lo schema di applicazione dell'approccio del metodo dei multipli si articola in cinque momenti principali:

- ◆ scelta di un campione di società comparabili;
- ◆ determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa;
- ◆ identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;



- ◆ calcolo dei multipli medi (o mediani) delle società del campione;
- ◆ applicazione dei multipli medi (o mediani) individuati alle grandezze economiche delle aziende oggetto di stima.

Riguardo alla selezione delle società comparabili, questa deve avvenire con l'obiettivo di individuare un numero sufficientemente ampio di imprese caratterizzate da omogeneità sostanziali con quella oggetto di stima. È questo, infatti, il presupposto necessario per la realizzabilità del metodo in oggetto, presupposto che si fonda sull'ipotesi di applicabilità del valore "medio-normale" del multiplo rilevato per le imprese comparabili, alle aziende oggetto di valutazione.

Come già sottolineato in precedenza, i Periti hanno fatto ampiamente ricorso al criterio dei multipli: sarà importante in questo contesto fare riferimento sia alle società comparabili prescelte, che agli altri parametri indicati in grado di impattare sul valore finale.

Circa questi ultimi, si segnala che i Periti hanno fatto prevalentemente riferimento ai moltiplicatori dell'EBITDA con un approccio storico, *traling* o *leading*.

A titolo meramente esemplificativo, il valore del capitale economico di LAG/LINT è stato ottenuto sulla base della seguente relazione:

$$W_e = \text{EBITDA (LAG/LINT)} \times \text{Moltiplicatore desunto dall'osservazione dei dati di Borsa delle aziende comparabili} - \text{PFN}$$

Il metodo delle transazioni comparabili fa ricorso ai prezzi determinati sulla base dei valori di recenti transazioni di società non quotate, occorse nell'ambito di operazioni di acquisizione / cessione o fusione (cosiddette "M&A"). In questo caso si fa riferimento ai valori dei parametri guida riscontrati in occasione di operazioni di M&A, aventi per oggetto imprese comparabili a quella oggetto di analisi.

Il procedimento di ottenimento del valore aziendale è poi del tutto identico a quello precedentemente seguito nel caso dei multipli di Borsa.

Specificamente, nel caso di LAG/LINT, la valorizzazione attraverso il multiplo dell'EBITDA potrà avvenire seguendo la formula:

$$W_e = \text{EBITDA (LAG/LINT)} \times \text{Moltiplicatore desunto dall'osservazione delle transazioni di aziende comparabili} - \text{PFN}$$

I metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso (grandezze empiriche), in funzione delle particolari caratteristiche del settore a cui appartiene l'azienda oggetto di analisi.



#### **4.2.2. REVISIONE DELLE VALUTAZIONI ESPRESSE DAI PERITI SULLA BASE DEI CRITERI, DELLE IPOTESI E DEI PARAMETRI ADOTTATI**

Nel presente paragrafo vengono analizzate le valutazioni espresse dai Periti sul fondamento della volontà del Collegio Sindacale della Società di "enucleare le grandezze che avrebbero potuto essere oggetto di manipolazione alla luce della documentazione valorizzata nella Denuncia e di raccogliere informazioni sul modo in cui tali grandezze nella loro funzione di fattori di determinazione del valore di LAG/LINT sono state considerate nelle diverse valutazioni effettuate dai diversi esperti che si sono occupati del caso".

##### **4.2.2.1. VALUTAZIONE "MEDIOBANCA"**

In data 27 gennaio 2012 Mediobanca è stata incaricata dal Comitato di Controllo Interno di Parmalat di:

- ◆ assisterlo, in qualità di esperto indipendente<sup>11</sup>, nella fase istruttoria e in quella delle trattative tra Parmalat e il Gruppo BSA in relazione all'operazione di acquisto da parte di Parmalat dal Gruppo BSA di alcuni *asset* americani specializzati nella produzione e distribuzione di formaggio;
- ◆ esprimere la sua opinione professionale in merito all'interesse di Parmalat al compimento dell'operazione, nonché alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa ("Fairness Opinion").

Mediobanca è stata inoltre incaricata da Parmalat di assistere la Società in qualità di *advisor* finanziario dell'operazione.

Mediobanca ha rilasciato proprie "Considerazioni valutative", nel maggio 2012, con l'obiettivo di: i) fornire riscontri e chiarimenti sui punti critici e di attenzione del *business plan* e dell'operazione di acquisizione di LAG/LINT; ii) illustrare ed analizzare le condizioni economiche dell'operazione negoziate tra le parti, iii) illustrare le valutazioni condotte dalla stessa Mediobanca a supporto della negoziazione per conto di Parmalat.

Mediobanca ha inoltre recepito, nel proprio documento, le conclusioni del *management* di Parmalat in merito al rationale industriale dell'operazione, nonché quelle dei revisori di Parmalat ad esito delle verifiche contabili svolte sulle società *target* LAG e LINT.

In merito agli elementi di criticità, Mediobanca ha segnalato i punti di seguito esposti.

Relativamente alla modifica del *business model* di LAG, la problematica individuata atteneva alla migrazione dei *Brand* (da "Precious" / "Sorrento" a "Galbani", detenuto da Lactalis) che avrebbe aumentato il profilo di rischio a lungo termine del perimetro delle attività. Sul punto Mediobanca ha affermato che erano state condotte una serie di analisi e che: i) il piano di migrazione dei *Brand* "Precious" e "Sorrento" verso "Galbani", predisposti dal *management* di LAG/Lactalis era stato analizzato e validato dal *management* di Parmalat<sup>12</sup>; ii) erano stati svolti incontri con taluni membri del *top-management* di Parmalat che avevano espresso una valutazione positiva sugli *asset* in

<sup>11</sup> Il tema dell'indipendenza degli *Advisor* / Periti indicati nella presente relazione, non è stato oggetto di analisi o valutazione da parte di chi scrive.

<sup>12</sup> Documenti per il CdA di Parmalat del 20 aprile 2012 e del 22 maggio 2012.



cessione e sul piano di migrazione dei marchi; iii) Parmalat aveva confermato che un contratto di licenza a lungo termine (20 anni) sarebbe stato firmato tra le parti per assicurare l'utilizzo dei marchi a fronte di *royalty* coerenti con il *business plan*.

Relativamente a LINT, la problematica individuata atteneva a potenziali conflitti di interesse tra le attività di esportazione gestite tramite LINT Americas e Lactalis e la limitata chiarezza sul perimetro della transazione. Sul punto Mediobanca ha affermato di aver condotto autonome analisi e che: i) si sarebbe avuto il conferimento delle attività di LINT Americas in una *newco*, con sede in Francia, ii) Parmalat avrebbe confermato che un contratto di distribuzione (con esclusiva sull'intero territorio americano) a lungo termine (20 anni) sarebbe stato firmato tra le parti. I termini economico-finanziari del contratto sarebbero stati in linea con le previsioni del *business plan*, iii) il *management* di Parmalat valutava molto positivamente la possibilità di entrare nel mercato sud americano, anche con i propri prodotti.

Relativamente al *business plan*, considerato ambizioso, la problematica individuata atteneva alla crescita di volumi, ricavi ed EBITDA per il periodo 2012-2014. Sul punto Mediobanca ha affermato di aver condotto autonome analisi e che: i) il *management* di Parmalat aveva formalizzato il suo *comfort* sul piano nei documenti per il CdA del 20 aprile 2012 e 22 maggio 2012, ii) il *management* di Parmalat aveva elaborato un'analisi di sensitività tramite un piano più conservativo, iii) i risultati del primo trimestre 2012 confermavano le ipotesi presenti nel piano, in particolare per quanto atteneva a LAG: aumento dei volumi di vendita (+6%) e calo del prezzo del latte (16,28 USD vs. 17,2 USD), seppur evidenziando un ritardo in termini di margini, iv) il meccanismo di determinazione del prezzo per l'acquisizione di LAG/LINT era stato congegnato per tutelare Parmalat dal mancato raggiungimento degli obiettivi 2012.

Relativamente alle sinergie da attestare e quantificare, la problematica individuata atteneva all'esigenza di sviluppare diverse sinergie da tra Parmalat, Parmalat Canada e il perimetro di vendita, in particolare con *crossselling* e l'ottimizzazione dei costi. Sul punto Mediobanca ha affermato di aver condotto autonome analisi e che: i) erano stati condotti *workshop* specifici da parte del *management* di Parmalat e di Parmalat Canada per analizzare le sinergie prospettate; ii) il *management* di Parmalat aveva confermato<sup>13</sup> il valore prospettato delle sinergie in circa 35 milioni USD a regime, che avrebbero rappresentato circa il 40% dell'EBITDA 2011 di LAG; iii) in via prudenziale il 30% del valore complessivo delle sinergie sarebbe stato attribuito a LAG.

Relativamente al processo di vendita, la problematica individuata atteneva alla messa a disposizione di un *package* di *due diligence* non esaustivo, con tempistiche limitate per le verifiche di Parmalat. Sul punto Mediobanca ha affermato di aver condotto autonome analisi e che: i) l'estensione del calendario dell'operazione di circa un mese, avrebbe permesso una più approfondita analisi delle aree di rischio e delle criticità dell'operazione; ii) era previsto il coinvolgimento dei revisori di Parmalat; iii) Parmalat aveva confermato che era in via di stesura un contratto di compravendita il più protettivo possibile per Parmalat stessa, anche al fine di coprire eventuali aree di rischio non analizzate in sede di *due diligence*.

---

<sup>13</sup> Documento per il CdA del 20 aprile 2012 e del 22 maggio 2012 di Parmalat.



Il rationale industriale dell'operazione secondo Mediobanca, che citava il *management* di Parmalat che aveva a sua volta confermato che l'operazione presentava una forte valenza strategica ed industriale, atteneva a:

- ◆ ingresso nel mercato USA;
- ◆ incremento dell'incidenza delle categorie di prodotto a maggior valore aggiunto;
- ◆ possibilità di esportare dal Canada il formaggio cheddar a marchio "Black Diamond";
- ◆ rafforzamento della posizione competitiva in America Latina;
- ◆ incremento della forza contrattuale in Nord America nel *procurement*;
- ◆ strategia difensiva di medio/lungo termine sul mercato canadese.

Mediobanca ha inoltre esplicitato le conclusioni di PricewaterhouseCoopers ("PWC"), revisore di Parmalat ad esito delle analisi dei dati contenuti nella *Vendor Due Diligence* ("VDD") predisposta da Ernst & Young. In particolare Mediobanca ha posto l'attenzione su alcuni punti di seguito riportati:

- ◆ la redditività a livello di EBITDA calcolata sulla base delle rettifiche di PWC risultava sostanzialmente in linea con quella riportata dalla VDD;
- ◆ PWC evidenziava che i costi di *marketing* medio normali si attestavano intorno al 3% del fatturato, fatto salvo nel periodo di piano, a motivo dei significativi investimenti per la promozione dei *Brand* "Galbani" e "President";
- ◆ PWC segnalava che la redditività storica sarebbe potuta non essere rappresentativa di quella futura alla luce del cambio di strategia che prevedeva la migrazione verso i due marchi globali "Galbani" e "President";
- ◆ in un contesto di prezzo del latte crescente, il capitale circolante netto aveva mostrato un incremento in rapporto al fatturato, per effetto dell'incremento del prezzo della materia prima sui crediti e sul magazzino;
- ◆ appariva evidente la riduzione dei giorni di pagamento verso il Gruppo Lactalis a partire dal 2010 e l'allungamento dei tempi di incasso nel 2010 e 2011;
- ◆ l'incidenza media del capitale circolante netto sul fatturato dal 2009 al 2011 era stata rivista in aumento rispetto a quanto riportato nella VDD e che PWC stimava tra il 9% e l'11% l'incidenza normalizzata del capitale circolante netto sul fatturato.

Circa i criteri di valutazione poi, Mediobanca ha condotto le sue analisi, ricorrendo al metodo finanziario, ipotizzando uno scenario base ed uno conservativo, ed al metodo di mercato nella versione del metodo dei multipli di Borsa ed in quella dei multipli di transazioni comparabili.

Il metodo finanziario è stato applicato sia con riferimento a LAG che a LINT, valorizzando il *business plan* elaborato dal *management* di LAG, in uno scenario definito "Base Case" e "validato" dal *management* di Parmalat. Inoltre, pur validando il "Base Case", il *management* di Parmalat ha elaborato un'analisi di sensitività tramite un piano più conservativo, "Conservative Case", per quantificare l'impatto sul valore di



un'ipotetica mancata esecuzione del *business plan*. Ancora, Mediobanca, ha valorizzato LINT applicando una maggiorazione dell'1% del *wacc* e le sinergie con una maggiorazione del 2% del *wacc*.

Il valore di LAG, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato da Mediobanca sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Ipotesi predisposte dal <i>management</i> di LAG per gli anni 2012-2014, validate da Parmalat, mentre per il periodo esteso 2015-2018 sono state utilizzate le seguenti ipotesi condivise con Parmalat: <ul style="list-style-type: none"> <li>- crescita media annua dei volumi del 7,4%, con prezzi stabili</li> <li>- riduzione dei costi <i>marketing</i> tendenti nel lungo termine al 3,0% del fatturato (dato medio normale indicato dai revisori di Parmalat)</li> <li>- incidenza capex/fatturato decrescenti fino al 2,7%</li> <li>- CCN pari al 9% del fatturato</li> </ul> </li> </ul>
Aliquota d'imposta	◆ 38,9%, pari a quella utilizzata nel piano
Tasso di attualizzazione	◆ 7,88%
Terminal Value	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Costi di <i>marketing</i> sul fatturato pari al 3,0%</li> <li>◆ Capex 2,7% del fatturato</li> <li>◆ Tasso di crescita g: 1,5%</li> </ul>
Data di riferimento	◆ 31.12.2011

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, ed in funzione di una analisi di sensibilità, svolta ipotizzando che il tasso di attualizzazione potesse oscillare tra 7,38% ed 8,13% e che il tasso di crescita dei flussi di cassa operativi oltre il periodo di pianificazione esplicita potesse oscillare tra 1,00% ed 1,75%, il valore di LAG è stato stimato in un intervallo compreso tra 735,8 milioni USD e 880,8 milioni USD.

Il valore di LAG, nell'ipotesi di scenario conservativo, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato da Mediobanca sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Ipotesi predisposte dal <i>management</i> di LAG per gli anni 2012-2014, validate da Parmalat, mentre per il periodo esteso 2015-2018 sono state utilizzate le seguenti ipotesi condivise con Parmalat: <ul style="list-style-type: none"> <li>- crescita media dei volumi del 5,5% a prezzi costanti</li> <li>- costi di <i>marketing</i> rivisti al ribasso (-4,4 milioni USD nel 2012, -6,6 milioni USD nel 2013, - 10,5 milioni USD nel 2014) rispetto al <i>base case</i></li> <li>- riduzione contenuta dei capex di mantenimento per effetto di minori volumi rispetto al <i>base case</i></li> </ul> </li> </ul>
Aliquota d'imposta	◆ 38,9%, pari a quella utilizzata nel piano
Tasso di attualizzazione	◆ 7,88%
Terminal Value	◆ Costi di <i>marketing</i> sul fatturato pari al 3%



	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Capex 2,7% del fatturato</li> <li>◆ Tasso di crescita g: 1,5%</li> </ul>
Data di riferimento	◆ 31.12.2011

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, ed in funzione di una analisi di sensibilità svolta ipotizzando che il tasso di attualizzazione potesse oscillare tra 7,38% ed 8,13% e che il tasso di crescita dei flussi di cassa operativi oltre il periodo di pianificazione esplicita potesse oscillare tra 1,00% ed 1,75%, il valore di LAG è stato stimato in un intervallo compreso tra 680,9 milioni USD e 809,3 milioni USD.

Il valore di LINT, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato da Mediobanca sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Per il calcolo dei flussi di cassa, sono state adottate le ipotesi predisposte dal <i>management</i> di LAG per gli anni 2012-2014, validate da Parmalat, mentre per il periodo esteso 2015-2018 sono state utilizzate le seguenti ipotesi condivise con Parmalat: <ul style="list-style-type: none"> <li>- crescita media annua dei volumi nel periodo di piano tendente al 2,5%, con prezzi stabili</li> <li>- EBITDA <i>margin</i> in crescita rispetto al 2011 e costante a partire dal 2012</li> <li>- incidenza capex/fatturato 0,5%</li> <li>- capitale circolante netto stimato pari al 4,0% del fatturato</li> </ul> </li> </ul>
Aliquota d'imposta	◆ 36%, base aliquota media ponderata delle aliquote di Brasile, Messico e USA. Come fattore di ponderazione si è utilizzata la contribuzione delle diverse aree geografiche al margine nell'ultimo anno di piano
Tasso di attualizzazione	◆ 10,9%, tasso di sconto ponderato per la contribuzione delle diverse aree geografiche al margine nell'ultimo anno di piano, incrementato di un ulteriore 1% per riflettere un maggior rischio legato all'attività di LINT Americas e dei Paesi in cui opera
Struttura finanziaria	◆ nell'ipotesi di assenza di indebitamento finanziario netto specifico di tale ramo di <i>business</i> , i flussi di cassa operativi sono attualizzati ad un tasso pari al costo dell'equity
Terminal Value	◆ tasso di crescita pari a 2,5%, che riflette un tasso di crescita più elevato atteso in talune geografie (i.e. Brasile, Messico), rispetto al Nord America
Data di riferimento	◆ 31.12.2011

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, ed in funzione di un'analisi di sensibilità, svolta ipotizzando che il tasso di attualizzazione potesse oscillare tra 10,65% ed 11,15% e che il tasso di crescita dei flussi di cassa operativi oltre il periodo di pianificazione esplicita potesse oscillare tra 1,50% ed 2,50%, il valore di LINT è stato stimato in un intervallo compreso tra 49,4 milioni USD e 59,7 milioni USD.



Mediobanca ha inoltre stimato il valore delle sinergie, ricorrendo al metodo finanziario, sulla base delle seguenti ipotesi:

- ◆ il valore delle sinergie previste è stato stimato pari a 34,5 milioni USD, ossia pari al valore delle sinergie stimato da LAG e validato dal *management* di Parmalat;
- ◆ le sinergie allocate a Parmalat Canada sono state pari a 23,9 milioni USD, mentre i restanti 10,6 milioni USD sono stati allocati a LAG;
- ◆ il *management* di Parmalat aveva ipotizzato che le sinergie sarebbero andate a regime a partire dal 2013 e che nessun effetto si sarebbe verificato con riferimento al 2012;
- ◆ l'ammontare complessivo degli investimenti previsti per il conseguimento delle sinergie sarebbe stato pari a 12,2 milioni USD, ipotizzati interamente concentrati nel 2012 e sarebbero stati di competenza esclusiva di Parmalat Canada;
- ◆ l'aliquota di ammortamento degli investimenti, costante in 10 anni, tenuto conto del fatto che tali investimenti avrebbero riguardato impianti e attrezzature;
- ◆ il tasso di attualizzazione è stato stimato pari al 9,88%, incrementando del 2% quello stimato per la valutazione di LAG.

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, ed in funzione di una analisi di sensibilità svolta ipotizzando che il tasso di attualizzazione potesse oscillare tra 9,63% e 10,13% e che il tasso di crescita dei flussi di cassa operativi oltre il periodo di pianificazione esplicita potesse oscillare tra -0,5% ed 0,0%, il valore delle sinergie, attribuibili a LAG in misura pari al 30%, è stato stimato in un intervallo compreso tra 56,9 milioni USD e 61,3 milioni USD.

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, delle analisi di sensibilità condotte, delle stime del valore di LAG, di LINT e delle sinergie identificate, Mediobanca ha indicato che il prezzo per l'acquisizione di LAG/LINT da parte di Parmalat potesse oscillare tra un valore pari a 787 milioni USD e 930 milioni USD, nell'ipotesi di scenario conservativo ovvero tra un valore pari a 842 milioni USD e 1.002 milioni USD, nell'ipotesi di scenario base.

Il prezzo previsto al momento del rilascio della *Fairness Opinion* da parte di Mediobanca, pari a 904 milioni USD, corrispondente ad un multiplo implicito EV/EBITDA pari a 9,5x è dunque compreso nell'intervallo di valori stimati da Mediobanca.

Mediobanca, ha inoltre condotto una verifica della congruità del multiplo implicito ricordato, EV/EBITDA pari a 9,5x attraverso il ricorso al metodo di mercato, segnatamente nella versione del metodo dei multipli di transazioni comparabili e del metodo dei multipli di Borsa.

Nel primo caso, quello dei multipli di transazioni comparabili, Mediobanca ha affermato di aver preso in considerazione operazioni di acquisizione perfezionate dal 2007 al 2012, riguardanti l'acquisto del controllo di gruppi/rami d'azienda attivi nel comparto "Dairy", e taluni operatori specializzati nel comparto "Cheese", in USA ed in Europa.



Nel secondo caso, quello dei multipli di Borsa, Mediobanca ha affermato di aver preso in considerazione un *panel* di società attive nel segmento "Dairy" in USA, nonché il gruppo Parmalat, anch'esso attivo nel mercato nord-americano.

I dettagli dei multipli individuati da Mediobanca con riferimento sia al campione di transazioni comparabili che al campione di società quotate in Borsa sono riportati in Allegato.

In particolare, Mediobanca ha stimato che sia il multiplo medio che il multiplo mediano EV/EBITDA di transazioni comparabili fossero superiori al multiplo implicito pari a 9,5x.

Analogamente, Mediobanca ha stimato che il multiplo EV/EBITDA relativo ad aziende quotate in Borsa fosse almeno pari a 8,95X (multiplo EV/EBITDA delle imprese appartenenti al segmento "Diary" in Nord America).

Sul tema dei multipli adottati da Mediobanca e da altri Periti si ritornerà diffusamente più oltre nel paragrafo 4.2.4.

Infine, la *Fairness Opinion* di Mediobanca del 22 maggio 2012 riportava le seguenti conclusioni:

*"Nell'ambito e nei limiti di quanto sopra illustrato, è nostra opinione che, alla data odierna, l'Operazione prospettata sia di interesse per Parmalat e che il Corrispettivo<sup>14</sup> sia da ritenersi congruo dal punto di vista finanziario sulla base delle valutazioni effettuate secondo criteri consolidati nella prassi professionale (discounted cash flow, multipli di transazioni comparabili e multipli di borsa), e alla luce del fatto e sul presupposto che:*

- ◆ *Parmalat ritiene, come evidenziato nei documenti predisposti dal management per il Consiglio di Amministrazione del 20 aprile 2012 e del 22 maggio 2012, che l'Operazione rivesta una notevole valenza strategica ed industriale e permetta di conseguire significative sinergie tra LAG e Parmalat Canada, stimate a regime in circa USD 35 mln. annui;*
- ◆ *Il processo di acquisizione è stato condotto secondo criteri consolidati nella prassi, avendo accesso a documentazione sulle target giudicata adeguata da Parmalat, in un arco di tempo ragionevole e con il coinvolgimento di advisor (revisori, consulenti legali, consulenti finanziari) a supporto della due diligence e della negoziazione;*
- ◆ *Sulla base dei dati disponibili, l'andamento economico aggregato di LAG e LINT Americas nel primo trimestre del 2012 è in progresso rispetto all'esercizio precedente e in ritardo rispetto ai target di fatturato e margini per il 2012. Il meccanismo di Aggiustamento Prezzo è comunque protettivo per Parmalat in quanto consente di basare il Corrispettivo non su un dato previsionale, bensì sui risultati che saranno effettivamente conseguiti da LAG e LINT Americas nel 2012: tale esercizio corrisponde al primo anno di Business Plan ed ha pertanto un valore "segnale" rispetto alla capacità di LAG e LINT Americas di conseguire risultati in linea con i target;*

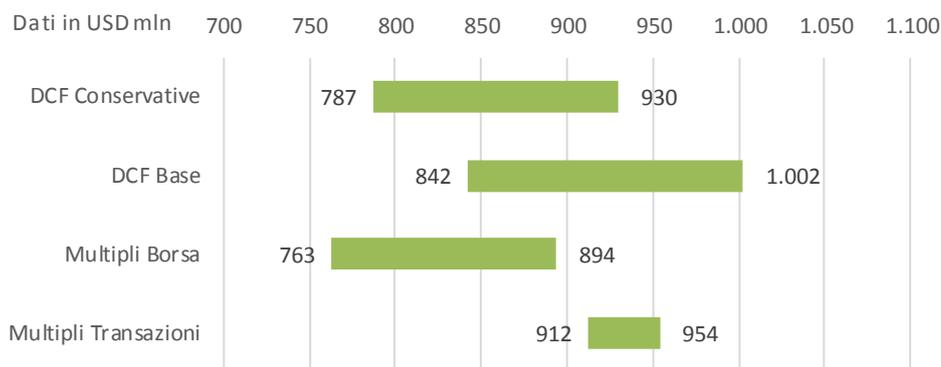
---

<sup>14</sup> "Sulla base dei dati di Business plan per il 2012 e della posizione finanziaria netta di LAG al 31.12.2011, il Corrispettivo è provvisoriamente determinabile in USD 923 milioni".



- ◆ *L'Aggiustamento Prezzo sarà garantito dai Venditori a Parmalat secondo modalità adeguate rispetto a questo genere di operazioni (fideiussione bancaria, escrow account, o assimilabile);*
- ◆ *La posizione finanziaria netta di LAG assunta a riferimento per la determinazione del Corrispettivo sarà conteggiata sulla base di una situazione patrimoniale interinale sottoposta a revisione".*

Grafico 3: Intervalli di valore valutazione Mediobanca



Mediobanca ha concluso affermando che il valore di LAG e di LINT risulta compreso tra 842 milioni USD e 1.002 milioni USD.

#### 4.2.2.2. VALUTAZIONE "BASTIA"

Amber, socio di minoranza di Parmalat, ha incaricato il Prof. Paolo Bastia di valutare il valore del capitale economico dell'azienda LAG<sup>15</sup>. La valutazione riguardava la determinazione dell'*Enterprise Value* delle *società target*, che, ai fini del prezzo, doveva essere integrata della posizione finanziaria netta determinata alla data del *closing*.

Il Prof. Bastia, per le proprie stime, si è basato unicamente sull'applicazione del metodo finanziario ritenendo che *"le implicazioni, sul piano metodologico [che escludono l'applicazione del premio di maggioranza], sono peraltro, quelle di non poter attribuire rilevanza al metodo delle transazioni comparabili"*.

Il valore di LAG, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato dal Prof. Bastia sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Ipotesi <i>stand alone</i><sup>16</sup></li> <li>◆ ipotesi di <i>"costruzione delle variazioni di capitale circolante"</i></li> </ul>
-----------------	--

<sup>15</sup> Il perimetro valutativo ricomprende anche delle linee di business estrapolate dalla società LINT, anch'essa controllata da BSA, consistenti in aree strategiche d'affari del Sud America: *Lactalis Brazil* e *Lactalis Mexico*.

<sup>16</sup> Ovvero senza considerare eventuali sinergie derivanti dall'acquisizione o dall'eventuale integrazione tra le realtà di Parmalat, LAG e LINT.



	<p><i>moderatamente negative per gli anni di piano e trascurabili per il periodo successivo'</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ ipotesi di <i>"crescita stabile sostenuta da nuovi investimenti sostanzialmente corrispondenti agli ammortamenti"</i></li> </ul>
Aliquota d'imposta	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 40%, riferito al regime fiscale medio statunitense</li> </ul>
Tasso di attualizzazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 7,80%</li> </ul>
Terminal Value	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ esclusione del fattore di crescita "g"</li> <li>◆ maggiorazione (10% circa) del wacc rispetto a quello impiegato per stimare il valore attuale dei flussi di cassa di piano. Il wacc per la stima del <i>terminal value</i> è dunque risultato pari all'8,50%</li> </ul>

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, il valore di LAG è stato stimato pari a 467,3 milioni USD.

Il valore di LINT, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato dal Prof. Bastia sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Ipotesi <i>stand alone</i></li> <li>◆ ipotesi di <i>"maggiore incidenza della variabile diminutiva del capitale circolante (per i soli tre anni di piano)"</i></li> <li>◆ ipotesi di <i>"investimenti trascurabili in capex"</i></li> </ul>
Aliquota d'imposta	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 40%, riferito al regime fiscale medio statunitense</li> </ul>
Tasso di attualizzazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ aumentato del 50% rispetto a quello utilizzato per la valutazione del capitale economico di LAG in considerazione del maggior grado di rischio del <i>business</i>. wacc pari all'117%</li> </ul>
Terminal Value	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ esclusione del fattore di crescita "g"</li> </ul>

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, il valore di LINT è stato stimato pari a 47,2 milioni USD.

Il Prof. Bastia ha inoltre stimato il valore delle sinergie, ricorrendo al metodo di mercato. In particolare, il multiplo implicito EV/EBITDA stimato dal Prof. Bastia con riferimento a LAG è stato pari a 5,8x. Detto valore discende dal confronto tra l'Enterprise Value di LAG, stimato pari a 467,3 milioni USD e l'EBITDA 2011 di LAG, pari a 81 milioni USD.

Il Prof. Bastia, sulla base del multiplo implicito da lui calcolato, ha stimato il valore delle sinergie in misura pari a 37,2 milioni USD.

Sulla base delle ipotesi sopra indicate e delle stime del valore di LAG, di LINT e delle sinergie effettuate, il Prof. Bastia ha indicato che il prezzo per l'acquisizione di LAG/LINT da parte di Parmalat potesse essere pari a 551,7 milioni USD.



La valutazione del Prof. Bastia del 7 giugno 2013 riporta infatti le seguenti osservazioni conclusive:

*"Le valutazioni stand alone delle due entità aziendali hanno portato ai seguenti enterprise values, espressi in milioni di USD:*

- LAG (stand alone) 467,3
- LINT (stand alone) 47,2
- TOTALE 514,5
- SINERGIE 37,2
- TOTALE 551,7".

Grafico 4: Intervalli di valore valutazione Bastia



#### 4.2.2.3. VALUTAZIONE "MANARESI"

Il Tribunale di Parma, con decreto del 28 marzo 2013 e udienza del 3 aprile 2013, ha conferito al Prof. Angelo Manaresi l'incarico di Commissario ad Acta in relazione all'acquisizione da parte di Parmalat nei confronti di LAG e di altre controllate del Gruppo Lactalis, Lactalis Brasile e Lactalis Messico<sup>17</sup>.

Il Prof. Manaresi ha innanzitutto effettuato un'analisi critica dei metodi di valutazione adottati da Mediobanca, delle scelte di valutazione condotte dalla medesima e delle modalità operative di stima dei parametri<sup>18</sup>.

La stima del valore condotta dal Prof. Manaresi si è basata unicamente sull'applicazione del metodo di mercato e segnatamente del metodo dei multipli di Borsa. Nello specifico, il Prof. Manaresi non ha effettuato un'autonoma stima dei parametri dei multipli ma fatto ricorso a quelli stimati da Mediobanca, operando tuttavia alcune specifiche scelte.

Il Prof. Manaresi ha ritenuto opportuno:

- ◆ stimare il valore delle sinergie, ricalcolandolo e pervenendo al valore di 56,8 milioni USD;
- ◆ stimare il valore di LAG/LINT ricorrendo al multiplo EV/EBITDA relativo all'esercizio 2012 (Mediobanca ha invece impiegato le stime del multiplo EV/EBITDA del 2011,

<sup>17</sup> Nel perimetro dell'incarico è stato richiesto al Commissario ad Acta di dare conto di fatti diversi e ulteriori suscettibili di integrare gravi irregolarità di cui sia venuto a conoscenza nell'espletamento dell'indagine ispettiva.

<sup>18</sup> Il Prof. Manaresi ha affermato che "Mediobanca conclude affermando che il multiplo risultante dall'applicazione di tale metodo riflette "un premio strategico ovvero di controllo riconosciuto al venditore. Evidentemente dunque tale multiplo risultante ha ragione di essere impiegato per la valutazione nel caso in esame se e soltanto se esso è comparabile pure in termini di premio per il controllo incorporato nell'operazione. In caso contrario, tale multiplo non potrebbe essere applicato".



avendo comunque stimato i multipli EV/Sales, EV/EBITDA ed EV/EBIT con riferimento al triennio 2011, 2012 e 2013);

- ◆ utilizzare il campione di imprese comparabili relative al solo settore "Diary" in Nord America;
- ◆ eliminare dal paniere di imprese comparabili la stessa Parmalat (il cui multiplo risultava il valore inferiore del campione) e Saputo (il cui multiplo risultava il valore superiore del campione), in questo modo addivenendo ad un campione di sole tre società;
- ◆ applicare uno sconto per il fattore liquidità compreso tra il 18,1% ed il 20,4%;
- ◆ determinare il valore di LAG/LINT applicando le grandezze statistiche media e mediana;
- ◆ stimare il valore di LAG/LINT quale media tra la "media" e la "mediana" dei valori determinati.

Nella propria relazione del 14 giugno 2013 il Prof. Manaresi ha rassegnato le seguenti conclusioni:

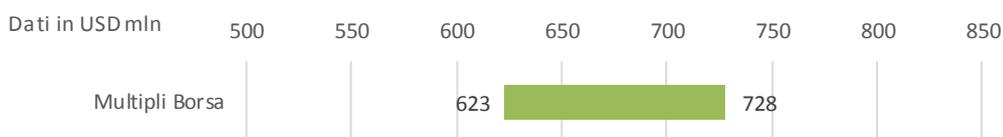
*"La valutazione delle partecipazioni in LAG e LINT a cui si perviene in questo documento è inferiore a quella ottenuta nella fairness opinion da Mediobanca. (...) possiamo concentrare l'attenzione sulla mediana (statistica più affidabile della media) e sulla media corretta (che, come per la mediana, esclude i dati c.d. anomali perché troppo alti o bassi).*

In base alle stime condotte dal Prof. Manaresi, il valore di LAG/LINT sarebbe stato pari rispettivamente a 740,7 milioni USD ed a 714,8 milioni USD applicando i valori mediani, ovvero i valori medi stimati.

Il Prof. Manaresi, ha poi continuato affermando che: *"Calcolando il valore medio fra quelli scelti, stimiamo in conclusione in USD 727,75 milioni il valore congiunto di LAG e LINT, corrispondente a un multiplo (rispetto all'EBITDA atteso 2012) di 7,65. Questo valore è ottenuto a partire dall'EBITDA 2012 atteso.*

*Qualora si volesse applicare integralmente il contratto, nella componente in cui si lega l'aggiustamento del prezzo di acquisizione all'EBITDA 2012 rilevato a consuntivo, dovremmo modificare al ribasso questo valore. Considerando la negoziazione raggiunta tra Parmalat e il gruppo Lactalis di una normalizzazione dell'EBITDA 2012 secondo le clausole previste dal contratto (USD 904 milioni meno USD 130 milioni di aggiustamento = USD 774 milioni, che diviso per 9,5 fornisce USD 81,47 milioni di EBITDA 2012 normalizzato), e riproducendo integralmente il ragionamento di cui sopra (cioè, valore stand-alone di LAG e LINT calcolato dai multipli 2012 attesi, applicazione dello sconto per la liquidità e dimensione, più le sinergie di acquisizione), si perviene a un valore finale di USD 623,15 milioni (cioè USD 81,47 milioni moltiplicati per il multiplo di 7,65)".*

Grafico 5: Intervalli di valore valutazione Manaresi



#### 4.2.2.4. VALUTAZIONE "PROVASOLI E MAZZOLA"

Il Prof. Provasoli e il Prof. Mazzola sono stati incaricati da Parmalat di predisporre un'autonoma valutazione sulla congruità del prezzo negoziato per gli *asset* oggetto di compravendita tra Parmalat e il Gruppo BSA, ponendosi in una prospettiva temporale *ex ante*, ossia collocandosi temporalmente nel maggio del 2012 (e utilizzando quindi la base informativa all'epoca disponibile), allorquando il Consiglio di Amministrazione di Parmalat si è trovato nella condizione di esprimere il proprio parere circa la congruità del corrispettivo negoziato.

La stima del valore condotta dal Prof. Provasoli e dal Prof. Mazzola è stata svolta, ricorrendo al metodo finanziario ed al metodo di mercato nella versione sia del metodo dei multipli di Borsa che di quella dei multipli di transazioni comparabili.

Il valore di LAG, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato dai Proff. Provasoli e Mazzola sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	♦ previsioni relative al periodo 2012-2014 e alla situazione a regime connotanti il Caso Base predisposto da Mediobanca
Aliquota d'imposta	♦ 40%
Tasso di attualizzazione	♦ 7,05%
Terminal Value	♦ Tasso di crescita g: 1,5%
Data di riferimento	♦ 30.05.2012

Il valore di LINT, ricorrendo al metodo finanziario è stato stimato dai Proff. Provasoli e Mazzola sulla base delle seguenti ipotesi:

Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Crescita dei ricavi in misura pari al 2% a partire dal 2012</li> <li>♦ il rapporto tra ricavi ed il margine operativo lordo è stato posto uguale alla media ponderata degli ultimi esercizi</li> <li>♦ ammortamenti pari allo 0,5% dei ricavi</li> <li>♦ incidenza costante del CCN, posto pari al 8,9% dei ricavi</li> <li>♦ investimenti in nuovi impianti ed immobilizzazioni ipotizzati pari agli ammortamenti</li> </ul>
Aliquota d'imposta	♦ 36,9% pari alla media ponderata delle aliquote relative ai paesi di operatività (USA, Brasile Messico)
Tasso di	♦ 11,22%



attualizzazione	
Terminal Value	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ Flusso di cassa a regime</li><li>◆ Tasso di crescita g: 2,0%</li></ul>
Data di riferimento	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ 30.05.2012</li></ul>

Sulla base delle ipotesi sopra indicate, e "considerata l'inevitabile presenza, nelle valutazioni aziendali, di taluni margini di soggettività, chi scrive ha ritenuto opportuno utilizzare un'analisi di sensitività per individuare un range di valori rappresentativi del valore on a stand alone basis delle due società"<sup>19</sup>, il valore di LAG/LINT è stato stimato in un intervallo compreso tra 761 milioni USD e 841 milioni USD.

Per quanto riguarda la stima delle sinergie attese, i Proff. Provasoli e Mazzola hanno assunto la loro stima sulla base degli esiti del lavoro di analisi condotto da BCG. In particolare, le osservazioni di BCG a questo proposito possono essere così riepilogate:

- ◆ a seguito dell'analisi delle diverse componenti, BCG ha quantificato le sinergie a regime in 30,1 milioni USD, il 13% in meno rispetto alle sinergie stimate dal *management* di Parmalat (34,5 milioni USD);
- ◆ BCG ha previsto un prolungamento dei tempi necessari per l'implementazione delle sinergie, con la realizzazione del 39% delle sinergie a regime entro il 2013 (contro il 77% inizialmente previsto da Parmalat) ed il 100% entro il 2017 (vs. 2015 secondo i piani del *management* di Parmalat);
- ◆ i costi da sostenere per l'implementazione delle sinergie sono pertanto allineati a quanto stimato dal *management* di Parmalat, stimati in 12,2 milioni USD, ma sono stati previsti con un impatto immediato nel 2012 anziché distribuiti nel tempo.

I Proff. Provasoli e Mazzola hanno proceduto alla stima del valore delle sinergie ricorrendo al metodo finanziario ed hanno attribuito alle medesime un valore, ritenuto prudentiale, pari al 33% delle sinergie prevedibili e pari a 50 milioni USD.

I Proff. Provasoli e Mazzola hanno inoltre stimato il valore di LAG e di LINT ricorrendo sia al metodo dei multipli di Borsa che al metodo dei multipli di transazioni comparabili.

In particolare, con riferimento al metodo dei multipli di Borsa, sono state individuate sette società operanti nel settore *Dairy* in Nord America ed al campione è stata aggiunta anche Parmalat.

Con riferimento al metodo dei multipli di transazioni comparabili, invece, sono state individuate venticinque acquisizioni del settore *Dairy* tra gennaio 2007 e maggio 2012 ed è stato stimato un *range* tra la mediana delle transazioni successive al fallimento di Lehman Brothers e la mediana del campione nel suo complesso.

---

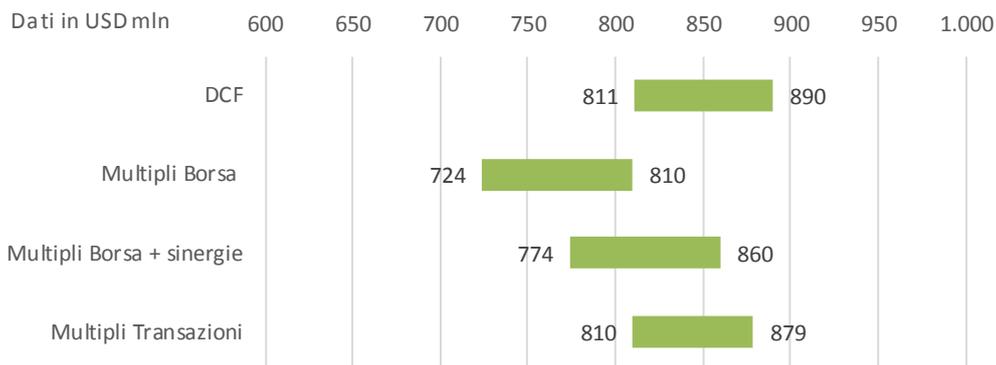
<sup>19</sup> In particolare, nel caso di specie, si è proceduto a modificare due dei parametri chiave del modello utilizzato e precisamente il tasso di sconto Wacc (variandone il valore centrale di un +/- 0,15%) e il tasso di crescita di lungo periodo g (variandone il valore centrale di un +/- 0,15%).



Nella propria relazione del 14 giugno 2013 i due consulenti hanno concluso:

*“Tenuto conto delle finalità della valutazione richiesta ..., delle specificità caratterizzanti le società oggetto di valutazione e delle condizioni contrattuali che erano state negoziate, gli scriventi hanno, dapprima, stimato il valore di acquisizione di LAG e LINT alla data di riferimento, sulla base della strategia operante, ossia prescindendo dalle attese di miglioramento delle performance risultanti dalla strategia intenzionale elaborata dal management di LAG e LINT. Tale valore è stato stimato mediante il metodo finanziario, nella versione c.d. dell'unlevered cash flow, e il metodo dei multipli, applicandolo sia nella versione c.d. dei multipli di Borsa (rettificati, come la dottrina e la prassi richiedono, per poter passare dal valore delle società on a stand alone basis al valore di acquisizione), sia nella versione c.d. delle transazioni comparabili. (...) In particolare, portando a sintesi i risultati dei differenti metodi che configurano l'approccio valutativo adottato, pare possibile individuare una fascia centrale di valori ricompresa tra USD 810 mln e USD 860 mln, riconfermati dalle risultanze di più metodi, corrispondente a multipli impliciti a consuntivo a loro volta ricompresi tra 9,4x e 10,0x”.*

Grafico 6: Intervalli di valore valutazione Provasoli e Mazzola



#### 4.2.2.5. VALUTAZIONE “MONTANARI E VENTURELLI”

Il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli, con i verbali del 23 ottobre 2012 e del 9 ottobre 2014, hanno ricevuto l'incarico di Consulenti Tecnici, da parte dei Pubblici Ministeri Lucia Russo e Fabrizio Pensa della Procura della Repubblica di Parma, nell'ambito del procedimento n. 6518/12, per fornire risposta ad alcuni quesiti:

*“Procedano i CC. TT.:*

*(...)*

*3. alla verifica della congruità complessiva dei valori corrisposti dal Gruppo Parmalat;*

*...”.*

La stima del valore condotta dal Dott. Montanari e dalla Prof.ssa Venturelli è stata svolta ricorrendo al metodo finanziario ed al metodo di mercato nella versione dei



multipli di Borsa. Inoltre, il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli hanno utilizzato, argomentandole, nelle proprie stime il *business plan* denominato "conservative case" ed impiegato anche da Mediobanca a meri fini di analisi di sensibilità.

Relativamente alla stima del valore di LAG, il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli, ricorrendo al metodo finanziario, al termine del loro processo valutativo sono pervenuti ad un valore su basi *stand alone* pari a 477,1 milioni USD.

Inoltre, considerando la soggettività insita in ogni stima, hanno affiancato alla valutazione condotta, un'analisi di sensitività con l'obiettivo di pervenire ad un *range* di valori ritenuti sostenibili per LAG. Le variabili per le quali i periti hanno previsto una variazione rispetto alle ipotesi assunte sono state il costo del capitale (*wacc* +/- 0,25%) e il tasso di crescita perpetuo ("g" +0,50%).

I valori di LAG risultanti dall'analisi simulativa sono compresi tra 462,5 milioni USD e 507,0 milioni USD.

Relativamente alla stima del valore di LINT, il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli, ricorrendo al metodo finanziario, al termine del loro processo valutativo sono pervenuti ad un valore su basi *stand alone* pari a 21,7 milioni USD.

Inoltre, considerando la soggettività insita in ogni stima, hanno affiancato alla valutazione condotta, un'analisi di sensitività con l'obiettivo di pervenire ad un *range* di valori ritenuti sostenibili per LINT. Le variabili per le quali i periti hanno previsto una variazione rispetto alle ipotesi assunte sono state il costo del capitale (*wacc* +/- 0,25%) e il tasso di crescita perpetuo ("g" +0,50%).

I valori di LINT risultanti dall'analisi simulativa sono compresi tra 20,9 milioni USD e 23,1 milioni USD.

Il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli hanno anche proceduto alla stima del valore delle sinergie ricorrendo, sempre al metodo finanziario, ed hanno stimato un valore pari a 14,5 milioni USD. Anche in questo caso, i periti hanno proceduto all'analisi di sensitività, alterando il peso dei due parametri: costo del capitale (*wacc*) e tasso di crescita (g). Facendo variare di un +/-0,25% rispetto al valore stimato il costo opportunità del capitale e di un +0,5% il tasso di crescita di lungo periodo g, hanno individuato valori compresi tra 14,3 milioni USD e 15,4 milioni USD.

Il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli hanno anche fatto ricorso al metodo di mercato, ovvero al metodo dei multipli di Borsa, con finalità di controllo dei valori stimati ricorrendo al metodo finanziario. Nell'applicazione del metodo dei multipli occorre segnalare che i periti hanno ritenuto corretto applicare uno sconto ai valori stimati, adottando quali valori di rettifica lo sconto medio e mediano individuato dal Prof. Manaresi nelle proprie stime e pari rispettivamente a 20,4% (media) ed al 18,1% (mediana). L'applicazione del metodo dei multipli di Borsa per LAG ha restituito intervalli di valore in cui sono compresi i risultati stimati dai periti ricorrendo al metodo finanziario.



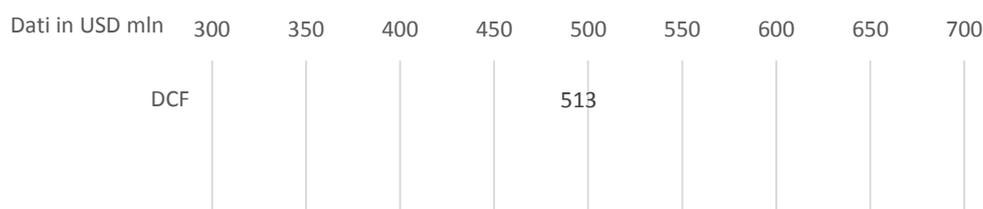
Nella relazione del 5 dicembre 2014 il Dott. Montanari e la Prof.ssa Venturelli hanno rassegnato le seguenti conclusioni:

*"Considerando il metodo DCF quale metodo principale, la valutazione stand alone di LAG porta ad un valore al 31.12.2011 pari a \$/mln 477,1 congruente con la valutazione ottenuta con il metodo dei multipli da cui emerge un intervallo compreso tra \$/mln 461,2 e \$/mln 508,9.*

*La valutazione stand alone di LINT, ottenuta unicamente sulla base del DCF, è pari a \$/mln 21,7.*

*Complessivamente quindi la valutazione ottenuta sulla base del DCF è pari a \$/mln 498,8 (DCF LAG + DCF LINT), che può essere aumentata sino a \$/mln 513,4 nel caso in cui si ritenga di aggiungere la stima autonoma delle sinergie, quantificata in \$/mln 14,5."*

Grafico 7: Intervalli di valore valutazione Montanari e Venturelli



#### 4.2.2.6. PARERE "MASSARI"

In data 22 dicembre 2015 il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha richiesto al Prof. Massari "un parere tecnico-aziendalistico al fine di suffragare le analisi svolte dal Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la Corporate Governance in merito all'accertamento della ragionevolezza o meno delle ipotesi sottese ai dati prospettici contenuti nella Vendor Due Diligence redatta da Ernst & Young".

Il parere del Prof. Massari del 18 marzo 2016 ha riportato le seguenti conclusioni in merito al valore di LAG:

*"Nel parere dello scrivente non viene fornita una valutazione di LAG. Viene, invece, presentata un'analisi dell'evoluzione di un valore "convenzionale" di LAG, ovvero di un valore determinato a parità di parametri contenuti nel Progetto Paloma II Considerazioni valutative (maggio 2012), utilizzando alcune semplificazioni volte ad agevolare una comparazione con le simulazioni sviluppate dal comitato.*

*...alcune delle più rilevanti considerazioni sviluppate nel parere dello scrivente. In particolare:*

*a) il "prezzo provvisorio" di USD 904 milioni recepisce il c.d. valore "as is" di LAG ( & LEA - LINT) pari a circa USD 600 milioni e larga parte del valore della crescita incorporato nel piano (contenuto nella VDD) e nella sua proiezione 2015 - 2018 (il valore "as is", va ribadito, è un valore inerziale, calcolato sulla media di dati storici) ;*



*b) la revisione del prezzo sulla base EBITDA 2012 di fatto "taglia" oltre il 40% del valore della crescita incorporato nel prezzo provvisorio di USD 904 milioni;*

*c) il valore "as is" mostra una piena sostenibilità, crescendo da USD 600 milioni a USD 630 milioni a fine 2015. La sostenibilità del valore "as is" è anche confermata dal "valore convenzionale" a fine 2018 (calcolato sull'EBITDA medio del triennio 2016 - 2018 risultante dal piano analizzato da Bain & Co. [78]);*

*d) il valore "as is" costituisce solo un addendo - lo "zoccolo duro" - del valore di LAG. Il secondo addendo è rappresentato dal valore della crescita, che pur essendosi ridimensionato in funzione delle successive revisioni del piano, costituisce una parte non trascurabile del valore complessivo della società;*

*e) "tagliando" del 50% il valore della crescita in considerazione del fatto che la strategia di creazione di tale valore è strutturalmente a rischio a causa della volatilità di breve periodo dei margini aziendali tipica del settore, il valore "convenzionale" (in quanto calcolato con i parametri Progetto Paloma II - Considerazioni valutative) è pari a fine 2015 a USD 709 milioni (USD 725 milioni assumendo l'ultimo anno di piano e non la media 2016 - 2018), vale a dire circa il 90% del prezzo definitivo di USD 774 milioni;*

*f) giova infine osservare che i dati riportati nel grafico relativi al valore atteso as is alla fine del piano 2015 - 2018 possono essere agevolmente riconciliati con le valutazioni provvisorie della business unit LAG ai fini del test di impairment 2015 trasmesse allo scrivente. In particolare tali valutazioni riflettono l'effetto dovuto all'adozione di tassi di attualizzazione significativamente inferiori rispetto ai parametri di costo del capitale del Progetto Paloma II - Considerazioni valutative".*

Il Prof. Massari non ha quindi condotto un'autonoma stima del valore di LAG e di LINT bensì un'analisi volta a verificare l'evoluzione del valore di LAG nel tempo, in funzione dei risultati registrati a consuntivo dalla medesima.

#### **4.2.3. L'ACQUISIZIONE DI PARMALAT DA PARTE DI LACTALIS E I VALORI / PARAMETRI APPLICATI / DESUMIBILI**

Parmalat è controllata dal Gruppo Lactalis dal 15 luglio 2011, data in cui si è conclusa l'OPA<sup>20</sup> lanciata dal Gruppo francese sulla Società per un controvalore complessivo pari a 2,455 miliardi di Euro.

In particolare, il Documento di Offerta relativo all'OPA volontaria totalitaria di Sofil Sas<sup>21</sup> sui titoli Parmalat indicava che erano stati offerti 2,60 Euro per ogni azione ordinaria Parmalat, ovvero fino ad un massimo di 1.298.186.659 azioni.

Il prezzo offerto di 2,60 Euro per azione incorporava un premio del 21% circa rispetto al prezzo di Borsa delle azioni di Parmalat degli ultimi dodici mesi precedenti l'OPA.

---

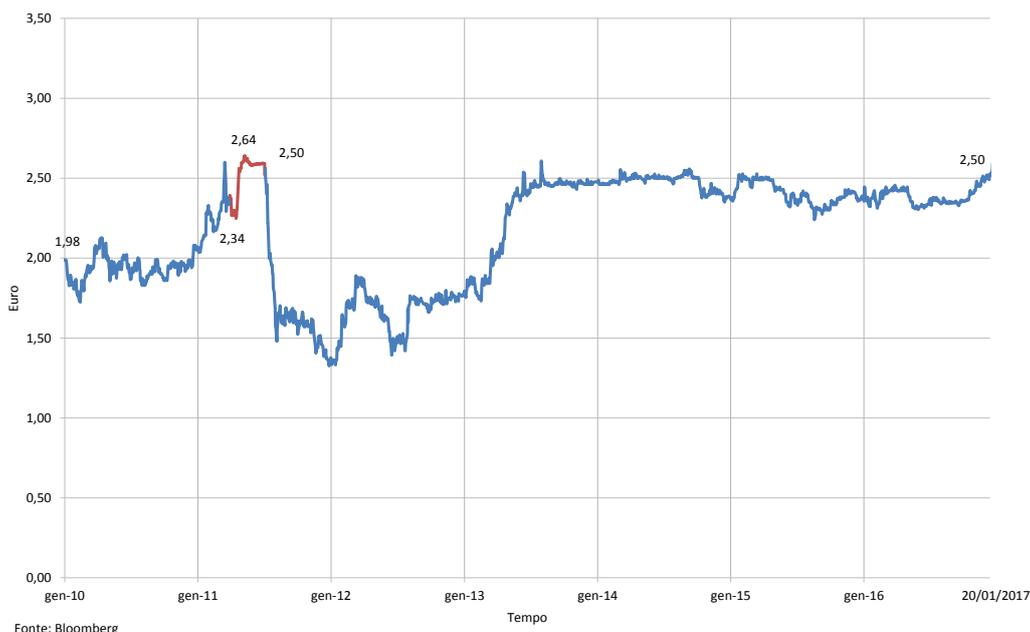
<sup>20</sup> Per OPA, ovvero "Offerta Pubblica di Acquisto" si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio.

<sup>21</sup> Sofil Sas, Société pour le Financement de l'Industrie Laitière, società del Gruppo Lactalis, titolare di n. 1.627.713.708 azioni ordinarie Parmalat al 6 ottobre 2016 (ultimo aggiornamento dell'azionariato di Parmalat così come indicato sul sito web della Società).



La durata del periodo di adesione all'OPA era compreso tra il 23 maggio 2011 e l'8 luglio 2011 e la data di pagamento dei titoli eventualmente portati in adesione all'offerta era stata stabilita nel 15 luglio 2011.

Grafico 8: Prezzo di Borsa delle azioni ordinarie di Parmalat 01/01/2010 – 20/01/17



Il grafico soprariportato mostra l'andamento nel tempo del prezzo delle azioni ordinarie Parmalat, evidenziando (in colore rosso) l'andamento del titolo nel periodo di adesione all'OPA.

Dopo una forte riduzione del prezzo di mercato nella seconda metà del 2011, a partire dal 2012, il titolo Parmalat ha registrato una crescita pressoché continua fino a tutto il 2013. Dal 2014 il titolo Parmalat, invece ha mantenuto un prezzo compreso tra 2,22 Euro e 2,53 Euro per tutto il periodo fino al dicembre 2016.

Le azioni consegnate in OPA sono state 944,361 milioni, pari al 54,33% del capitale della Società ed al 76,50% di quelle oggetto di OPA. Con ciò si può rilevare che mentre il Consiglio di Amministrazione della Società non ritenne adeguato il prezzo offerto, la maggioranza del mercato lo ritenne tale, aderendo all'OPA. Poiché Lactalis controllava già il 28,97% del capitale della Società, ad esito dell'OPA la percentuale complessiva del capitale di Parmalat nelle mani dell'offerente è risultato pari all'83,30%.



Ad ottobre 2016, l'azionista di maggioranza assoluta, con una quota pari all'87,74% del capitale della Società è Sofil Sas, Gruppo Lactalis, mentre il restante circa 12% rappresenta flottante.<sup>22</sup>

Il citato Documento di Offerta, inoltre, indicava<sup>23</sup> che il multiplo EV/EBITDA relativo a Parmalat per gli esercizi 2009 e 2010 era risultato pari rispettivamente a 8,9x ed a 8,7x; sempre nel medesimo documento veniva riportato il raffronto tra il multiplo calcolato per Parmalat e la media degli analoghi indicatori calcolati per un campione di società ritenute comparabili<sup>24</sup>. Il multiplo EV/EBITDA per il 2009 e per il 2010 per il campione di imprese ritenute comparabili era stato stimato in misura rispettivamente pari a 7,3x e 7,0x.

Di seguito viene riportato, in sintesi, il calcolo del prezzo pagato da Parmalat per l'acquisto di LAG/LINT e dell'aggiustamento al prezzo così come effettivamente accaduto. Il calcolo viene poi confrontato con la stima del prezzo e del relativo aggiustamento, a parità di condizioni, qualora fosse stato applicato il multiplo EV/EBITDA 2010 di Parmalat, evidenziato nel Documento di Offerta.

Tabella 4: Confronto prezzo e aggiustamento – EV/EBITDA contrattualizzato vs EV/EBITDA OPA Lactalis su Parmalat

	Operazione	Multiplo OPA	Differenza
EBITDA 2012E	95,2	95,2	
Multiplo EV/EBITDA	9,5	8,7	
Enterprise Value (Prezzo)	904	828	-76
EBITDA 2012A	81,5	81,5	
Delta EBITDA 2012E vs 2012A	13,7	13,7	
Aggiustamento Prezzo	130	119	-11
Prezzo post aggiustamento	774	709	-65

Valori in USD mil.

La tabella sopra riportata mette in evidenza il prezzo stimato per LAG/LINT, pari a 904 milioni USD, l'aggiustamento di prezzo regolato contrattualmente, pari a 130 milioni USD, legato alla rettifica tra l'EBITDA stimato alla data dell'operazione di acquisizione e quello effettivamente realizzato nel corso del 2012 ed il prezzo post aggiustamento, pari a 774 milioni USD.

<sup>22</sup> Il sito web di Parmalat cita che al 6 ottobre 2016, ultima rilevazione disponibile, l'unico azionista che, ai sensi dell'art. 120 del T.U.F., deteneva una partecipazione superiore al 3% del capitale sociale della Società era Sofil Sas con 1.627.713.708 azioni ordinarie.

<sup>23</sup> Documento di Offerta, pag.84.

<sup>24</sup> Documento di Offerta, pag.85.



Qualora, il prezzo per LAG/LINT fosse stato stimato ricorrendo al multiplo proposto da Lactalis per l'acquisto di Parmalat, così come indicato nel Documento di Offerta, pari a 8,7x, per il 2010, il prezzo per l'acquisto di LAG/LINT sarebbe risultato pari a 828 milioni USD pre aggiustamento e pari a 709 milioni USD post aggiustamento, con una differenza netta pari a 65 milioni USD rispetto al prezzo effettivamente negoziato.

Il prezzo pagato da Lactalis per l'OPA su Parmalat va letto in un contesto di mercato competitivo, che può prevedere il pagamento di un premio di liquidità e che incorpora una componente di rischio legato al possibile "rilancio" di un terzo offerente.

Va anche sottolineato nuovamente che sebbene il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ritenne non adeguato il prezzo proposto in OPA, il mercato reagì positivamente consegnando in OPA la maggioranza delle azioni oggetto dell'offerta.

Si deve poi considerare che l'operazione condotta su LAG/LINT ha invece come obiettivo entità non quotate e dunque non dotate di un mercato competitivo, tendenzialmente scarsamente liquide e non necessariamente esposte ad un rischio di "rilancio".

Sebbene dunque le operazioni di OPA su Parmalat e di acquisto da parte di quest'ultima di LAG/LINT vadano considerate nella loro profonda diversità<sup>25</sup>, il tema del moltiplicatore applicato nelle due fattispecie considerate appare comunque degno di attenzione.

#### 4.2.4. ULTERIORI ANALISI SVOLTE

Prima di procedere all'esplicitazione delle ulteriori analisi condotte da chi scrive, si ritiene opportuno, in questa sede riassumere sinteticamente gli intervalli di valore stimati da Periti con evidenza del valore attribuito a LAG, a LINT, all'aggregato LAG/LINT ed alle sinergie.

Tabella 5: Confronto risultati valutazioni condotte dai Periti

	Mediobanca		Prof. Bastia	Prof. Manaresi		Proff. Provasoli, Mazzola		Dott. Montanari Prof. Venturelli
	min	max		min	max	min	max	
LAG	736	881	467	533	622			477
LINT	49	60	47	42	49			22
<b>LAG/LINT</b>	<b>785</b>	<b>941</b>	<b>515</b>	<b>575</b>	<b>671</b>	<b>760</b>	<b>810</b>	<b>499</b>
Sinergie	57	61	37	49	57	50	50	15
<b>Totale</b>	<b>842</b>	<b>1.002</b>	<b>552</b>	<b>623</b>	<b>728</b>	<b>810</b>	<b>860</b>	<b>513</b>

Valori in USD mil.

Chi scrive non ha condotto alcuna valutazione ulteriore rispetto a quelle già elencate ai paragrafi precedenti; tuttavia è stata realizzata una simulazione dei risultati stimati dai

<sup>25</sup> Anche in virtù del fatto che le aziende americane sono prevalentemente attive in un contesto settoriale a differente marginalità rispetto a Parmalat.



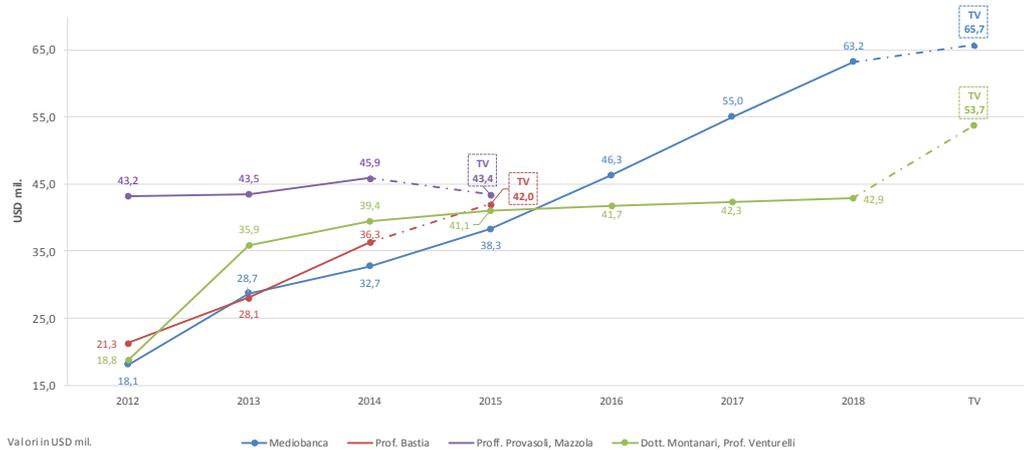
Periti, rettificando talune ipotesi valutative con il fine di omogeneizzare i valori delle variabili in cui la scelta soggettiva del valutatore risulta di maggiore impatto.

Prima di procedere al confronto tra i risultati stimati dai Periti ed i risultati della simulazione condotta, chi scrive intende rappresentare, mettendoli a confronto, i principali *driver* (flussi di cassa, tassi di attualizzazione e multipli) utilizzati dai diversi periti per la stima del valore di LAG e di LINT.

Il grafico che segue mette a confronto i flussi di cassa operativi stimati dai diversi Periti e la stima del *Terminal Value* condotta da ciascuno di essi con riferimento a LAG.

Si rammenta che tanto più elevato è il valore dei flussi cassa ed in particolare il valore di quello utilizzato per il calcolo del *Terminal Value*, tanto maggiore (a parità di condizioni) sarà il valore di LAG.

Grafico 9: Flussi di cassa rilevanti stimati dai Periti con riferimento a LAG



Nella tabella che segue si sono messi a confronto i tassi di attualizzazione stimati dai diversi Periti con riferimento a LAG; si rammenta che a parità di altre condizioni tanto più elevato è il tasso di attualizzazione (costo del capitale), tanto minore risulta il valore di LAG.

Tabella 6: Tassi di attualizzazione stimati dai Periti con riferimento a LAG



	Mediobanca	Prof. Bastia	Prof. Manaresi	Proff. Provasoli, Mazzola	Dott. Montanari, Prof. Venturelli	Prof. Massari
Risk Free	2,8%	n.d		3,0%	3,0%	
Beta relevered	0,56	n.d		0,60	0,61	
Market premium	9,1%	n.d		6,8%	6,9%	
Additional premium					1,9%	
<b>WACC</b>	<b>7,88%</b>	<b>7,80%</b>		<b>7,05%</b>	<b>9,07%</b>	<b>7,88%</b>
WACC TV		<b>8,50%</b>				

Si segnala che il Prof. Bastia ha penalizzato il flusso di cassa utilizzato per la determinazione del *Terminal Value* attraverso l'applicazione di un tasso maggiorato rispetto al tasso di attualizzazione "base".

Il grafico che segue mette a confronto i flussi di cassa operativi stimati dai diversi Periti e la stima del *Terminal Value* condotta da ciascuno di essi con riferimento a LINT.

Grafico 10: Flussi di cassa rilevanti stimati dai Periti con riferimento a LINT

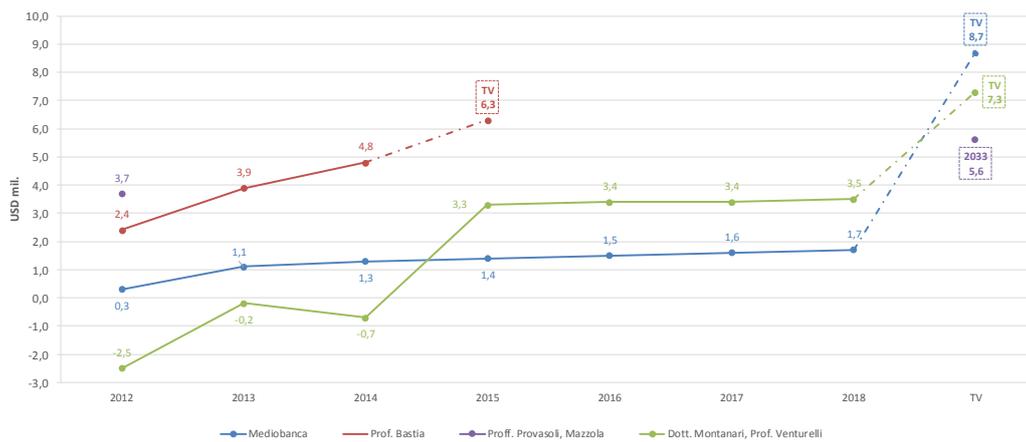
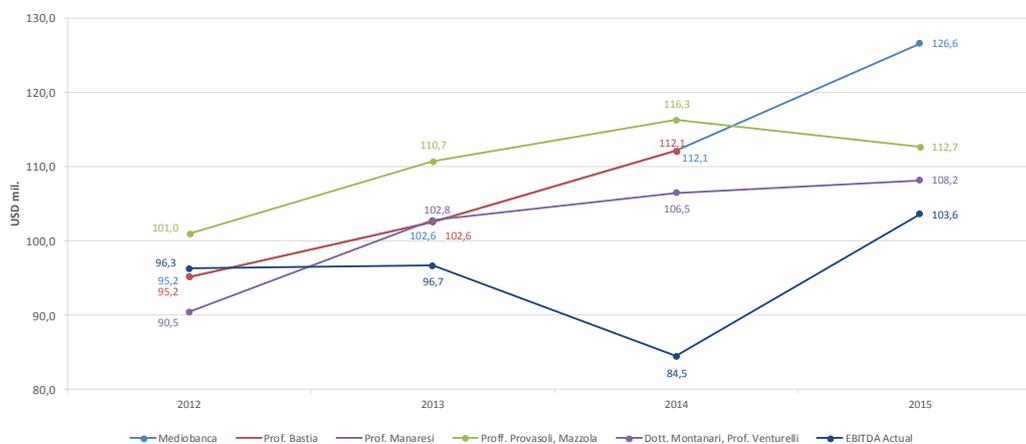


Grafico 11: EBITDA LAG+LINT stimati dai Periti e valori consuntivi



La tabella che segue mette a confronto i tassi di attualizzazione stimati dai diversi Periti con riferimento a LINT.

Più in dettaglio, i periti Mediobanca, Proff. Provasoli e Mazzola, Prof. Montanari e dott. Venturelli, hanno determinato i tassi di attualizzazione per LINT stimando il tasso di attualizzazione rispettivamente per le attività in USA, in Messico ed in Brasile ed hanno ponderato i risultati ottenuti prendendo come fattore di ponderazione "la *contribuzione al contribution margin nell'ultimo anno di piano*"<sup>26</sup> della società nei tre Paesi. Il perito Prof. Bastia non ha condotto una stima puntuale autonoma dei tassi di attualizzazione, impiegando quello stimato da Mediobanca per LAGFG, incrementandolo del 50%. Il perito Manaresi non ha stimato alcun tasso di attualizzazione non avendo fatto ricorso al metodo di mercato.

Tabella 7: Tassi di attualizzazione stimati dai Periti con riferimento a LINT

<sup>26</sup> Valutazione Mediobanca, Progetto Paloma II – considerazioni valutative, maggio 2012, pag. 47.





	Mediobanca	Prof. Bastia	Prof. Manaresi	Proff. Provasoli, Mazzola	Dott. Montanari, Prof. Venturelli	Prof. Massari
Risk Free USA	2,8%			3,0%	3,0%	
Beta relevered	0,56			0,60	0,61	
Market premium USA	9,1%			6,8%	6,9%	
Size premium USA	0,0%			3,0%	3,9%	
Ke USA	<b>7,88%</b>			<b>10,05%</b>	<b>11,08%</b>	
Risk Free Brasile	10,2%			3,0%	3,0%	
Market premium Brasile	4,3%			6,8%	6,9%	
Country Premium Brasile	0,0%			2,6%	2,6%	
Size premium Brasile				3,0%	3,9%	
Ke Brasile	<b>12,61%</b>			<b>12,68%</b>	<b>13,71%</b>	
Risk Free Messico	7,4%			3,0%	3,0%	
Market premium Messico	6,3%			6,8%	6,9%	
Country Premium Messico				2,3%	2,3%	
Size premium Messico	0,0%			3,0%	3,9%	
Ke Messico	<b>10,94%</b>			<b>12,31%</b>	<b>13,33%</b>	
Ponderazione USA	54,40%			54,40%	54,40%	
Ponderazione Brasile	37,70%			37,70%	37,70%	
Ponderazione Messico	7,90%			7,90%	7,90%	
Ke LINT	<b>9,91%</b>			<b>11,22%</b>	<b>12,25%</b>	
Rettifica	1,0%			0,0%	0,0%	
WACC LINT	<b>10,90%</b>	<b>11,70%</b>		<b>11,22%</b>	<b>12,25%</b>	<b>10,90%</b>

Dopo aver posto a raffronto i flussi di cassa rilevanti ed i tassi di attualizzazione stimati dai Periti con riferimento a LAG e LINT, di seguito si procede a rappresentare i valori dei multipli di Borsa ed i multipli di transazioni stimati dai Periti con riferimento a LAG e LINT.

Nella tabella che segue sono messi a confronto i multipli di Borsa stimati dai diversi Periti con riferimento a LAG e LINT

Il Prof. Bastia non ha fatto ricorso al metodo di mercato ed ha stimato il valore di LAG/LINT, come si è già avuto modo di osservare (par. 4.2.2.2 della presente Relazione) ricorrendo al solo metodo finanziario.

Il Prof. Massari non ha condotto un'autonoma stima del valore di LAG e di LINT bensì un'analisi volta a verificare l'evoluzione del valore di LAG nel tempo, in funzione dei risultati registrati a consuntivo dalla medesima, un'analisi comparativa dei multipli non rileva dunque nel caso di specie.

Occorre preliminarmente osservare che i periti che hanno fatto ricorso al metodo di mercato, segnatamente al metodo dei multipli di Borsa, non hanno impiegato *panel* del tutto sovrapponibili. Dei dieci concorrenti individuati dai periti solo tre: "Dean Food", "Glambia" e "Saputo" sono presenti in tutti i *panel*.

Mediobanca ha individuato un *panel* composto da otto concorrenti, il Prof. Manaresi ha stimato un *panel* di quattro concorrenti, i Proff. Provasoli e Mazzola hanno impiegato un *panel* di sette concorrenti ed il Dott. Montanari e la Prof. Venturelli hanno stimato un *panel* di cinque concorrenti.



Occorre evidenziare che anche a parità di concorrenti, i multipli stimati dai periti non sono identici.

Tabella 8: Multipli di Borsa stimati dai Periti con riferimento a LAG e LINT

Società	Mediobanca <sup>(1)</sup>	Prof. Bastia	Prof. Manaresi <sup>(2)</sup>	Proff. Provasoli, Mazzola <sup>(1)</sup>	Dott. Montanari, Prof. Venturelli <sup>(2)</sup>	Prof. Massari	Bloomberg
Ass. British Foods	✓ 8,5x		✗ -	✗ -	✗ -		✓ 8,3x
Bongrain	✗ -		✗ -	✓ 5,4x	✓ 4,2x		✓ 6,1x
Danone	✓ 10,6x		✗ -	✓ 11,4x	✗ -		✓ 12,8x
Dean Foods	✓ 8,7x		✓ 7,4x	✓ 7,5x	✓ 7,0x		✓ 9,5x
Emmi	✗ -		✗ -	✓ 6,3x	✓ 6,0x		✓ 6,2x
Glanbia	✓ 10,2x		✓ 8,8x	✓ 10,4x	✓ 9,4x		✓ 9,4x
Kraft Foods	✓ 11,4x		✓ 9,9x	✓ 12,1x	✗ -		✗ -
Nestlé	✓ 11,2x		✗ -	✗ -	✗ -		✓ 12,6x
Parmalat	✓ 3,6x		✓ 3,5x	✓ 5,4x	✓ 3,5x		✓ 6,9x
Saputo	✓ 10,8x		✓ 10,2x	✓ 11,0x	✓ 10,2x		✓ 12,6x
Unilever	✓ 11,3x		✗ -	✗ -	✗ -		✓ 10,2x

(1) EV/EBITDA 2011

(2) EV/EBITDA 2012

**Panel incluso "Parmalat"**

Media	9,6x	7,9x	8,7x	6,7x	9,5x
Mediana	10,6x	8,8x	9,0x	6,5x	9,5x
Numero	9	5	8	6	10
Max	11,4x	10,2x	12,1x	10,2x	12,8x
Min	3,6x	3,5x	5,4x	3,5x	6,1x

**Panel escluso "Parmalat"**

Media	10,3x	9,1x	9,2x	7,3x	9,8x
Mediana	10,7x	9,3x	10,4x	7,0x	9,5x
numero	8	4	7	5	9
Max	11,4x	10,2x	12,1x	10,2x	12,8x
Min	8,5x	7,4x	5,4x	4,2x	6,1x

Chi scrive ha voluto quindi condividere anche un'analisi terza rispetto ai Periti e alla Società, verificando quali fossero i valori dei multipli dei comparabili quotati (ed il valore dei multipli relativi al tempo dell'operazione) considerati dal *Data Provider* Bloomberg, al fine di riportare in un'ultima colonna i valori adottati da accreditati analisti. Bloomberg riporta valori medi pari a 9,5x e mediani altrettanto pari a 9,5x ma con scostamenti non trascurabili rispetto ai valori peritali finora utilizzati.

Nella tabella che segue sono messi a confronto i multipli di transazioni stimati dai diversi Periti con riferimento a LAG e LINT.

Occorre, segnalare preliminarmente che solo Mediobanca ed i Proff. Provasoli e Mazzola hanno fatto ricorso nelle loro stime al metodo dei multipli di transazioni. La tabella che segue, quindi, non riporta valori con riferimento agli altri periti.

Tabella 9: Multipli di transazioni stimati dai Periti con riferimento a LAG e LINT



Data	Bidder	Target	Mediobanca	Prof. Bastia	Prof. Manaresi	Proff. Provasoli, Mazzola	Dott. Montanari, Prof. Venturelli	Prof. Massari
06/02/2012	Mueller	Rober Wiseman	✓ 5,1x			✓ 5,1x		
26/04/2011	Groupe Lactalis	Parmalat SpA	✓ 8,3x			✓ 8,5x		
18/05/2011	General Mills Inc.	Yoplait SAS	✓ 10,9x			✓ 10,6x		
17/02/2011	Saputo Inc.	Fairmount Cheese	✓ 8,1x			✓ 7,9x		
16/12/2010	Yoplait SAS	Liberte Brands Products	n.d.			n.d.		
02/12/2010	Pepsico	Wimm-Bill-Dann	✓ 17,6x			✓ 16,2x		
24/11/2010	Danone	Yocream International	✓ 9,5x			✓ 9,5x		
01/06/2010	Danone	Unimilk	✗ -			✓ 10,5x		
21/05/2010	GS Capital Partners	Micheal Foods	✓ 7,9x			✗ -		
30/03/2010	Groupe Lactalis	Ebro Puleva dairy	✓ 9,4x			✓ 9,4x		
01/02/2010	Groupe Lactalis	Quesos Forlasa	✓ 10,5x			✓ 10,5x		
08/05/2009	Grupo Lala Sa De CY	National Dairy Holdings LI	n.d.			n.d.		
01/05/2009	Parmalat	National Foods	✗ -			✓ 8,0x		
27/03/2009	Yoplait SAS	Yoplait Dairy Crest	n.d.			n.d.		
22/10/2008	Saputo Inc.	Neilson Dairy	✓ 9,3x			✓ 9,3x		
25/08/2008	National Foods	Dairy Farmers	✓ 11,9x			✓ 11,9x		
31/01/2008	Agropur	Trega Foods Inc.	n.d.			n.d.		
29/01/2008	Saputo Inc.	Alto Dairy Cooperative	✓ 8,2x			✓ 8,2x		
28/12/2007	Kirin Holdings	National Foods	✓ 14,0x			✓ 14,0x		
01/11/2007	RussAgroprom	Nutritek Dairy Business	✗ -			n.d.		
01/11/2007	Fromagerie Bel	Boursin	✗ -			✓ 12,1x		
02/04/2007	The J.M. Smucker	Eagle Family Foods	✗ -			n.d.		
22/03/2007	Groupe Lactalis	Dukat Mlijecna Industrija	✓ 9,3x			✓ 9,3x		
06/03/2007	Lactalis American Group	Mozzarella Fresca	✓ 14,5x			✓ 14,5x		
21/02/2007	Saputo Inc.	Land O'Lakes	✓ 10,8x			✓ 10,5x		
22/01/2007	Arla Foods Amba	Arla Foods UK	✓ 10,2x			✓ 10,2x		

**Panel Mediobanca "originario"**

Media	9,0x	10,3x
Mediana	8,8x	9,9x
Numero	11	25
Max	17,6x	16,2x
Min	5,1x	5,1x

**Panel Mediobanca "finale"**

Media	10,6x	10,3x
Mediana	10,2x	9,9x
Numero	19	25
Max	17,6x	16,2x
Min	5,1x	5,1x

La tabella sopra indicata mostra la stima dei multipli EV/EBITDA per le singole transazioni comparabili prese in considerazione dai Periti. Le operazioni evidenziate in rosso non erano originariamente presenti nella versione preliminare della "fairness opinion" di Mediobanca e sono state incluse solamente in un secondo momento, anche a fronte di interlocuzioni con rappresentanti della Società<sup>27</sup>. È inoltre opportuno notare come due operazioni presenti nel campione iniziale, evidenziate in blu, siano state successivamente cancellate:

- L'acquisizione in data 21/05/2010 da parte di GS Capital Partners di Micheal Foods ad un multiplo EV/EBITDA di 7,9x;
- L'acquisizione in data 17/02/2011 da parte di Saputo Inc. di Fairmount Cheese e di DC Cheese Company ad un multiplo EV/EBITDA di 8,1x, transazione inclusa, invece, nel campione esaminato dai Proff. Provasoli e Mazzola.

<sup>27</sup> P.P. n. 6518/2012 R.G.N.R. – Annotazione di Polizia Giudiziaria riepilogativa, Guardia di Finanza - Nucleo di Polizia Tributaria Parma, 05 dicembre 2014.



Infine, occorre notare che alcune operazioni segnalate dai Proff. Provasoli e Mazzola non erano presenti nel campione predisposto da Mediobanca. In particolare si tratta dell'acquisizione in data 01/06/2010 da parte di Danone di Unimilk ad un multiplo di 10,5x, dell'acquisizione in data 01/05/2009 da parte di Parmalat di National Foods ad un multiplo di 8,0x, dell'acquisizione in data 01/11/2007 da parte di Fromagerie Bell di Boursin ad un multiplo di 12,1x.

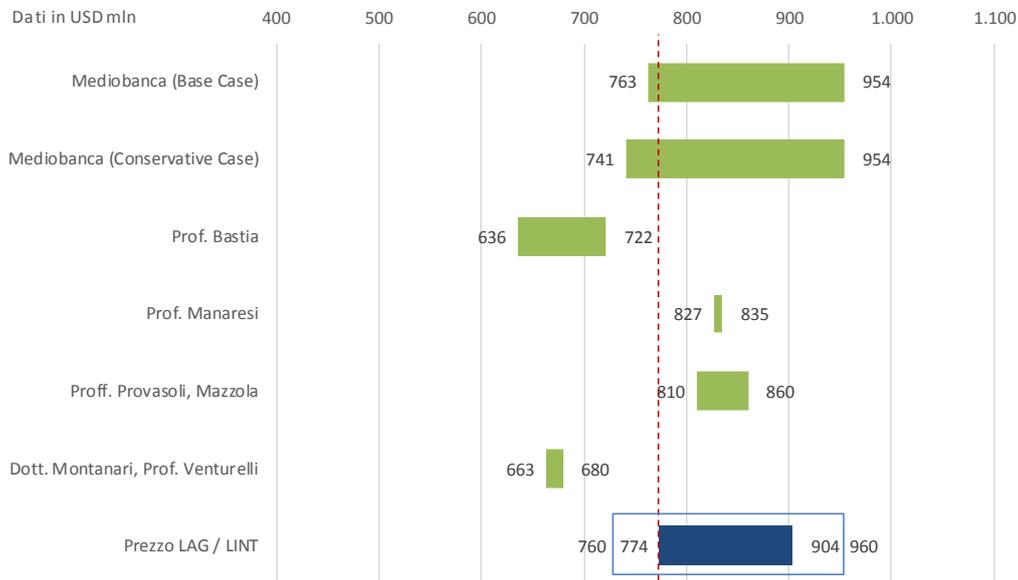
I valori della media e della mediana del paniere indicato da Mediobanca con riferimento al 2010, sono stati pari rispettivamente a 10,6x e 10,2x; tuttavia i medesimi multipli, in assenza delle rettifiche tra la prima e la seconda versione del paniere di Mediobanca sarebbero stati rispettivamente pari a 9,0x ed 8,8x. Se fossero stati applicati questi specifici moltiplicatori, il valore di LAG/LINT sarebbe risultato pari rispettivamente a 857 milioni USD (con uno scostamento negativo pari a -47 milioni USD rispetto al prezzo inizialmente stabilito di 904 milioni USD) ed a 838 milioni USD (con uno scostamento negativo pari a -66 milioni USD rispetto al prezzo inizialmente stabilito di 904 milioni USD).

Si segnala, infine, che i Proff. Provasoli e Mazzola hanno stimato un multiplo medio pari a 10,3x ed un multiplo mediano pari a 10,2x.

Sempre nel contesto delle proprie ulteriori analisi, chi scrive ha poi effettuato delle simulazioni, modificando i parametri riportati in precedenza ed utilizzati dai Periti, con lo scopo di rendere più omogenee (e dunque meno disperse) le ipotesi alla base dell'utilizzo dei diversi criteri. In particolare:

- sono state omogeneizzate le ipotesi relative alla considerazione dell'eventuale tasso di crescita previsto oltre il periodo di pianificazione esplicita (in particolare stimando nulli i tassi di crescita nel caso della valutazione Mediobanca e stimando rispettivamente pari a 1,5% per LAG ed a 2,5% per LINT nel caso della valutazione Bastia);
- è stato stimato pari a zero lo sconto applicato al valore dei multipli di Borsa o di transazioni comparabili nel caso della valutazione Manaresi;
- sono stati resi omogenei i campioni di aziende comparabili, includendo anche le società "Kraft" e "Danone" nel caso della valutazione Montanari e Venturelli;
- è stato eliminato l'extra premio sul costo del capitale nel caso della valutazione Montanari e Venturelli.

Grafico 12: Intervalli di valore di LAG/LINT a seguito delle simulazioni condotte



Il grafico sopra riportato mette in evidenza gli intervalli di valore delle stime condotte dai Periti sulla base delle simulazioni condotte.

In particolare, le stime condotte da:

- ◆ Mediobanca sarebbero risultate inferiori rispettivamente del -12% e del -5% relativamente all'estremo inferiore ed all'estremo superiore, ipotizzando un tasso di crescita di lungo termine nullo;
- ◆ Prof. Bastia sarebbero risultate tra il 15% ed il 31% superiori, ipotizzando un tasso di crescita di lungo termine pari a 1,5% per LAG ed a 2,5% per LINT;
- ◆ Dott. Manaresi sarebbero risultate superiori rispettivamente del 33% e del 15% relativamente all'estremo inferiore ed all'estremo superiore, ipotizzando di non applicare alcuno sconto addizionale al valore dei multipli stimati dal perito;
- ◆ Dott. Montanari e dalla Prof.ssa Venturelli sarebbero risultate tra il 29% ed il 32% superiori, ipotizzando di non applicare alcun premio addizionale sulla stima del tasso di attualizzazione e di non applicare alcuno sconto addizionale al valore dei multipli stimati dai periti.

Queste evidenze permettono di affermare che la stima del valore di LAG/LINT era fortemente dipendente dalla scelta dei criteri di valutazione adottati dai Periti, dalla stima del valore dei parametri rilevanti, segnatamente tasso di attualizzazione e multipli, e dalle scelte soggettive di ciascun valutatore in merito ad eventuali aggiustamenti sui valori dei parametri stimati.

Riguardo alla scelta dei criteri di valutazione adottati dai Periti occorre sottolineare che la migliore prassi professionale suggerisce di fare ricorso a più criteri di valutazione



contemporaneamente e di individuare *range* di valore sulla base degli intervalli di valore a cui conduce l'applicazione di ciascun criterio. Nel caso di specie Mediobanca ed i Proff. Provasoli e Mazzola hanno fatto ricorso al criterio finanziario, al criterio dei multipli di Borsa ed al criterio dei multipli di transazioni comparabili; diversamente, il Prof. Bastia ha fatto ricorso al solo metodo finanziario ed il Prof. Manaresi ha fatto ricorso al solo metodo dei multipli di Borsa, mentre il dott. Montanari e la Prof. Venturelli hanno impiegato il metodo finanziario ed il metodo dei multipli di Borsa.

Riguardo la stima dei parametri rilevanti, segnatamente il tasso di attualizzazione ed il valore dei multipli, il confronto rappresentato alle pagine precedenti permette di affermare che:

- ◆ relativamente alla stima del tasso di attualizzazione, i) con riferimento a LAG, il tasso di attualizzazione oscilla tra il 7,05% stimato dai Proff. Provasoli e Mazzola ed il 9,07% stimato dal Dott. Montanari e dalla Prof. Venturelli, posizionando in misura baricentrica il valore del 7,8% stimato dal Prof. Bastia ed il 7,88% stimato da Mediobanca, ii) con riferimento a LINT, il tasso di attualizzazione oscilla tra il 10,90% stimato da Mediobanca ed il 12,25% stimato dal Dott. Montanari e dalla Prof. Venturelli, mentre il valore stimato dai Proff. Provasoli e Mazzola pari all'11,22% e quello dell'11,70% stimato dal Prof. Bastia si pongono in posizione centrale;
- ◆ relativamente alla stima dei multipli di Borsa, focalizzando l'attenzione: i) sul valore mediano del multiplo EV/EBITDA, rappresentando la mediana un indicatore non distorto del campione di valori osservati (in particolare in caso di una popolazione statistica assai poco numerosa, come quella in esame), calcolato ii) con un paniere in cui Parmalat stessa risulta non inclusa, il multiplo oscilla tra un estremo inferiore pari a 8,2x stimato dal Dott. Montanari e dalla Prof.ssa Venturelli ed il 10,7x stimato da Mediobanca, mentre i Proff. Provasoli e Mazzola ed il Prof. Manaresi hanno stimato rispettivamente un multiplo pari a 10,4x e 9,3x.

Fatta eccezione per la valutazione Montanari Venturelli, tutte le stime riportate conducono a valori mediani superiori al valore di 8,7x, multiplo implicito nel prezzo pagato da Lactalis, nel 2011, in sede di offerta pubblica di acquisto volontaria sul capitale di Parmalat. Il valore di 9,5x, multiplo implicito nel prezzo di 904 milioni USD proposto per l'acquisto di LAG/LINT da parte di Parmalat rientra nell'intervallo di valori stimati dalla maggioranza dei Periti.

Riguardo alle scelte soggettive di ciascun valutatore in merito agli aggiustamenti sui valori dei parametri stimati, segnatamente: i) l'inclusione di tassi di crescita oltre l'orizzonte di pianificazione esplicita, condotta da Mediobanca, ii) la mancata considerazione, al contrario, di detti tassi, condotta dal Prof. Bastia, iii) lo sconto sul valore dei multipli di Borsa, condotto dal Prof. Manaresi e iv) il premio per il rischio addizionale e lo sconto sui multipli di Borsa condotti dal Dott. Montanari e dalla Prof.ssa Venturelli, rappresentano tipici aggiustamenti che ciascun valutatore, nella propria autonomia può compiere. Per altro i periti che hanno effettuato aggiustamenti hanno di solito argomentato le proprie scelte anche ricorrendo, citandola, a varia letteratura in materia. Non si può, quindi, in astratto considerare corretta o, al contrario, erronea ciascuna scelta condotta dai Periti in termini di aggiustamento da loro condotto sulla stima dei parametri rilevanti al fine della stima del valore di LAG/LINT.



Unitamente a quello delle sinergie, altro tema evidenziato da Amber nella propria denuncia attiene alla circostanza che a ridosso della formalizzazione del contratto di acquisto di LAG/LINT, sia stata ridotta dagli originari quaranta a venti anni la durata dei contratti di licenza dei marchi globali "President" e "Galbani" e di distribuzione dei prodotti Lactalis sul mercato americano ("Contratti").

Questa circostanza potenzialmente ha un impatto sul valore di LAG/LINT e dunque sul prezzo di acquisizione.

Occorre precisare, però, che i Periti hanno tenuto conto di questo cambio di scenario nelle proprie analisi e valutazioni ed in alcuni casi ne hanno stimato gli effetti sul valore.

In particolare, nella valutazione Bastia il tema è stato considerato attraverso *"una maggiorazione (10% circa) del wacc rispetto a quello adottato nella negoziazione, nella misura dunque dell' 8,50%, tenendo conto del rischio connesso con la rinegoziazione del contratto di licenza, al termine della durata ventennale"*. Il perito ha dunque incrementato il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima del *Terminal Value* utilizzando un tasso pari all'8,50% in luogo del tasso pari al 7,8% impiegato per stimare il valore dei flussi di cassa operativi del Piano. In assenza della rettifica al tasso di attualizzazione, il valore del *Terminal Value* di LAG risulterebbe pari a 429,7 milioni USD con una differenza pari a 35,3 milioni USD rispetto al valore stimato dal perito.

Anche la valutazione Manaresi, affronta la tematica dei Contratti, in particolare quando si riferisce alla scelta metodologica di Mediobanca di *"utilizzare un terminal value, e dunque una componente del valore che incorpora un'ipotesi di continuazione dell'attività aziendale (ipotesi di going concern), contro un'ipotesi di semplice liquidazione delle attività aziendali (ipotesi di liquidazione)"*. In particolare, nella valutazione viene affermato come sia poco plausibile da un punto di vista aziendale che: *"sia la concessione in distribuzione dei prodotti con marchi di Lactalis nel continente americano, sia la concessione in licenza dei marchi Galbani e President per la produzione e vendita dei prodotti caseari nello stesso mercato, stipulate contestualmente all'operazione di compravendita, abbiano durata ventennale (prorogabile per ulteriori cinque anni alla scadenza), e dunque per definizione non infinita"*. Il perito ha anche proceduto ad una stima dell'effetto dell'eventuale mancato rinnovo dei Contratti, ipotizzando che:

- il fatturato ritraibile dalla commercializzazione dei prodotti derivanti da marchi in licenza ammonti al 45% delle vendite complessive di LAG";
- vi sia ad esempio una probabilità del 20%, assegnata all'evento in cui Lactalis non dovesse rinnovare la licenza in capo a Parmalat;
- il fatturato in precedenza ritraibile dalla commercializzazione dei prodotti in licenza scenda drasticamente a zero (il che, a sua volta, significa assumere che Parmalat nei vent'anni in cui si è mantenuta licenziataria di tali marchi non sia stata in grado - nemmeno parzialmente - di procedere alla sostituzione del fatturato e della marginalità riveniente da tali licenze con nuovi e propri prodotti).

Sulla base di queste ipotesi il perito ha stimato che *"il valore di LAG risulterebbe pari a USD 789 milioni contro il valore calcolato da Mediobanca di USD 814 milioni nel caso base"*. Dunque, l'eventuale mancato rinnovo stimato da Manaresi avrebbe un effetto di 25 milioni USD sul valore di LAG (ovvero pari al 3,1% del valore base stimato da Mediobanca, come indicato dal perito). Il perito ha poi concluso che: *"Si tratta di due*



*valori vicini, alla luce anche del fatto che è possibile che Parmalat nel corso del periodo in cui permane licenziataria dei marchi di proprietà del gruppo Lactalis proceda a innovazioni, anche rilevanti, di prodotto e che quindi almeno parzialmente compensi la potenziale riduzione di fatturato. Ciò detto, sembra comunque ragionevole supporre che l'evento sopra descritto non abbia a verificarsi, stante la struttura proprietaria attuale del gruppo".*

Anche la valutazione Provasoli Mazzola affronta il tema dei Contratti e dell'eventuale loro mancato rinnovo. In particolare i periti fanno loro la considerazione di Boston Consulting Group (d'ora in avanti "BCG") secondo la quale: *"La probabilità di mancato rinnovo dei contratti al termine dei venti anni previsti, seppur non nulla, è ritenuta comunque minima a causa degli elevati, e progressivamente crescenti, costi di transizione (switching costs) che tale evento genererebbe per Lactalis Group"*. Anche i periti hanno stimato l'effetto dell'ipotetico mancato rinnovo dei Contratti, stimandone il valore in misura pari a 11 milioni USD <sup>28</sup>.

Anche la valutazione Montanari Venturelli affronta il tema dei Contratti e dell'eventuale loro mancato rinnovo. In particolare i periti analizzano criticamente la valutazione Provasoli Mazzola ed affermano che: *"il cumularsi di assunzioni soggettive presenti nel procedimento proposto nella relazione dei Proff. Provasoli e Mazzola lo rendono, seppure impeccabile sul piano logico, estremamente arbitrario sul piano valutativo. Ogni assunzione infatti si somma con le altre aumentando geometricamente il margine di errore. Non è possibile infatti ad oggi conoscere, e forse neppure stimare in modo attendibile, la quota di vendite di prodotti brandizzati, così come la probabilità che il contratto non venga rinnovato, oppure lo sia a condizioni peggiori; inoltre anche la stima del potenziale danno è una valutazione del tutto arbitraria"*.

La riduzione della durata dei Contratti ed i suoi effetti sul valore di LAG / LINT sono già stati analizzati dai Periti e da BCG nella propria relazione. Ripercorrendo le analisi svolte dai Periti e da BCG si può affermare che la riduzione della durata dei Contratti non abbia modificato in maniera rilevante la stima del valore di LAG/LINT e dunque la "ragionevolezza" del valore.

Tuttavia, sotto il profilo dell'equilibrio nella relazione tra le parti, non sarebbe stato insensato richiedere un aggiustamento in riduzione del prezzo, che tenesse conto della contrazione della durata dei Contratti.

#### **4.2.5. CONCLUSIONI**

Chi scrive ha analizzato le valutazioni condotte dai Periti, i criteri di valutazione da loro adottati, i parametri impiegati ed in particolare i tassi di attualizzazione, i multipli di Borsa ed i multipli di transazioni comparabili e gli eventuali tassi di crescita applicati per stimare le variabili di lungo periodo (il *Terminal Value*).

Dalle analisi condotte è possibile affermare che il prezzo corrisposto per l'acquisizione di LAG/LINT non sia irragionevole.

Sempre dalle analisi svolte è emerso che, qualora il prezzo per LAG/LINT fosse stato stimato ricorrendo al multiplo adottato da Lactalis per l'acquisto di Parmalat, così come

---

<sup>28</sup> Valuazione Provasoli Mazzola, pag. 96.



indicato nel Documento di Offerta, pari a 8,7x, per il 2010, il moltiplicatore sarebbe risultato inferiore al valore di 9,5x stimato da Mediobanca.

Infine, ed esclusivamente con riferimento ai multipli di transazioni, se il paniere inizialmente predisposto da Mediobanca non fosse cambiato rispetto a quello inizialmente proposto, il valore di LAG/LINT sarebbe risultato pari rispettivamente a 857 milioni USD (media) ed a 838 milioni USD (mediana).

## **5. SPESE DI MARKETING**

Ulteriore censura di Amber ha avuto ad oggetto le spese di *marketing* della Società, nello specifico con riferimento al 2012.

La denuncia di Amber, infatti, fa riferimento anche al taglio delle spese di *marketing* ed alla circostanza che il *management* di Parmalat avrebbe agito in danno della Società stessa tagliando, nell'esercizio 2012, le spese di *marketing* correnti del gruppo LAG e cercando al contempo di mantenere un EBITDA in linea con le previsioni poste a base della determinazione del prezzo dell'acquisizione di LAG/LINT al fine di evitare che Lactalis dovesse corrispondere un saldo negativo al prezzo corrisposto da Parmalat.

Amber ritiene inoltre che tale azione avrebbe pregiudicato la redditività futura di LAG.

Chi scrive ha ricevuto incarico dal Collegio Sindacale di Parmalat di analizzare motivazioni e conseguenze della riduzione delle spese di *marketing* per supportarlo nella propria attività di accertamento dell'eventuale fondatezza dei fatti oggetto di denuncia.

### **5.1.1. SINTESI DELLE ANALISI CONDOTTE DAGLI ESPERTI**

Chi scrive nello svolgimento della propria analisi ha anzitutto analizzato i risultati rassegnati dai consulenti incaricati da Parmalat e che si sono espressi, nello specifico, sul tema. In particolare si fa riferimento:

- ◆ al Parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. De Nova, in data 28 marzo 2013;
- ◆ al Parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. Rossi, in data 02 aprile 2013;
- ◆ alla relazione "*Le politiche di marketing di LAG: le condotte nel triennio 2009 – 2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012*" rilasciata dal Prof. Pellegrini, in data 24 aprile 2013;
- ◆ alla "*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*", rilasciata dai Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti, in data 30 aprile 2013.

Di seguito vengono, sinteticamente riportati l'oggetto del quesito/incarico affidato a ciascuno dei consulenti (d'ora in avanti congiuntamente "Esperti") sopraindicati e le conclusioni a cui gli stessi sono pervenuti.

Il Prof. De Nova è stato incaricato di esprimere "*quale sia la interpretazione e quali gli effetti della clausola 2.25 del Share Purchase Agreement sottoscritto in data 29 maggio*



*2012 tra Parmalat S.p.A., da una parte, e B.S.A. S.A. Groupe Lactalis S.A., BSA International S.A., dall'altra e quali tutele detta clausola offre con riferimento agli interessi di Parmalat S.p.A. nella sua posizione di acquirente".*

Il Prof. De Nova, in data 28 marzo 2013, ha consegnato la propria relazione. Le sue conclusioni sono così riassumibili:

- ◆ la clausola 2.2.5 del contratto doveva essere interpretata nel senso che le parti hanno voluto vincolare i venditori a che le spese di *marketing* venissero mantenute in linea con quanto previsto nel *business plan* e comunque in linea con l'"*ordinary course of business*" e le "*best management practices*";
- ◆ nell'assunzione che l'importo effettivo delle spese di *marketing* del 2012 sia risultato non solo inferiore al dato di *budget* ma anche non conforme all'"*ordinary course of business*" ed alle "*best management practices*", la clausola 2.2.5 del contratto tutelava Parmalat ed occorreva applicare il "*Price Adjustment*", rideterminando l'EBITDA sostituendo l'importo delle spese di *marketing* effettivamente sostenute nel 2012 con l'importo, maggiore, delle spese di *marketing* determinate secondo i parametri indicati nella clausola 2.2.5 del contratto. La rettifica dell'EBITDA avrebbe determinato una rettifica di prezzo a favore di Parmalat e la restituzione da parte del venditore di una parte del prezzo di 904 milioni USD.

Il Prof. Rossi è stato incaricato di esprimere un parere *pro veritate* in ordine alla interpretazione della clausola 2.2.5 che recitava: "*For the purpose of this Clause 2.2 and Clause 2.3 below, The Parties acknowledge and agree that marketing expenses shall be carried out in accordance with the Business Plan or, in any case, in the ordinary course of business and in accordance with the best management practices*".

Il Prof. Rossi, in data 2 aprile 2013, ha consegnato la propria relazione concludendo che: "*la differenza tra le spese di marketing contenute nel business plan e quelle effettivamente sostenute nel corso del 2012, doveva essere moltiplicata per il multiplo contrattualmente stabilito (pari a 9,5x) a meno che non fossero stati individuati motivi che, anche solo parzialmente, potessero essere giustificati sulla base dell'"ordinary course of business" e delle "best management practices*".

Il Prof. Rossi, ha inoltre indicato che: "*considerato il tempo del trasferimento (luglio 2012) e la circostanza che il management delle società acquisite è rimasto il medesimo, l'andamento dell'esercizio 2012 è ancora influenzato dalle decisioni prese dal Venditore, tra le quali non fanno eccezione le politiche di marketing*".

Il Prof. Pellegrini è stato incaricato dal collegio degli esperti indipendenti, Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti (a loro volta incaricati dal Comitato per il Controllo Interno e dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat), di analizzare:

- ◆ le politiche di *marketing* delle imprese che operano, come LAG, nel settore del largo consumo confezionato, con particolare riferimento al mercato nord americano e al loro grado di discrezionalità in relazione: i) alle previsioni di *business plan* e l'allocatione delle spese di *marketing*; ii) alla modifica del contesto di riferimento;
- ◆ le condotte di LAG in merito alle spese di *marketing* 2012, con particolare riferimento agli scostamenti tra previsione in fase di *business plan* e comportamenti effettivi.



Il Prof. Pellegrini, in data 24 aprile 2013, ha consegnato la propria relazione concludendo che:

- ◆ LAG ha definito un piano di sviluppo per il triennio 2012 – 2014 molto ambizioso che prevedeva un riposizionamento dei prodotti in portafoglio, fondata sui due principali marchi "Galbani" e "President", da realizzarsi attraverso un incremento molto consistente delle spese di *marketing*, incremento in gran parte da attribuire ai costi di comunicazione;
- ◆ i dati a consuntivo 2012 mostravano che gli obiettivi del piano 2012 – 2014 non erano stati raggiunti;
- ◆ nel mutato scenario di mercato, i marchi LAG non erano sufficientemente forti per reggere i differenziali con l'offerta dei concorrenti e con le marche commerciali e necessitavano di essere rafforzati, proprio come previsto nel piano 2012 – 2014;
- ◆ la riduzione delle spese di *marketing* sarebbe dovuta essere attribuita non tanto allo sfavorevole contesto di mercato, quanto, in larga parte, ad una mancata o a una mal pianificata esecuzione di quanto previsto nel *business plan*, con l'obiettivo di "*preserve margins and cash flows*";
- ◆ l'obiettivo di "*preserve margins and cash flows*" è ragionevole ma sarebbe dovuto essere stato interpretato a partire dagli impegni presi con il *business plan* e dunque in un percorso di rafforzamento delle marche di LAG;
- ◆ il profilo sfavorevole dell'EBITDA nei primi due trimestri del 2012, in condizioni di mercato migliori di quelle che si sarebbero verificate nei due trimestri successivi, almeno per quanto riguarda il prezzo del latte, rafforza l'impressione che le spese di *marketing* fossero state sacrificate agli obiettivi di marginalità;
- ◆ se il piano era davvero di svolta, il ritorno all'"*ordinary course of business*" del triennio precedente ne costituisce una parziale smentita e la necessità di "*preserve margins and cash flows*" non costituisce un'adeguata giustificazione a posporlo nel futuro. In presenza di un *business plan* vincolante l'"*ordinary course of business*" doveva essere inteso in rapporto alla sua realizzazione e alla nuova configurazione strategica con esso immaginata;
- ◆ l'aver rimandato le spese di *marketing* previste nel *business plan* ha comportato, rispetto a quest'ultimo, una modifica del rapporto tra investimento e spesa corrente.

I Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti sono stati incaricati di valutare, anche analizzando il lavoro svolto da PriceWaterhouseCoopers Spa<sup>29</sup>, se lo scostamento in negativo rispetto al *business plan* delle spese di *marketing*, quali risultanti dai dati consuntivi per l'esercizio 2012, rientrasse nell'ambito dell'"*ordinary course of business*" e delle "*best management practices*", così come indicati nella clausola 2.2.5 del contratto e fosse, anche rispetto agli esercizi futuri, giustificato e coerente rispetto alle pattuizioni del contratto, ovvero abbia dato diritto a Parmalat di richiedere a LAG il pagamento di un

---

<sup>29</sup> PriceWaterhouseCoopers Spa ("PWC") ha svolto un'analisi delle componenti di revisione del prezzo di acquisizione di LAG/LINT relativamente al *Purchase Price Calculation Certificate* rilasciato da LAG in ottemperanza del contratto di acquisizione.



importo per un aggiustamento di prezzo, in applicazione dei criteri previsti dall'art- 2.3 del contratto stesso.

I Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti, in data 30 aprile 2013, hanno consegnato la loro relazione, concludendo che:

- ◆ la formulazione del *business plan* relativo alle entità acquisite da Parmalat conteneva chiare indicazioni in merito agli obiettivi da raggiungere già a partire dal 2012 relativamente alla nuova politica commerciale e di valorizzazione dei marchi aziendali, concentrata prevalentemente su investimenti in comunicazione;
- ◆ tale strategia rappresentava un forte e caratterizzante elemento di discontinuità gestionale rispetto al passato che avrebbe dovuto garantire la creazione di valore in linea con le aspettative di Parmalat;
- ◆ l'esercizio 2012 doveva rappresentare il momento cruciale di avvio ed implementazione delle politiche di sostegno dei *Brand*, con conseguente previsione di incremento dei risultati economici dell'azienda, da tale esercizio in avanti. Invece, gli scostamenti tra *budget* e consuntivo, in merito alle spese di *marketing* sono risultati accentuati in negativo e dal secondo semestre 2012;
- ◆ le spese di *marketing* nel caso di specie dovevano essere considerate quali investimenti, ovvero tipici elementi di costi sostenuti per mantenere il valore aziendale nel breve e nel lungo periodo, che non esauriscono la loro funzione di supporto momentaneo della domanda di mercato.

I Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti hanno infine concluso la propria relazione, esprimendo la loro opinione in merito al valore di LAG/LINT, affermando che il valore dell'*Enterprise Value* di LAG/LINT al 30 dicembre 2012 doveva attestarsi in un intorno di "poco meno di USD 770 milioni".<sup>30</sup>

### **5.1.2. ANALISI SPESE DI MARKETING**

Parmalat, su richiesta del Collegio Sindacale ha inoltre predisposto un'analisi<sup>31</sup> dei volumi di vendita e dei ricavi di LAG per il periodo 2009 – 2015, nonché delle spese di *marketing* sostenute da LAG nel medesimo periodo.<sup>32</sup>

In sintesi, la Società con riferimento all'andamento dei volumi di vendita e dei ricavi di LAG nel periodo 2009 – 2015 ha sottolineato come questi siano cresciuti nel periodo 2009 -2015 nonostante un andamento sfavorevole del costo del latte, considerata la principale materia prima dei prodotti di LAG e principale *driver* della redditività delle aziende che operano nel settore merceologico di LAG.

---

<sup>30</sup> I Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti sono stati incaricati di redigere una "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" e non hanno condotto un'autonoma stima del valore di LAG/LINT o effettuato approfondimenti specifici.

<sup>31</sup> Redatta il 15 aprile 2016.

<sup>32</sup> I valori stimati non coincidono con il *business plan* utilizzato da Mediobanca; essendo stati forniti dalla Società, nel presente capitolo si farà, tuttavia riferimento a detti valori ed ai corrispondenti valori consntivi registrati dalla Società.



Tabella 10: Ricavi e volumi LAG 2009 – 2015

		2012	2013	2014	2015		
<b>LAG</b>							
Ricavi	E	981.563	1.019.187	1.014.388	1.085.487		
Ricavi	A	917.467	945.677	1.050.402	974.182		
		-64.096	-6,5%	-73.510	-7,2%	36.015	3,6%
						-111.305	-10,3%
Latte (volumi)	E	506.751	517.113	523.543	524.851		
Latte (volumi)	A	490.101	484.734	498.353	537.061		
		-16.650	-3,3%	-32.379	-6,3%	-25.191	-4,8%
						12.210	2,3%
Formaggio (volumi)	E	363.959	401.317	401.873	403.712		
Formaggio (volumi)	A	362.293	377.823	387.098	407.178		
		-1.666	-0,5%	-23.494	-5,9%	-14.775	-3,7%
						3.466	0,9%

Valori in USD migliaia

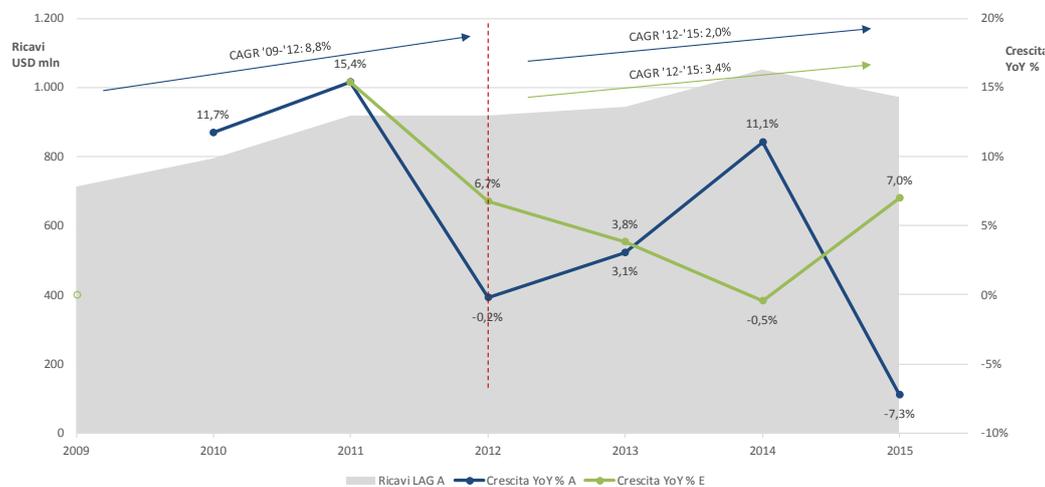
E = Valore stimato

A = valore consuntivo

Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Il prezzo del latte ha registrato un *trend* di crescita che ha toccato un primo picco nel 2011 pari a USD/cwt<sup>33</sup> 18,4, continuando a crescere in maniera, a detta della Società, non prevedibile, e raggiungendo un valore massimo pari a USD/cwt 22,3 nel 2014; contro una previsione del *business plan* stabile e pari a USD/cwt 17,2.

Grafico 13: Ricavi LAG e tassi di crescita 2009 - 2015

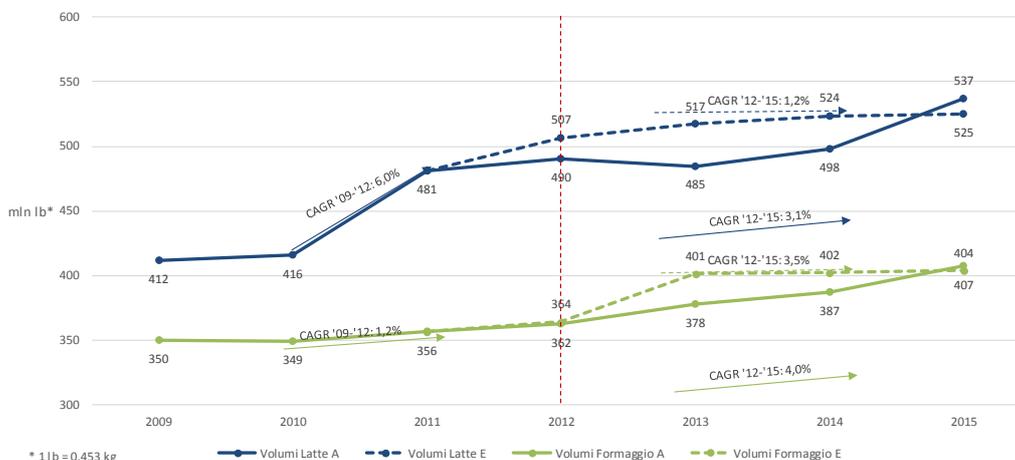


Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

<sup>33</sup> Cwt è l'abbreviazione di *Hundredweight* o *Centum Weight*. Si tratta di un'unità di misura di massa e di un multiplo della libbra (lb). La definizione britannica è diversa da quella nordamericana: per distinguerle si parla di *Long Hundredweight* e di *Short Hundredweight*: i) un (*long*) *hundredweight* (britannico) è definito pari a 112 lb, equivalenti a 50,802345 kg, ii) uno (*short*) *hundredweight* (statunitense) è definito pari a 100 lb, equivalenti a 45,359237 kg.



Grafico 14: Volumi di vendita LAG e tassi di crescita 2009 – 2015



Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Tale dinamica avrebbe avuto un impatto sull'andamento del mercato (caratterizzato da una crescita dei volumi inferiore alle aspettative in ragione degli inevitabili incrementi di prezzo del prodotto finito indotti dall'incremento del prezzo della principale materia prima) e, in secondo luogo, sul dimensionamento delle spese di *marketing*.

A detta di Parmalat, in presenza di forti crescite del prezzo della materia prima, le imprese del settore, LAG compresa, avrebbero fatto ricorso ad una riduzione delle spese di *marketing* come leva di difesa della redditività e sarebbero state costrette ad agire sulla leva del prezzo, praticando sconti, per evitare di perdere quote di mercato.

La Società ha poi descritto l'andamento delle spese di *marketing* nel periodo 2009 – 2015, mettendo in evidenza i valori stimati ed i valori consuntivi, suddividendole per le tipologie di spesa.

In relazione agli scostamenti tra previsioni e consuntivi delle spese di *marketing*, il confronto dei grafici n. 15 e n. 16, permette di osservare che anche nel 2010 e nel 2011, ovvero precedentemente all'acquisizione di LAG, esistevano significativi differenziali, con consuntivi sensibilmente inferiori alle previsioni.



Tabella 11: Spese di *marketing* di budget e consuntive LAG 2009 - 2015

		2012	2013	2014	2015				
<b>Spese di marketing</b>									
<i>Advertising</i>	E	17.910	47,7%	17.539	48,2%	17.064	59,8%	14.516	63,1%
<i>Advertising</i>	A	9.851	39,5%	13.688	57,7%	9.107	55,1%	13.718	65,9%
		-8.059	-45,0%	-3.851	-22,0%	-7.957	-46,6%	-798	-5,5%
<i>Consumer promotion</i>	E	13.015	34,7%	14.005	38,5%	7.240	25,4%	5.159	22,4%
<i>Consumer promotion</i>	A	11.978	48,0%	5.980	25,2%	4.653	28,1%	4.280	20,5%
		-1.037	-8,0%	-8.026	-57,3%	-2.587	-35,7%	-879	-17,0%
<i>Market Research</i>	E	3.382	9,0%	2.245	6,2%	1.800	6,3%	1.502	6,5%
<i>Market Research</i>	A	1.304	5,2%	1.592	6,7%	1.079	6,5%	1.055	5,1%
		-2.079	-61,5%	-652	-29,1%	-721	-40,1%	-447	-29,8%
<i>Packaging</i>	E	3.223	8,6%	2.599	7,1%	2.433	8,5%	1.811	7,9%
<i>Packaging</i>	A	1.825	7,3%	2.467	10,4%	1.703	10,3%	1.776	8,5%
		-1.397	-43,4%	-132	-5,1%	-730	-30,0%	-36	-2,0%
<i>Medical Communication</i>	E		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
<i>Medical Communication</i>	A		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
<i>Sensory Profiling</i>	E		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
<i>Sensory Profiling</i>	A		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Totale spese di <i>marketing</i>	E	37.530	100,0%	36.388	100,0%	28.536	100,0%	22.988	100,0%
Totale spese di <i>marketing</i>	A	24.957	100,0%	23.727	100,0%	16.541	100,0%	20.828	100,0%
		-12.573	-33,5%	-12.660	-34,8%	-11.995	-42,0%	-2.159	-9,4%

Valori in USD migliaia

E = Valore stimato

A = valore consuntivo

Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Secondo Parmalat<sup>34</sup> nel periodo 2009 – 2015 sono stati realizzati gli obiettivi della strategia complessiva di *marketing* di LAG ed in particolare:

- ◆ sarebbe stata completata la migrazione al *Brand Galbani*;
- ◆ le spese di *marketing* sarebbero state fortemente orientate verso la leva *Advertising* rispetto alla leva *Consumer Promotion*.

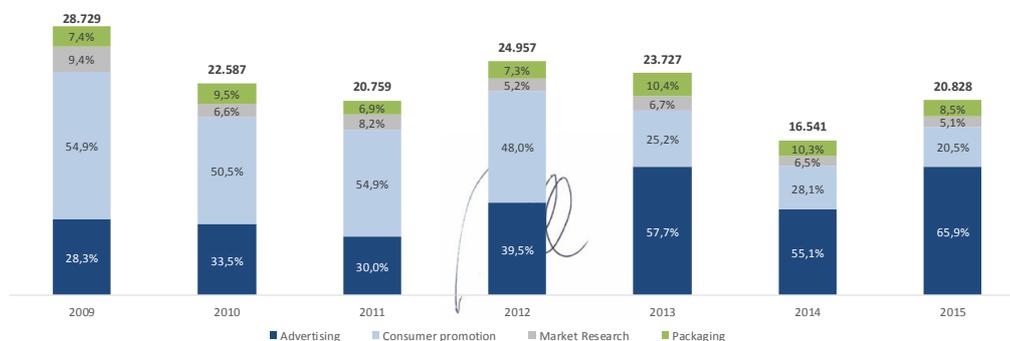
La Società continua sostenendo che questi risultati sarebbero stati raggiunti con livelli di spesa consuntivi inferiori rispetto alle previsioni in conseguenza:

- ◆ della dinamica del prezzo della materia prima che ha influito negativamente sull'entità degli investimenti per l'intero mercato;
- ◆ del parziale affinamento della strategia di comunicazione;
- ◆ della tempistica necessaria più lunga per il completamento della migrazione verso il *Brand Galbani*.

<sup>34</sup> Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009 – 2015, nonché delle spese di marketing sostenute dalla medesima LAG per lo stesso periodo", 15 aprile 2016.

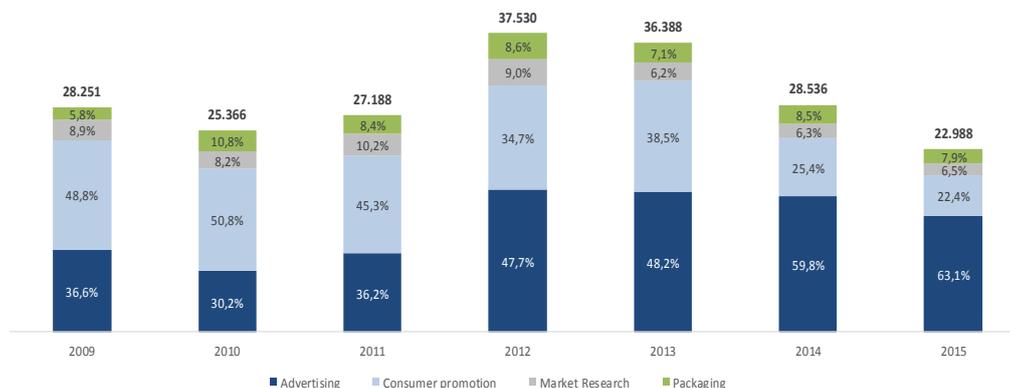


Grafico 15: *Breakdown* spese di *marketing* LAG - consuntivo



Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Grafico 16: *Breakdown* spese di *marketing* LAG - previsioni



Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

La Società ha inoltre affermato che, con riferimento al 2015, le spese di *marketing* (in particolare per il segmento *Diary*) sarebbero risultate in linea con il *budget* e che, sempre nel 2015, oltre ad essere stata completata la migrazione dei *Brand*, sarebbero stati ottenuti i migliori risultati della storia di LAG in termini di EBITDA e di volumi venduti. Inoltre Parmalat sostiene che, se è vero che gran parte di questi risultati sarebbe stata legata all'andamento favorevole del prezzo del latte, essi deriverebbero dalla progressiva implementazione del piano di *Brand migration* e dal raggiungimento della *Brand awareness* per Galbani.

Infine, la Società ha ritenuto di non poter svolgere alcuna analisi della redditività delle spese di *marketing* in quanto questa tematica comporterebbe, secondo gli esperti del settore, eccessivi livelli di discrezionalità.



Tabella 12: Ricavi, EBITDA, spese di *marketing* LAG/LINT 2012 - 2015

		2012	2013	2014	2015		
LAG/LINT							
Ricavi	E	1.061,8	1.146,8	1.263,7	1.282,7		
Ricavi	A	973,4	1.016,0	1.117,6	1.052,2		
		-88,4	-8,3%	-130,8	-11,4%	-146,1	-11,6%
						-230,5	-18,0%
EBITDA	E	95,2	102,7	112,1	113,7		
EBITDA	A	96,3	96,7	84,5	103,6		
		1,1	1,2%	-6,0	-5,8%	-27,6	-24,6%
						-10,1	-8,9%
Totale spese di <i>marketing</i>	E	37,5	36,4	28,5	23,0		
Totale spese di <i>marketing</i>	A	25,0	23,7	16,5	20,8		
		-12,6	-33,5%	-12,7	-34,8%	-12,0	-42,0%
						-2,2	-9,4%
Costi di marketing/Ricavi	E	3,5%	3,2%	2,3%	1,8%		
Costi di marketing/Ricavi	A	2,6%	2,3%	1,5%	2,0%		

Nel grafico di seguito riportato viene indicato l'andamento dell'EBITDA espresso in misura percentuale rispetto ai ricavi di vendita per il periodo 2012 – 2015, sia con riferimento ai dati previsionali che ai valori effettivamente realizzati.

Il grafico riporta anche l'andamento delle spese di *marketing*, nel medesimo arco temporale, sempre con riferimento ai valori consuntivi ed ai dati previsionali.

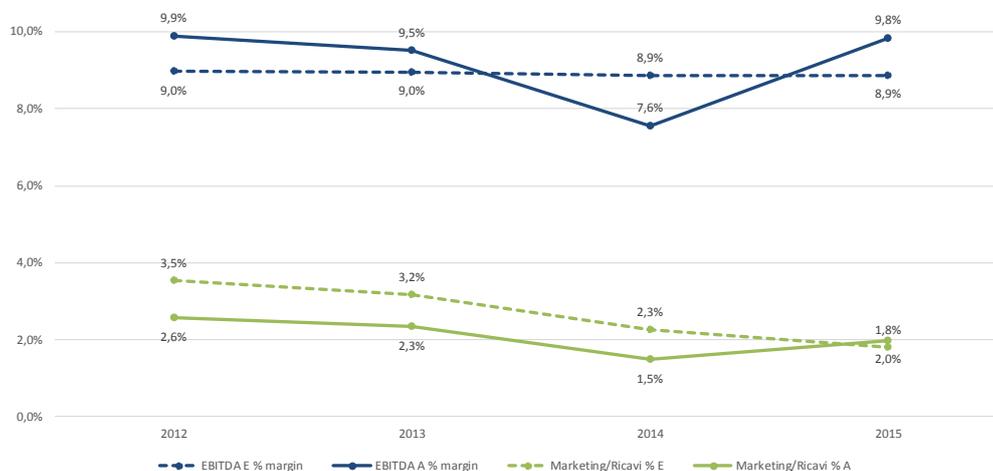
Il confronto tra i *trend*, in particolare a consuntivo, nel periodo 2012 – 2015, delle spese di *marketing* rispetto ai ricavi e dell'EBITDA sempre rispetto ai ricavi di vendita mostra un andamento sincrono.<sup>35</sup>

<sup>35</sup> I valori dell'EBITDA/Ricavi previsionali, secondo il *business plan* impiegato da Mediobanca per gli anni 2012 – 2015 sono pari rispettivamente a: 8,9% (2012), 8,8% (2013), 8,8% (2014) e 9,1% (2015).

I valori delle spese di *marketing*/Ricavi previsionali, secondo il *business plan* impiegato da Mediobanca per gli anni 2012 – 2015 sono pari rispettivamente a: 3,5% (2012), 4,0% (2013), 4,1% (2014) e 3,8% (2015).



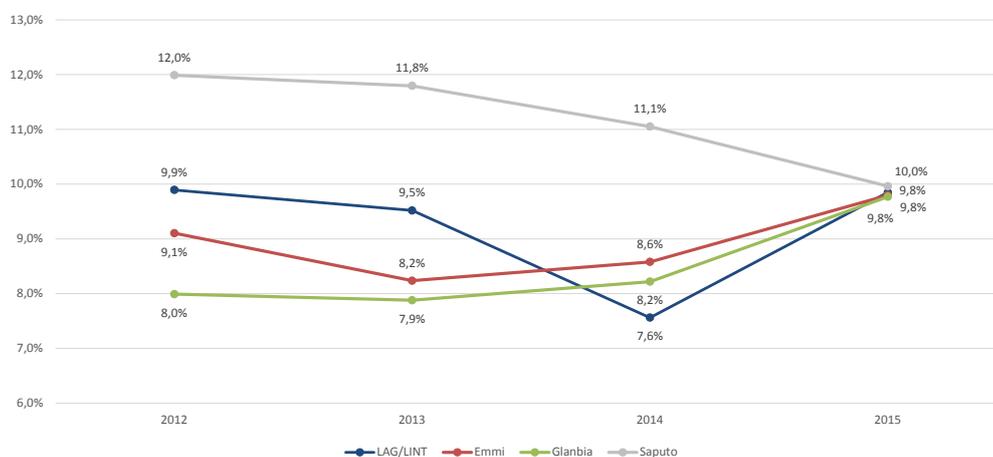
Gráfico 17: EBITDA/Ricavi e spese di *marketing*/Ricavi LAG/LINT 2012-2015



Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Si è poi realizzata una comparazione tra i valori dell'EBITDA/Ricavi e delle spese di *marketing*/Ricavi di LAG/LINT e quelli di alcune società concorrenti attive nel segmento "Dairy" in Nord America.

Gráfico 18: EBITDA/Ricavi LAG/LINT vs. *Competitor*



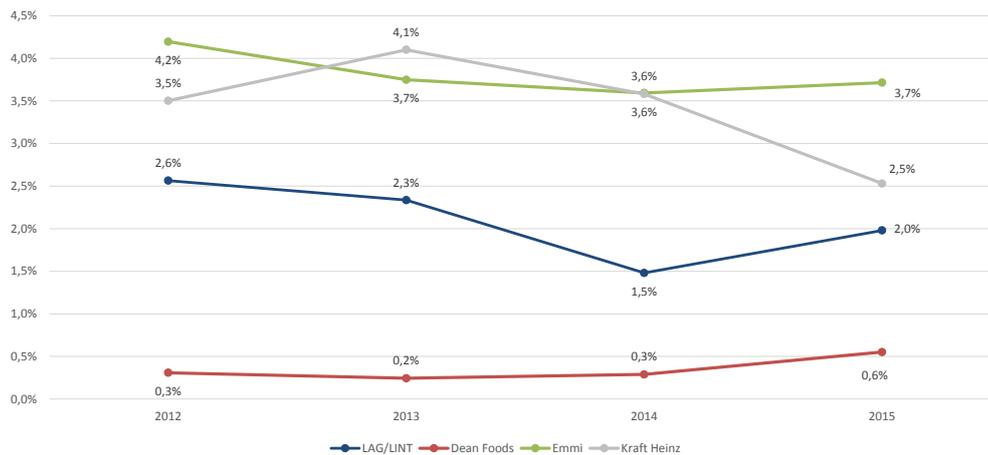
Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

L'evidenza empirica mostra come LAG abbia registrato EBITDA/Ricavi superiori rispetto ad Emmi e Glanbia ed inferiori rispetto a Saputo nel periodo 2012 - 2014; tuttavia le quattro società hanno raggiunto risultati sostanzialmente identici nel corso del 2015. Inoltre, le spese di *marketing*/Ricavi di LAG che risultano di entità inferiore rispetto a quelle di Emmi e Kraft Heinz mostrano tendenze non dissimili nel periodo di



osservazione, anche se la significativa crescita di LAG/LINT e la decrescita di Kraft Heinz nel 2015, porta ad una tendenziale convergenza. Il dato relativo a Dean Foods risulta solo parzialmente comparabile in quanto la società genera una rilevante parte della sua attività attraverso *private label*.

Grafico 19: Spese di *marketing*/Ricavi LAG/LINT vs. *Competitor*



Fonte: Parmalat, "Analisi andamento dei volumi di vendita e del fatturato di LAG per il periodo 2009-2015, nonché delle spese di Marketing sostenute dalla medesima LAG nello stesso periodo", 15/04/2016

Le spese di *marketing* di LAG, espresse in misura percentuale rispetto ai ricavi realizzati dalla società in ogni anno tra il 2012 ed il 2015, sono quindi risultate difficilmente comparabili con i valori fatti registrare dai concorrenti. Tuttavia, pur in un contesto dove le comparazioni appaiono alquanto complicate, le percentuali riscontrate per LAG/LINT sono comprese fra i valori superiori e inferiori dei *competitor*.

### 5.1.3. CONCLUSIONI

Chi scrive ha analizzato le motivazioni addotte da Parmalat alla riduzione delle spese di *marketing* ed ha analizzato i risultati rassegnati dai consulenti incaricati dalla Società e che si sono espressi, nello specifico, sul tema: il Prof. De Nova, Prof. Rossi, il Prof. Pellegrini ed i Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti, in data 30 aprile 2013.

Dalle conclusioni dei consulenti emerge in modo univoco che nel corso del 2012 l'importo delle spese di *marketing* sia stato non conforme all'"*Ordinary Course of Business*" e che fosse necessario ricorrere ad un "*Price Adjustment*".

Il piano di LAG e di LINT è stato giudicato molto ambizioso e le spese di *marketing* rappresentavano un importante *driver* del piano stesso. Queste erano quindi da considerarsi alla stregua di "investimenti" e non di spese "correnti".

Il confronto tra l'andamento consuntivo, nel periodo 2012 – 2015, delle spese di *marketing* rispetto ai ricavi e dell'EBITDA sempre rispetto ai ricavi di vendita mostra un andamento sincrono: ad una riduzione delle spese di *marketing* corrisponde una



riduzione della marginalità (intesa come rapporto tra l'EBITDA ed i ricavi), come è accaduto nel triennio 2012 – 2014; viceversa, il 2015 ha visto un incremento del peso percentuale delle spese di *marketing* rispetto ai ricavi ed anche un miglioramento netto della marginalità. In questo contesto non appare priva di logica la richiamata correlazione negativa fra le spese di marketing e l'andamento del prezzo della materia prima, con conseguente relazione positiva fra spese di marketing e redditività.

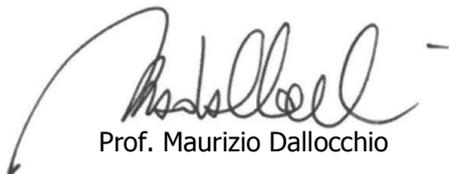
E' possibile affermare, con i limiti dovuti alla oggettiva difficoltà di correlazione puntuale tra spese di *marketing*, andamento dei ricavi e marginalità, che esista una proporzionalità tra spese di marketing ed EBITDA, quest'ultimo variabile fondamentale per stimare il valore di una società.

La riduzione delle spese di marketing rispetto alle previsioni di piano per il periodo 2012 – 2014 ha ragionevolmente influito sulla marginalità e sulla creazione di valore, quantomeno nel breve e forse nel medio termine. Tuttavia, l'applicazione della clausola contrattuale del "*Price Adjustment*" ha comportato una correzione al prezzo pagato da Parmalat per l'acquisizione di LAG/LINT pari a 130 milioni USD. Il valore della è equivalente all'effetto di una riduzione di EBITDA pari a 13,68 milioni USD per un arco temporale di 9,5 anni.

Si deve tuttavia rimarcare che, una volta accettata l'esistenza di un legame positivo tra spese di marketing ed EBITDA, nessun operatore razionale applicherebbe nel lungo periodo una contrazione dello sforzo di marketing visto il conseguente impatto negativo sul valore della società. E' invece possibile, come può risultare dall'analisi dei dati LAG/LINT, che Lactalis abbia nel breve periodo e segnatamente nel 2012, ridotto gli investimenti in marketing delle società per le ragioni più volte riportate. Le conseguenze di questa decisione sono state correttamente riflesse nel riconoscimento di una riduzione di valore, attestato dal *Price Adjustment*.

Infine occorre ricordare che nel 2015 le spese di *marketing* hanno sostanzialmente raggiunto il livello previsto a *budget*. Dunque non è possibile affermare che la contrazione della marginalità conseguente al loro contenimento sia realmente proiettata nel lungo periodo, ovvero che possa essere richiesta una ulteriore correzione al prezzo pagato da Parmalat per l'acquisizione di LAG/LINT con riferimento alle spese di *marketing*.

Milano, 6 Febbraio 2017



Prof. Maurizio Dallochio