

Parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. De Nova

in data 28 marzo 2013

Documento pubblicato su richiesta di Consob del 16 maggio 2013

Milano, 28 marzo 2013

Spettabile
Parmalat S.p.A.
Via delle Nazioni Unite 4
43044 Collecchio (PR)
All'attenzione dell'Ill.mo Collegio Sindacale

per conoscenza
Spettabile
Parmalat S.p.A.
Via delle Nazioni Unite 4
43044 Collecchio (PR)
All'attenzione del *General Counsel* avv. Giuseppina Corsi

Parere pro veritate

Egregi Signori,

qui espongo il mio parere *pro veritate* sulla questione a me sottoposta, e che può essere così formulata:

«- quale sia la interpretazione e quali gli effetti della clausola 2.2.5 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,
- quali tutele detta clausola offra con riferimento agli interessi di Parmalat S.p.A. nella sua posizione di acquirente».

1.- Premessa

Rispondo ai quesiti sulla base delle informazioni ricevute e della seguente documentazione:

- (A) *Share Purchase Agreement* in data 29 maggio 2012 tra Parmalat S.p.A., da una parte, e B.S.A. S.A., BSA International S.A., Groupe Lactalis S.A., dall'altra;
- (B) prospetto relativo agli amministratori, prima e dopo il *Closing*, di Lactalis American Group Inc., Lactalis do Brasil Ltda e Lactalis Alimentos Mexico

- S. DE RL., e delle *subsidiaries* di Lactalis American Group Inc. e cioè Sorrento Lactalis Inc., Lactalis USA Inc., Lactalis Deli Inc., Mozzarella Fresca Incorporated, Lactalis Retail Dairy Inc., S.C.C. Properties Inc. e Lactalis Export Americas SAS;
- (C) mail di uno dei legali di Parmalat S.p.A. (avv. Paolo Garbolino) in data 29 maggio 2012 ore 0.44, con cui si allega un nuovo testo di *Share Purchase Agreement*;
- (D) *Project Paloma II: Vendor Due Diligence Report* in data 8 marzo 2012 redatto da Ernst & Young su incarico di Groupe Lactalis;
- (E) *Project Paloma. Presentation to the Board of Parmalat 22nd May 2012* redatto da Parmalat S.p.A.;
- (F) *Price Adjustment Calculation Certificate* in data 1° marzo 2013.

2.- Il Share Purchase Agreement in data 29 maggio 2012

2.1.- L'interpretazione

Il *Share Purchase Agreement* in data 29 maggio 2012 ("Contratto") tra B.S.A. S.A., BSA International S.A., Groupe Lactalis S.A. (congiuntamente "*Sellers*") e Parmalat S.p.A. ("*Purchaser*") (Allegato A) prevede alla clausola 12.1 che la legge applicabile al Contratto è la legge italiana.

Ne consegue che il Contratto e le sue clausole, tra cui la clausola 2.2.5 oggetto di quesito, debbono essere interpretati applicando gli artt. 1362-1371 cod. civ.

Il Contratto alla clausola 1.3 detta regole sull'interpretazione del Contratto medesimo, ma si tratta di regole che non sono rilevanti per la risposta al quesito.

Si noti che, a differenza di quanto di solito avviene nei contratti di *share purchase agreement*, non è prevista una *merger clause*, sicché le norme di cui agli artt. 1362-1371 cod. civ. non subiscono alcuna deroga.

2.2.- Caratteristiche del Contratto

Il Contratto è conforme al consueto schema di *share purchase agreement*.

In particolare il Contratto prevede, come suole avvenire, *Representations and Warranties* dei *Sellers*.

Non sono in grado di valutare in qual misura tali *Representations and Warranties* tutelino in concreto il *Purchaser*, dato che non conosco le società acquisite con il Contratto, e cioè Lactalis American Group Inc. ("LAG"), Lactalis do Brasil Ltda ("LDB") e Lactalis Alimentos Mexico S. DE RL. ("LAM") (congiuntamente "Società Target"), né le *subsidiaries* di LAG e cioè Sorrento Lactalis Inc., Lactalis USA Inc., Lactalis Deli Inc., Mozzarella Fresca Incorporated, Lactalis Retail Dairy Inc., S.C.C. Properties Inc. e Lactalis Export Americas SAS (congiuntamente "LAG *Subsidiaries*"). Osservo soltanto che i *Sellers* alla clausola 5.7 offrono la garanzia generale di bilancio, e che non è previsto un tetto per le *indemnities* dovute dai *Sellers*.

A differenza di quanto normalmente avviene nel caso di cessione del 100% della partecipazione nelle società target, il Contratto non prevede le dimissioni degli amministratori designati dai *Sellers* per facilitare la designazione degli amministratori da parte del *Purchaser* dopo il *Closing*: nel nostro caso le Società Target e le LAG *Subsidiaries*, anche dopo il *Closing*, intervenuto, secondo quanto riferitomi, in data 3 luglio 2012, hanno continuato ad essere amministrate dai medesimi amministratori per tutto il 2012, sicché la gestione delle Società Target e delle LAG *Subsidiaries* è rimasta agli amministratori designati dai *Sellers*. Ciò risulta dal prospetto che mi è stato fornito (Allegato B).

2.3.- Il prezzo

Il *Purchase Price* è determinato dalla clausola 2.2.1 come la somma algebrica di \$ 904.000.000 (che corrisponde al *Provisional Price* di cui alla clausola 2.2.3) e della *Net Financial Position at Closing*.

Il Contratto prevede che, entro 60 giorni dal *Closing*, LAG sottoporrà al *Purchaser* e ai *Sellers* il *Purchase Price Calculation Certificate*, che il *Purchaser* (e soltanto il *Purchaser*) potrà contestare, dando vita ad una procedura che si chiude con la determinazione del *Purchase Price*.

Al *Closing* il *Purchaser* pagherà \$ 904.000.000, importo definito come “*Provisional Price*”, e, a seguito della verifica sopra descritta del *Purchase Price Calculation Certificate*, il *Purchaser* pagherà ai *Sellers* un importo pari alla *Net Financial Position at Closing*, se positiva, o viceversa, se negativa (clausola 2.2.4).

L'importo di \$ 904.000.000 è definito dalla clausola 2.2.3 come *Provisional Price* per le ragioni che emergono dalla clausola 2.3.1, che così prevede: «*The Parties acknowledge that the Purchase Price has been agreed by and between them as provided for in Clause 2.2 on the basis of the estimated Enterprise Value of the Companies* ⁽¹⁾ *as at December 30, 2012, equal to \$ 904,000,000 (nine hundred and four million dollars), on the assumption that the EBITDA of the Companies as at December 30, 2012 will be equal to \$ 95,200,000 (ninety five million two hundred thousand dollars)*», EBITDA come ivi definito.

La clausola 2.3.3 prevede infatti una procedura di *Price Adjustment*, secondo la quale entro 60 giorni dal 31 dicembre 2012 LAG sottoporrà al *Purchaser* e ai *Sellers* il *Price Adjustment Calculation Certificate*, in cui si darà in particolare conto dell'«*EBITDA (based on the relevant items of the Price Adjustment Financial Statements)*».

Anche in questo caso è solo il *Purchaser* che può sollevare contestazioni, a conferma della circostanza che la gestione sarebbe rimasta, sino al 31 dicembre 2012, agli amministratori designati dai *Sellers*.

Se il *Purchaser* non concorda con il *Price Adjustment Calculation Certificate* può contestarlo e si apre una procedura di verifica.

Se l'*Enterprise Value of the Companies as at December 30, 2012* risulterà diverso da \$ 904.000.000 si procederà al *Price Adjustment*, e precisamente, se tale *Enterprise Value* risulterà minore, i *Sellers* pagheranno la differenza al *Purchaser*, sino ad un massimo di \$ 144.000.000; se risulterà maggiore il *Purchaser* pagherà ai *Sellers* la differenza, sino ad un massimo di \$ 56.000.000.

3.- Interpretazione ed effetti della clausola oggetto di quesito

⁽¹⁾ Secondo la definizione contenuta nella clausola 1.2.15 del Contratto per *Companies* si intendono le Società Target e le *LAG Subsidiaries*.

La clausola 2.2.5 così prevede: «*For the purposes 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 best management practices*».

Procediamo innanzitutto ad una interpretazione letterale.

(i) L'espressione «*for the purposes of this Clause 2.2 and Clause 2.3 below*» vale come rinvio alla clausola 2.2 e alla clausola 2.3.

Il rinvio alla clausola 2.3 è un espresso rinvio alla procedura di *Price Adjustment* in funzione dello scostamento tra l'*Enterprise Value of the Companies* al 30 dicembre 2012 e il *Provisional Purchase Price* di \$ 904.000.000.

Considerato che il *Provisional Price* di \$ 904.000.000 è determinato moltiplicando per 9,5 l'EBITDA stimato delle *Companies*, cioè - come detto - delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries*, al 30 dicembre 2012 (\$ 95.200.000, vedi clausola 2.3.1), il rinvio alla clausola 2.3 collega la clausola in esame alla variazione dell'EBITDA a consuntivo rispetto all'EBITDA stimato.

Generico appare invece il riferimento alla clausola 2.2, che può essere inteso come volto a segnalare che nell'art. 2.2 si fa riferimento al *Provisional Price*, che, come si è detto, è determinato in funzione dell'EBITDA.

(ii) L'espressione «*the Parties agree and acknowledge that marketing expenses shall be carried-out*» deve a mio parere essere intesa nel senso che le parti non si limitano a prendere atto di un certo modo di conduzione delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries*, bensì nel senso che si vincolano a tenere un determinato comportamento, come risulta dalle espressioni «*agree*» e «*shall be*».

(iii) L'espressione «*in accordance with the Business Plan or, in any case, in the ordinary course of business and in accordance with best management practices*» è volta ad individuare le modalità con le quali le Società Target e le *LAG Subsidiaries* dovranno, dopo il *Closing*, affrontare le *marketing expenses*.

I parametri sono individuati, nella clausola 2.2.5, nel *Business Plan* o, in ogni caso, nell'«*ordinary course of business*» e nelle «*best management practices*».

Per comprendere il riferimento al *Business Plan* contenuto nella clausola in esame, occorre considerare che nessun documento qualificabile come *business plan* delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* è stato allegato al Contratto né risulta tra i documenti da consegnare (vedi clausola 3.2) o consegnati al *Closing*, e che la clausola 2.2.5 è stata richiesta dal *Purchaser* il giorno prima della sottoscrizione del Contratto ed inserita il giorno stesso della sottoscrizione del Contratto ⁽²⁾.

Ne consegue, a mio parere, che, nonostante il riferimento al *business plan* sia formulato con lettere maiuscole, non si applica *tout court* la definizione di *Business Plan* di cui alla clausola 1.2.9, secondo cui «*“Business Plan” shall mean the business plan of the Companies for the period through the Closing Date*»: definizione funzionale alla clausola 4 relativa all'*Interim Management* sino al *Closing*, ma non coerente con la circostanza che ai fini della clausola 2.2.5 quel che conta è il *business plan* sulla cui base è stato determinato l'EBITDA stimato al 30 dicembre 2012, e dunque il *business plan* noto al momento della trattativa e della sottoscrizione del Contratto. La precisazione deve essere fatta, anche se nel caso di specie il Contratto è in data 29 maggio 2012 e la *Closing Date* è vicina, dato che è prevista tra il 2 e il 31 luglio (clausola 1.2.12).

Nella clausola 2.2.5 il riferimento al *business plan* va dunque inteso come fatto ai dati di budget relativi alle Società Target e alle *LAG Subsidiaries* e riferiti al 30 dicembre 2012 contenuti nel «*Project Paloma II: Vendor Due Diligence Report*» in data 8 marzo 2012 redatto da Ernst & Young su incarico di Groupe Lactalis consegnato al *Purchaser* (Allegato D), dati fatti propri dal *Purchaser* con la «*Project Paloma. Presentation to the Board of Parmalat 22nd May 2012*» (Allegato E).

Tra i dati in questione qui rilevano in particolare quello dell'EBITDA delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* al 30 dicembre 2012 per \$ 95,153 milioni (Allegato D, pag. 3) e per \$ 95,150 milioni (Allegato E, pag. 16), e quello delle

⁽²⁾ Vedi la mail di uno dei legali del *Purchaser* (avv. Paolo Garbolino) in data 29 maggio 2012 ore 0.44 (Allegato C), con cui si allega un nuovo testo del Contratto, con evidenziate le modifiche richieste il giorno 28 maggio 2012 dal Consiglio di Amministrazione del *Purchaser*, tra cui la clausola 2.2.5.

marketing expenses prospettiche per il 2012 riferite a LAG per \$ 37,530 milioni (Allegato D, pag. 11 e Allegato E, pag. 16).

Come si è detto, la clausola 2.2.5 non fa riferimento soltanto al *business plan* delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries*, ma anche all'*ordinary course of business* e alle *best management practices*.

Anche tenuto conto che il *business plan* non è documento allegato al Contratto, non ritengo si possa dare rilevanza esclusiva ai dati ad esso relativi, dovendosi invece tener conto anche di tali ulteriori parametri.

L'aggiunta di ulteriori parametri rispetto a quanto indicato nel *business plan* si spiega, ritengo, con l'esigenza di tenere conto che il *business plan* è, per definizione, un progetto, sicché è apparso opportuno indicare anche parametri ulteriori, di carattere oggettivo.

La conclusione è, a mio parere, che se a fine anno risulta uno scostamento nelle *marketing expenses* rispetto alla previsione per il 2012 del *business plan* tale scostamento sarà rilevante se al tempo stesso costituisce uno scostamento rispetto all'*ordinary course of business* e alle *best management practices*.

Se quella esposta è l'interpretazione letterale della clausola 2.2.5, al fine di ricostruire la comune intenzione delle parti, secondo quanto impone l'art. 1362 cod. civ., occorre considerare che, come si è detto, la gestione delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* è rimasta affidata, per tutto il 2012, agli amministratori già a suo tempo designati dai *Sellers*.

Ora, quando il prezzo è determinato in funzione della redditività della società target, e la redditività deve essere determinata in modo definitivo in un momento successivo al *closing*, è opportuno che il *share purchase agreement* preveda clausole che limitino la possibilità, per chi gestisce la società target, di tenere comportamenti che alterino la normale redditività nel periodo rilevante (così, con riferimento alle *earn-out clauses*, *ICC Model Mergers & Acquisitions Contract, I – Share Purchase Agreement*, Paris, 2004, pag. 10, e DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2011, pag. 142 ss.).

U

Ne consegue che, nonostante la sua formulazione bilaterale, la clausola 2.2.5 ha, a mio parere, appunto la funzione di obbligare chi ha la gestione delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* (in questo particolare caso i *Sellers* tramite gli amministratori di loro designazione) a rispettare determinati parametri nel tenere comportamenti che incidono sulla redditività delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries*.

Conferma si trae dalla ricordata circostanza che è stato il *Purchaser* a chiedere l'inserimento della clausola in esame.

Se poi si tiene conto che, come mi viene riferito, per le Società Target e per le *LAG Subsidiaries* la voce *marketing expenses* è particolarmente rilevante, ed al tempo stesso consente una certa discrezionalità, si comprende ancor meglio che si sia voluto vincolare chi avrà la gestione al rispetto di determinati parametri di comportamento.

Soggiungo che questa interpretazione è coerente con l'art. 1367 cod. civ., secondo cui nel dubbio le clausole debbono interpretarsi nel senso in cui possono avere effetto: e ciò già qualora si intenda la norma nel senso che l'interprete deve scegliere l'interpretazione che consenta qualche effetto (Cass. 17 aprile 1997, n. 3292), ed a maggior ragione se la si intenda nel senso che l'interprete deve preferire l'interpretazione che consente il massimo risultato utile (Cass. 1 settembre 1997, n. 8301).

4.- Tutele per il *Purchaser* offerte dalla clausola 2.2.5

Ciò detto sulla interpretazione e sugli effetti della clausola 2.2.5, il discorso può essere breve quanto alla individuazione delle tutele che la clausola offre al *Purchaser*.

U

Mi si riferisce che le spese di *marketing* di LAG effettivamente sostenute nel 2012 sono di \$ 24,9 milioni a fronte del dato di budget, già ricordato, di \$ 37,530 ⁽³⁾.

Qualora l'importo di \$ 24,9 milioni fosse non solo, come è, inferiore al dato di budget, ma anche non conforme all'*ordinary course of business* e alle *best management practices* (circostanza che di seguito si assume sussistere), verrebbe in applicazione la clausola 2.2.5 in connessione con la clausola 2.3.2.

Si vuole dire che, quale che sia il dato effettivo a consuntivo delle *marketing expenses* per il 2012, nel calcolare l'EBITDA 2012 a consuntivo non si dovrà utilizzare tale importo, bensì, in sostituzione, l'importo convenzionale a termini della clausola 2.2.5 (che possiamo denominare «*Marketing Expenses* Convenzionali»).

La clausola 2.2.5 tutela dunque il *Purchaser* nel senso che nell'applicare il *Price Adjustment* di cui alla clausola 2.3 si dovrà determinare l'*Enterprise Value of the Companies as at December 30, 2012* moltiplicando per 9,5 l'EBITDA *for the fiscal year closed December 30, 2012*, determinato sostituendo all'importo delle *marketing expenses* effettivamente sostenute nel 2012 (\$ 24,9 milioni, quanto a LAG) l'importo maggiore (sulla base della precedente assunzione) delle *Marketing Expenses* Convenzionali, importo rispettoso dei parametri indicati dalla clausola 2.2.5.

Con la conseguenza che, in applicazione della clausola 2.3.2, il *Purchase Price* dovrà essere corrispondentemente diminuito.

Quanto alla procedura applicabile a tal fine, a mio parere potrà essere applicata quella prevista dalla clausola 2.3 al punto 2.3.3. Il *Purchaser*, che ha ricevuto il *Price Adjustment Calculation Certificate* da LAG in data 1° marzo 2013 (Allegato F) ⁽⁴⁾, dovrà inviare una nota scritta di disaccordo ai *Sellers*, contestando che in tale *Certificate* si determina l'EBITDA 2012 a consuntivo sulla base dei costi effettivamente sostenuti nell'anno, quando invece, per le *marketing expenses*,

⁽³⁾ Non prendo in considerazione le *marketing expenses* delle ulteriori società target LDB e LAM e delle *LAG Subsidiaries*, perché negli Allegati D ed E non è riportato il relativo dato di budget.

⁽⁴⁾ Si consideri che in tale *Certificate* compaiono dati relativi ad una delle *LAG Subsidiaries*, e cioè Lactalis Export Americas SAS, separati rispetto ai dati relativi a LAG.

U

l'EBITDA 2012 a consuntivo avrebbe dovuto essere determinato sulla base delle *Marketing Expenses* Convenzionali in base alla clausola 2.2.5 (maggiori, sulla base della predetta assunzione).

Il riferimento espresso della clausola 2.2.5 alla clausola 2.3 ("*For the purposes of clause (...) 2.3 below*") depone in tal senso.

Per converso, tale espresso riferimento costituisce, a mio parere, anche un limite, nel senso che eventuali scostamenti nelle *marketing expenses* effettivamente sostenute rispetto ai parametri indicati dalla clausola 2.2.5 non costituiscono il fondamento per ulteriori rimedi a favore del *Purchaser* consueti in relazione ad un *share purchase agreement* (risarcimento del danno da inadempimento o da dolo incidente, *indemnities* da violazione di *representations and warranties*).

5.- Conclusioni

In sintesi, alla luce di quanto sin qui esposto, le risposte ai quesiti a me sottoposti sono le seguenti:

(a) la clausola 2.2.5 del Contratto deve, a mio parere, essere interpretata nel senso che le parti hanno voluto vincolare i *Sellers* a che, nella gestione delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* dopo il Closing e sino al 30 dicembre 2012, gli amministratori di loro designazione mantenessero la misura delle *marketing expenses* in linea con quanto previsto dal *business plan* delle Società Target e delle *LAG Subsidiaries* o comunque in linea con l'*ordinary course of business* e le *best management practices*, e ciò nell'interesse del *Purchaser* ad una corretta determinazione del *Price Adjustment*;

(b) nell'assunzione che l'importo effettivo delle *marketing expenses* del 2012 sia non solo inferiore al dato di budget, ma anche non conforme all'*ordinary course of business* e alle *management best practices*, la clausola 2.2.5 del Contratto tutela il *Purchaser* nel senso che nell'applicare il *Price Adjustment* di cui alla clausola 2.3 si dovrà determinare l'*Enterprise Value of the Companies as at December 30, 2012* moltiplicando per 9,5 l'*EBITDA for the fiscal year closed December 30, 2012*, determinato sostituendo

all'importo delle *marketing expenses* effettivamente sostenute nel 2012 l'importo (secondo la predetta assunzione) maggiore delle *marketing expenses* determinate secondo i parametri indicati dalla clausola 2.2.5, così determinando un *Price Adjustment* favorevole al *Purchaser* e la restituzione da parte dei *Sellers* di una parte del *Provisional Price* di \$ 904.000.000.

Questo è il mio parere *pro veritate*.

* * *

Rimango a Vostra disposizione per ogni chiarimento e ulteriore indagine e porgo i miei saluti più cordiali


Giorgio De Nova

Si allegano i seguenti documenti:

- (A) *Share Purchase Agreement* in data 29 maggio 2012 tra Parmalat S.p.A., da una parte, e B.S.A. S.A., BSA International S.A., Groupe Lactalis S.A., dall'altra;
- (B) prospetto relativo agli amministratori, prima e dopo il *Closing*, di Lactalis American Group Inc., Lactalis do Brasil Ltda e Lactalis Alimentos Mexico S. DE RL., e delle *subsidiaries* di Lactalis American Group Inc. e cioè Sorrento Lactalis Inc., Lactalis USA Inc., Lactalis Deli Inc., Mozzarella Fresca Incorporated, Lactalis Retail Dairy Inc., S.C.C. Properties Inc. e Lactalis Export Americas SAS ;
- (C) mail di uno dei legali di Parmalat S.p.A. (avv. Paolo Garbolino) in data 29 maggio 2012 ore 0.44, con cui si allega un nuovo testo di *Share Purchase Agreement*;
- (D) *Project Paloma II: Vendor Due Diligence Report* in data 8 marzo 2012 redatto da Ernst & Young su incarico di Groupe Lactalis;
- (E) *Project Paloma. Presentation to the Board of Parmalat 22nd. May 2012* redatto da Parmalat S.p.A.;
- (F) *Price Adjustment Calculation Certificate* in data 1° marzo 2013.