

Parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Documento pubblicato su richiesta di Consob del 16 maggio 2013

PARMALAT S.P.A.

**PARERE DEL COMITATO PARTI CORRELATE AI SENSI
DELL'ART. 8 DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 17221 DEL 12
MARZO 2010 RECANTE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI
OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

Il Comitato Parti Correlate¹ (nel seguito il “Comitato”), composto interamente da amministratori indipendenti e non correlati, è chiamato, ai sensi dell’art. 8 del Regolamento CONSOB n. 17221, ed in conformità con la Procedura per la Disciplina delle Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. in data 11 novembre 2010 (la “Procedura”), ad esprimere il proprio parere in merito alla rettifica del prezzo provvisorio stabilito dallo “*Share & Purchase Agreement*” (il “Contratto”) stipulato in data 29 maggio 2012 tra Parmalat S.p.A. (in seguito anche la “Società” o il “Compratore”) da una parte, e B.S.A. S.A., B.S.A. International S.A. e Groupe Lactalis S.A. (in seguito anche i “Venditori”) dall’altra, avente ad oggetto l’acquisizione di Lactalis American Group (“LAG”), di Lactalis do Brazil – Comercio, Importacao e Exportacao de Laticinos Ltda (“Lactalis Brazil) e di Lactalis Alimentos Mexico S.DE RL (“Lactalis Mexico”), nonché del ramo d’azienda americano di Lactalis International (“LINT”), poi confluito nella società, controllata interamente da LAG, Lactalis Export Americas S.A.S. (“LEA”), nel seguito anche la “Rettifica di Prezzo” o l’“Operazione”.

¹ Fino all’11 Aprile 2013 coincidente con il Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la *Corporate Governance*, composto da Marco Reboa, con funzioni di Presidente, Gabriella Chersicla, Antonio Mastrangelo e Riccardo Zingales. In ottemperanza al provvedimento del Tribunale di Parma del 28 marzo 2013 emesso nell’ambito del procedimento ex art. 2409 instauratosi presso il medesimo Tribunale a seguito dell’esposto presentato alla Procura della Repubblica da un socio di minoranza, il Consiglio di Amministrazione della Società, nella seduta dell’11 aprile 2013, ha deliberato che il suddetto Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e la *Corporate Governance*, ogni qualvolta sia chiamato a svolgere le funzioni di comitato per l’esame delle operazioni con parti correlate, operi in una composizione ristretta quale comitato composto da tre membri in possesso della qualifica di amministratori indipendenti individuati nelle persone dei consiglieri Chersicla, con funzioni di Presidente, Zingales e Mastrangelo, ferme restando tutte le disposizioni che regolano il funzionamento del comitato per l’esame delle operazioni con parti correlate ai sensi della Procedura.

In particolare, la clausola 2.2 del Contratto stabilisce la corresponsione di un prezzo provvisorio in misura pari alla somma algebrica di: a) l'importo di \$904 milioni; b) la Posizione Finanziaria Netta alla data del *Closing* determinata sulla base del bilancio consolidato di LAG alla medesima data assoggettato a revisione contabile da parte di Ernst & Young.

Come precisato nella clausola 2.3 del Contratto, l'importo di \$904 milioni è stato determinato dalle parti assumendo un EBITDA aggregato di LAG e LINT al 30 dicembre 2012 pari a \$95,2 milioni al quale è stato applicato un multiplo di 9,5, prevedendo una successiva determinazione finale del prezzo sulla base dell'EBITDA consuntivato al 30 dicembre 2012, fermo restando il limite inferiore di \$760 milioni ("*floor*") e superiore di \$960 milioni ("*cap*").

Ancorché si tratti, nei fatti, dell'applicazione di una clausola contenuta nel Contratto, a sua volta già assoggettato agli adempimenti procedurali e all'iter autorizzativo e informativo previsto dalla Procedura, e pertanto di una fase meramente esecutiva del Contratto stesso, l'Operazione è stata qualificata come operazione con parte correlata ai sensi del Regolamento CONSOB n. 17221 del 12 marzo 2010. Non essendo inoltre l'importo dell'Operazione determinato a priori, ma potenzialmente pari ad un importo superiore alla soglia prevista dalla Procedura, l'operazione di cui trattasi è stata qualificata quale operazione di maggiore rilevanza ai sensi del paragrafo 6.1 della Procedura stessa.

In tale contesto, e alla luce delle diverse fasi che contraddistinguono il meccanismo contrattuale di aggiustamento del prezzo, come meglio si dirà in seguito, il presente parere viene rilasciato, ai sensi della Procedura, a fini propedeutici rispetto all'emissione della *Notice of Disagreement* nei confronti dei Venditori da parte della Società.



Di seguito viene dato conto dell'attività istruttoria sino ad oggi svolta a tale riguardo dal Comitato nel corso delle molteplici riunioni in cui è stato trattato l'argomento ed in particolare in quelle del 20 novembre 2012, 24 gennaio 2013, 6 e 15 marzo 2013, 23 aprile 2013, 3 e 7 maggio 2013. Si precisa, altresì, che a tutte le suddette riunioni del Comitato hanno assistito uno o più componenti del Collegio Sindacale². L'Organo di Controllo ha quindi potuto vigilare sulla conformità dell'operato del Comitato rispetto ai principi stabiliti nel Regolamento CONSOB n. 17221 ed alla Procedura.

Nello svolgimento dell'attività istruttoria per la predisposizione del presente parere, il Comitato si è avvalso dell'assistenza, in qualità di esperti, della società di consulenza PricewaterhouseCoopers S.p.A. ("PwC"), già coinvolta in fase di acquisizione del Gruppo LAG nella *review* della *Vendor Due Diligence* commissionata dai Venditori ad Ernst & Young. In particolare, nel corso della riunione del 20 novembre 2012, il Comitato ha espresso il proprio unanime parere favorevole al conferimento alla predetta società di consulenza di un incarico avente ad oggetto lo svolgimento di specifiche procedure di verifica finalizzate all'analisi delle componenti dell'EBITDA *combined* di LAG, Lactalis Mexico e Lacatalis Barasil al 30 dicembre 2012, al fine della sua normalizzazione e/o dell'identificazione di elementi non ricorrenti, non inerenti o di natura non operativa che possano aver influito sulla marginalità

² Segnatamente alla riunione del 20 novembre 2012 hanno partecipato i sindaci effettivi Dott. Cravero e dott. Malguzzi e, in collegamento telefonico, il Presidente prof. Stella Richter. Alle riunioni del 6 e 15 marzo hanno partecipato il Presidente, Prof. Rutigliano (subentrato nella carica a seguito delle dimissioni del Prof. Stella Richter) ed i sindaci effettivi dott. Cravero e dott. Malguzzi. Alla riunione del 23 aprile 2013 ha partecipato il Presidente Prof. Rutigliano, alle riunioni del 30 aprile, del 3 e del 7 maggio hanno partecipato il Presidente Prof. Rutigliano e il dott. Loli, nominato dall'assemblea degli azionisti in data 22 aprile 2013 a seguito delle dimissioni del dott. Malguzzi, mentre il dott. Cravero, in ottemperanza al Decreto del Tribunale di Parma del 28 marzo 2013, che ne ha inibito la partecipazione alle adunanze consiliari e alle verifiche sindacali, non ha preso parte alle riunioni del Comitato tenutesi successivamente a tale data.



delle società acquisite, oltre a quanto eventualmente indicato nel “*Price Adjustment Calculation Certificate*”, emesso da LAG ai sensi dell’art. 2.3.3 del Contratto.

Il suddetto mandato, formalmente conferito in data 28 novembre 2012, è stato successivamente integrato, in data 20 dicembre 2012, al fine di includervi l’analisi dei costi di *marketing* e del loro eventuale scostamento rispetto al *Business Plan*. Il Contratto infatti prevede, alla clausola 2.2.5, quanto segue: “*For the purpose of this Clause 2.2 (ndr “Purchase Price”) and Clause 2.3 below (ndr “Price Adjustment”), 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*”.

Inoltre, nel corso della riunione del 24 gennaio 2013, il Comitato, ritenendo opportuno che l’EBITDA 2012 fosse assoggettato non solo alle verifiche rimesse a PwC come sopra descritto, ma anche a rigorose verifiche di natura qualitativa svolte con il conforto di soggetti indipendenti, al fine di accertare che l’EBITDA sia stato realizzato in coerenza con la richiamata garanzia contrattuale di cui alla clausola 2.2.5 del Contratto, ha deliberato a maggioranza, con il voto contrario del consigliere Mastrangelo, di conferire, ai sensi dell’art. 7, comma 1, lettera b) del Regolamento CONSOB n.17221, ad un collegio di tre esperti indipendenti l’incarico di valutare, tenuto conto dei risultati a cui sarebbe pervenuta PwC nell’ambito del mandato sopra richiamato, se lo scostamento in negativo rispetto al *Business Plan* di LAG dei costi di *marketing*, quali risultanti dai dati consuntivi per l’esercizio 2012 delle società oggetto di acquisizione, rientrasse o meno nell’ambito dell’*“ordinary course of business”* e delle *“best management practices”* (così

come indicati nella clausola 2.2.5 del Contratto) e fosse, perciò, anche per gli esercizi futuri, giustificato e coerente rispetto alle pattuizioni del Contratto, ovvero potesse dare diritto e titolo alla Società di richiedere ai Venditori il pagamento di un importo per rettifica di prezzo ai sensi della clausola 2.3 del Contratto medesimo. Il Collegio di Esperti (in seguito anche il “Collegio”) è stato individuato nelle persone dei Professori Mario Cattaneo, Professore Emerito di Finanza Aziendale nell’Università Cattolica di Milano, Paolo Andrei, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l’Università degli Studi di Parma e Marco Ziliotti, Professore Associato di Scienza delle Finanze presso l’Università degli Studi di Parma.

Il medesimo quesito oggetto dell’incarico conferito dal Comitato è stato altresì sottoposto al Collegio da parte del Consiglio di Amministrazione nel corso della seduta del 25 gennaio 2013.

Al fine di disporre di tempo sufficiente per consentire a PwC ed al Collegio di effettuare le verifiche e le valutazioni ad essi rimesse con l’attenzione e la cura richieste dalle circostanze, e preso atto che il parere del Collegio degli Esperti si sarebbe reso disponibile entro il termine del 30 aprile 2013, il Comitato, nella riunione del 6 marzo 2013, con l’astensione del consigliere Mastrangelo, ha espresso parere favorevole alla modifica contrattuale della clausola 2.3.3(b) del Contratto, nel senso di posticipare la scadenza originariamente prevista per l’inoltro ai Venditori dell’eventuale “*Notice of Disagreement*”, da parte di Parmalat S.p.A., dal 29 marzo al 10 maggio 2013. Nel corso della medesima riunione il Comitato ha preso atto dei seguenti documenti ricevuti da LAG:

- “*Price Adjustment Certificate for LAG, LEA, LDB and LAM, Period Ending December 30, 2012*”, datato 1 marzo 2013;



- “*Audited Combined Financial Statements Lactalis America Group, Inc. and Subsidiaries, Lactalis do Brasil Participacoes Ltda. And Lactalis Alimentos Mexico, S.DE R.L., Year Ended December 30, 2012, with Report of Independent Auditors*”.

Il Comitato, sottolineando come tale prima indicazione circa il livello dell’EBITDA 2012 dovesse ancora essere posta al vaglio delle verifiche commissionate a PwC ed al Collegio, ha rilevato che dai suddetti documenti emerge un EBITDA 2012, rettificato per tenere conto di alcuni elementi identificati dai Venditori come “*non recurring*” ed altre rettifiche positive, pari a \$96,05 milioni e quindi superiore a quello previsto a budget di \$95,2 milioni, con una differenza di \$0,85 milioni che, moltiplicata per il multiplo di 9,5, comporterebbe una rettifica di prezzo a favore dei Venditori di circa \$8 milioni. Si riepiloga nella seguente Tabella le rettifiche all’EBITDA proposte da LAG contenute nel “*Price Adjustment Certificate*”.

Tabella 1 – “*Price Adjustment Certificate*” (\$/ML)

<i>EBITDA before non-recurring adjustments</i>	<i>95,13</i>
Non recurring and financial adjustments	0,27
Other adjustments (Q1-Q2 Lint net commissions)	0,65
<i>EBITDA adjusted</i>	<i>96,05</i>

Alla luce delle divergenze emerse in sede di Comitato e consigliare circa la corretta interpretazione della sopra richiamata clausola contrattuale 2.2.5 relativa alle spese di *marketing*, la Società ha sottoposto, inoltre, al Prof. Guido Rossi, nominato consulente nel corso della seduta consiliare del 25 gennaio 2013, uno specifico quesito in merito all’interpretazione, sotto il profilo legale, della clausola in parola.

Nelle successive riunioni, tenutesi in data 15 marzo, 23 aprile, 3 e 7 maggio 2013, il Comitato ha esaminato le risultanze degli incarichi conferiti a PwC ed al Collegio degli Esperti, di cui si darà brevemente conto nel seguito, e su cui il Comitato si è principalmente basato per esprimere il proprio motivato parere sull'interesse aziendale al compimento dell'Operazione e sulla congruità delle condizioni economiche della stessa dovendosi, nei fatti, esprimere sull'esistenza dei presupposti previsti contrattualmente per la richiesta ai Venditori di una Rettifica di Prezzo diversa da quella contenuta nel "*Price Adjustment Calculation Certificate*", con la conseguente notifica ai Venditori stessi una "*Notice of Disagreement*", nonché sulla quantificazione della Rettifica di Prezzo ritenuta congrua, alla luce di tutti gli accertamenti posti in essere.

PwC, ad esito delle verifiche svolte ha emesso un documento datato 15 Aprile 2013 ("*Project Paloma III – Price Adjustment Report*") dal quale risultano, in sintesi, le rettifiche riportate nella seguente Tabella rispetto all'EBITDA 2012 *adjusted* calcolato da LAG, ai fini della clausola 2.3 del Contratto, e prima di ogni considerazione sull'entità delle spese di marketing ai sensi della clausola 2.2.5 del Contratto.

Tabella 2 – EBITDA rettificato – PwC 15 aprile 2013 (\$/ML)

<i>EBITDA adjusted as per Price Adjustment Certificate</i>	96,05
Reversal of Q1-Q2 Lint net commissions	(0,65)
Non recurring and non-operating income/(charges)	(2,34)
<i>EBITDA adjusted (before marketing expenses)</i>	93,06

La prima rettifica indicata nella Tabella suesposta consiste nella ripresa in toto della rettifica positiva proposta da LAG nel "*Price Adjustment*

Certificate” ed è relativa alla commissioni nette riconosciute a LEA con riguardo al primo semestre 2012 in base agli accordi di distribuzione stipulati tra LEA, Lactalis Brasil e BSA e contabilizzate, in ottemperanza alle previsioni degli *US Gaap*, quale componente positiva del patrimonio netto anziché quale componente positiva del reddito dell’esercizio. PwC non ha considerato tale componente positiva a rettifica dell’EBITDA poiché avente natura di rettifica *pro-forma* del risultato contabile e, in quanto tale, non contemplata espressamente dal Contratto.

PwC ha altresì indicato nel proprio documento ulteriori “*items for consideration*”, aventi natura di “*accounting adjustments*” per un ammontare netto positivo di \$0,1 milioni, ed altra natura, principalmente con impatto ricorrente ai fini dell’EBITDA, e/o comunque non adeguatamente documentati, per un ammontare complessivo negativo di \$1,8 milioni. PwC non ha ritenuto di includere tali elementi nel calcolo dell’EBITDA rettificato in quanto ha giudicato i medesimi irrilevanti ai fini della definizione contrattuale dell’EBITDA (“*items for consideration that do not directly impact the definition of EBITDA as per SPA*”).

Infine, per quanto concerne l’analisi delle spese di *marketing* e del loro scostamento rispetto all’ammontare previsto a budget, ai fini dell’applicazione della clausola 2.2.5 del Contratto, PwC ha identificato uno scostamento negativo di complessivi \$13,3 milioni. Nell’ambito di tale scostamento, pur non fornendo elementi di giudizio circa la quota parte dello stesso eventualmente ricompresa nel concetto di “*ordinary course of business*” e di “*best management practice*”, PwC ha rilevato che, sulla base delle indicazioni fornite dal *management* di LAG, da un lato la riduzione delle spese di *marketing* sarebbe stata espressamente motivata dalla necessità

di preservare i margini e il *cash flow*, anche alla luce di slittamenti intervenuti nel lancio di nuovi prodotti, dall'altra che tale riduzione sarebbe, per circa \$2,0 milioni, costituita da effettivi risparmi di costi derivanti da efficienze, sebbene questi ultimi non adeguatamente documentati dal management di LAG.

Come in precedenza indicato l'analisi qualitativa delle spese di *marketing* e del loro scostamento rispetto al *Business Plan* ai fini della corretta applicazione della clausola 2.2.5 del Contratto ha costituito oggetto dell'incarico conferito, ai sensi dell'art. 7, comma 1 lettera b) del Regolamento CONSOB n 17221, dal Comitato e dal Consiglio di Amministrazione al Collegio di Esperti che, in data 30 aprile 2013, ha emesso la propria relazione dal titolo "*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*".

Nell'ambito di tale lavoro il Collegio si è avvalso anche della collaborazione del Prof. Luca Pellegrini, Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso la Libera Università di Lingue e Comunicazione IULM di Milano ed esperto di *marketing*.

Alla luce degli accertamenti svolti e dell'ulteriore contributo fornito dal Prof. Pellegrini che, ad esito dell'incarico ricevuto, ha emesso la propria relazione in data 24 aprile 2013, il Collegio è pervenuto alle conclusioni di seguito esposte con riguardo al quesito sottopostogli dal Comitato.

Muovendo dalle considerazioni svolte dal Prof. Pellegrini, il Collegio distingue, innanzitutto, ai fini di un corretto inquadramento dello scostamento riscontrato nelle spese di *marketing*, tra spese di *marketing* correnti e spese di



investimenti in *marketing*, evidenziando che la prima tipologia di spesa “*si riconnette alle manovre gestionali che hanno per oggetto la leva prezzo e le politiche di trade marketing, utili per sostenere il fatturato e garantire risultati di breve periodo. Tra queste rientrano le allowances, che tipicamente vengono contabilizzate a rettifica dei ricavi di vendita*”, mentre la seconda tipologia di spesa “*è rappresentata dalle risorse destinate a sviluppare le caratteristiche del prodotto e la comunicazione dello stesso con effetti, solitamente, di medio periodo*” per concludere che, nel caso di specie, “*tenuto conto delle clausole di aggiustamento prezzo di cui al Contratto di acquisizione rilevano, in particolare, le spese di marketing di investimento, atteso il rilevante progetto di sviluppo sottostante al Business Plan 2012 di LAG*”. Proseguendo nella disamina dell’indagine condotta dal Prof. Pellegrini il Collegio evidenzia come “*Benché nel Business Plan gli investimenti in marketing fossero stati ritenuti necessari al fine di conseguire l’obiettivo di migrazione dei marchi verso Galbani, si osserva che nel corso del 2012 tali investimenti non sono stati interamente effettuati, in ragione sia di un sostanziale rinvio delle attività di prodotto sui nuovi brand acquisiti, sia di modificazioni nella politica di comunicazione attuata sui media tradizionali*”. Si riscontrerebbe, pertanto, “*una netta svolta nelle politiche di marketing nel corso del 2012 e, più in generale, una chiara modificazione dell’approccio al mercato da parte di LAG nel corso dello stesso esercizio; ciò caratterizza la discontinuità del Business Plan 2012 rispetto al passato*”. Tale discontinuità del *Business Plan* 2012-2014 rispetto al passato con riguardo agli investimenti di *marketing* sarebbe l’elemento caratterizzante l’intero piano di sviluppo di LAG nel periodo 2012-2014 e, perciò, “*l’ordinary course of business non può che essere definito se non in rapporto agli impegni presi*

dal management nel Business Plan di riferimento". Stante tale presupposto il Collegio perviene alla conclusione che *"una così netta riduzione degli impegni di marketing riscontrata nel secondo semestre 2012 a fronte di un aumento del prezzo del latte, non sembra riconducibile all'ordinary course of business"*. Né la riduzione delle spese di *marketing* realizzatasi nel 2012 parrebbe al Collegio in linea con le *"best management practices"* *"considerato che, pur in presenza di un piano aziendale che stabiliva un mutamento profondo delle pratiche gestionali a supporto dello sviluppo preventivato, la gestione – di fatto – si è svolta in sostanziale continuità con il passato"*.

La relazione del Collegio riporta integralmente le considerazioni conclusive del Prof. Pellegrini, cui si rimanda³, per la disamina, e le relative controdeduzioni, delle ragioni addotte dal management di LAG a fronte del sostanziale "abbandono" del *Business Plan* di riferimento, con riguardo alle spese di *marketing*, da ricondursi essenzialmente al mancato verificarsi delle previsioni circa la crescita del mercato, l'andamento dei prezzi del latte, i comportamenti dei concorrenti e quelli della clientela *retail*.

Nel richiamare poi le conclusioni del lavoro svolto da PwC, con specifico riferimento alle spese di marketing, il Collegio rileva che, con riguardo alle cause degli scostamenti, questi sono riconducibili sostanzialmente a tre classi: *"Delays (-\$3,9 milioni), Efficiencies (-\$2,0 milioni) e Underspend on activities deemed not enough profitable (-\$5,3 milioni)"*, oltre a due ulteriori classi, di minore entità, relative al segmento *Food Services* (-\$0,7 milioni) e altre minori spese non allocabili (-\$0,7 milioni).

³ Si veda la relazione del Collegio degli Esperti del 30 aprile 2013 (p. 65) e l'allegata relazione del Prof. Pellegrini del 24 aprile 2013 (p. 20).



Con riguardo alle “*Efficiencias*”, che sarebbero costituite da “*efficienze nel packaging e nella migliore definizione degli accordi contrattuali per l’acquisizione degli spazi televisivi*”, il Collegio esprime il parere che “*nella misura in cui costituiscano effettivamente risparmi di costo a parità di azioni compiute per il raggiungimento degli obiettivi fissati dal piano, possono rientrare nel concetto di ‘best management practices’ – e pure di ‘ordinary course of business’ -, a condizione che esse siano supportate da sufficienti evidenze documentali, allo stato non disponibili.*”.

* **

Conclusivamente il Collegio, nella propria relazione perviene ad un’ipotesi finale di stima dell’*Enterprise Value*⁴ al 30 dicembre 2012 di LAG ai fini dell’eventuale aggiustamento di prezzo previsto dal Contratto. In particolare, il Collegio ha ritenuto di rettificare l’*EBITDA adjusted*, determinato da Pwc in \$93,1 milioni, per tenere conto, nella misura del 50% del loro ammontare, anche degli ulteriori “*items for considerations*” riconducibili a “*Management incentives*”, “*Releases of marketing expenses*”, “*Other releases*” e “*Management fees*”, di ammontare complessivo pari a \$1,8 milioni, indicando, con riguardo a questi ultimi, che “*trattasi perlopiù di valori incerti non tanto nella definizione quanto nella sussistenza di adeguata documentazione sottostante e/o per la circostanza riguardante il ripetersi del fenomeno, seppure con quantificazioni differenti, in ogni esercizio (circostanze rolling)*” e concludendo di ritenere “*ragionevole un aggiustamento pari al 50% dell’ammontare complessivo dei valori in*

⁴ Per la precisione il Collegio riporta nella propria relazione tre diverse ipotesi di stima esprimendosi, tuttavia, a favore di quella illustrata nel presente parere, ritenuta prevalente rispetto alle ipotesi alternative per la cui disamina si rinvia alla relazione stessa (p. 74 e ss.)



discussione; ciò per un totale di -\$0,9 milioni". Inoltre, pur nell'ambito della generale conclusione circa lo scostamento delle spese di marketing, come detto, non riconducibile a parere del Collegio all'"ordinary course of business" ed alle "best management practices", lo stesso ha ritenuto di considerare ad ulteriore rettifica dell'EBITDA normalizzato, quantificato in \$92,2 milioni per effetto dell'aggiustamento appena descritto, le efficienze conseguite nell'esercizio 2012, quantificate da PwC sulla base delle indicazioni del management di LAG in \$2,0 milioni, poiché "trattandosi di vantaggi aziendali conseguiti dalla specifica azione razionalizzante (secondo le best practices) posta in evidenza dal management nel corso dell'esercizio, esse non sarebbero suscettibili di essere interpretate come una mancata realizzazione degli obiettivi", pur con la precisazione di essere pervenuti alla scelta operata "sul presupposto di una dimostrazione forte di tali risparmi attribuibili al management".

Si riepiloga nella seguente Tabella il risultato delle valutazioni svolte dal Collegio e la stima dell'Enterprise Value di LAG al 30 dicembre 2012.

Tabella 3 — Relazione del Collegio degli Esperti - Enterprise Value al 30 dicembre 2012 (\$/ML)

<i>EBITDA adjusted – PwC</i>	<i>93,1</i>
<i>50% adjustments riconducibili a "Management incentives", "Releases of marketing expenses", "Other releases" e "Management fees"</i>	<i>(0,9)</i>
<i>Scostamento spese di marketing (al netto "Efficiencies")</i>	<i>(11,3)</i>
<i>EBITDA adjusted</i>	<i>80,9</i>
<i>EV (EBITDA adjusted X 9,5)</i>	<i>768,55</i>

Va sottolineato che, nel presentare tale conclusione, il Collegio ha espressamente indicato che *"affinché Parmalat possa accettare la*

conclusione sopra riportata essa avrà il diritto di pretendere da controparte specifica dimostrazione circa la consistenza effettiva della posta discussa”, con ciò riferendosi alla minor ripresa dello scostamento nelle spese di marketing per tenere conto delle “Efficiencias”.

Infine, il Collegio ha evidenziato che “le conclusioni cui esso è pervenuto, pur esprimendo aspetti di compiuta definitività del suo pensiero, in taluni casi (...) evidenziano aspetti di relatività, attesa la presenza di particolari circostanze di incertezza adeguatamente analizzate ma non del tutto eliminabili data la loro natura.”. Ciò premesso il Collegio ha richiamato tali aree di incertezza indicando che “la loro esistenza consente, a parere del Collegio, anche di definire i contorni di un’area entro la quale il dibattito con controparte potrebbe, a date condizioni, essere in futuro opportunamente indirizzato”.

Segnatamente:

“i) tra gli aggiustamenti dell’EBITDA derivanti da rettifiche di natura contabile, si colloca quello attinente a ‘Reversal Q1-Q2 net commission’ (-\$0,6 milioni) proposto da PwC in quanto giudicato non rientrante nella definizione di EBITDA di cui al contratto;

ii) tra gli ‘Other items for consideration’ sono indicati gli ‘Accounting adjustments’ (+\$0,4 milioni) e le rettifiche alla ‘Inventory valuation’ (-\$0,3 milioni) che, secondo PwC, non risultano direttamente riconducibili alla definizione dell’EBITDA rilevante per il calcolo dell’eventuale aggiustamento di prezzo; tali rettifiche non sono state computate da parte del Collegio ai fini dell’aggiustamento, per un effetto netto pari a + \$0,1 milioni, per analogia con la rettifica di cui al punto precedente;

iii) *sempre in merito agli aggiustamenti di natura contabile, sono stati considerati al 50% del loro importo complessivo e, quindi, per un importo di - \$0,9 milioni, altri aggiustamenti dell'EBITDA ricompresi tra gli 'Other items for consideration' da PwC. La scelta del Collegio si è fondata sulla constatazione delle incertezze riscontrate in merito alle evidenze documentali a supporto dei valori ivi esposti, nonché sulla loro natura, per la più parte di componenti reddituali relativi a circostanze riguardanti il ripetersi del fenomeno, seppur con quantificazioni differenti, nei diversi esercizi (circostanze rolling);*

iv) *le spese di marketing consuntivate da LINT nell'esercizio 2012 sono inferiori di \$0,7 milioni rispetto al Business Plan. (...) il Collegio ha accolto tale valore differenziale in diminuzione delle spese di marketing (actual), atteso che PwC non ha svolto alcuna indagine in merito e che non si dispone di alcun supporto analitico alle cause di tale scostamento;*

v) *tra le minori spese di marketing sostenute a consuntivo da LAG rispetto al Business Plan, Il Collegio ha ritenuto di considerare \$2,0 milioni quali rientranti nel concetto di 'best management practices' attuate nell' 'ordinary course of business', stante la loro qualificazione – da parte del management di LAG – in termini di 'efficiencies' conseguite. Tale scelta è, peraltro, da subordinare all'acquisizione di necessarie evidenze documentali a supporto, come più sopra richiamato."*

Con le suddette precisazioni il Collegio ha determinato il valore dell'*Enterprise Value* al 30 dicembre 2012 in un ammontare di circa \$770 milioni, con un conseguente conguaglio prezzo a favore di Parmalat S.p.A. di circa \$134 milioni.

Prima di procedere a motivare le ragioni sottese alla determinazione della Rettifica di Prezzo di seguito indicata il Comitato rileva come, a suo giudizio, con riguardo alle poste che lo stesso Collegio indica come rientranti tra le aree di incertezza, gli organi societari possano operare scelte in parte diverse da quelle operate dal Collegio stesso per pervenire alla propria ipotesi di stima dell'*Enterprise Value*.

Il Comitato, nell'esaminare le risultanze del lavoro svolto da PwC ed il parere emesso dal Collegio degli Esperti, di cui ha potuto apprezzare l'articolata disamina di tutte le circostanze rilevanti ai fini della determinazione della Rettifica di Prezzo, talune, come si è visto non prive di elementi di incertezza, tenuto altresì conto del parere emesso dal Prof. Guido Rossi in merito all'interpretazione legale della clausola 2.2.5 del Contratto, ha ritenuto di aderire ad un'interpretazione parzialmente difforme rispetto a quella sottesa alla stima finale dell'*Enterprise Value* da parte del Collegio, peraltro circoscritta ad alcune delle aree di incertezza evidenziate dal Collegio stesso.

In particolare, il Comitato ha basato il proprio parere sulle seguenti circostanze:

- i) Con riguardo alle rettifiche apportate da PwC all'EBITDA risultante dal *Price Adjustment Certificate* redatto da LAG il Comitato condivide le conclusioni a cui è pervenuto il consulente, ad eccezione di quanto si dirà nel successivo punto ii) con riguardo al margine netto relativo al primo semestre 2012 riconosciuto a LEA in forza dei citati accordi contrattuali. In particolare il Comitato condivide l'opportunità di non considerare nelle rettifiche aventi diretto impatto sull'EBITDA calcolato ai fini della clausola 2.3 del Contratto, da un lato gli "*Accounting adjustments*", quantificati da PwC in un importo netto

positivo di \$0,1 milioni, in quanto non contemplati dal Contratto e, dall'altro, quegli ulteriori elementi, di importo complessivo negativo per \$1,8 milioni, che, alla luce delle analisi svolte, sono risultati caratterizzati, come evidenziato anche dal Collegio, da una natura sostanzialmente ricorrente, attesa la circostanza del loro verificarsi ripetutamente in ciascun esercizio, ancorché in misura differente (circostanze c.d. "rolling"). Tale considerazione, unitamente alla circostanza della non adeguatezza delle evidenze documentali presentate a supporto, ha indotto il Comitato a discostarsi parzialmente dalle conclusioni del Collegio sulla posta in esame.

- ii) Con riguardo alla rettifica positiva di \$0,6 milioni apportata da LAG all'EBITDA *reported*, non accolta da PwC e dal Collegio sull'assunto che trattasi di rettifica *pro-forma*, non contemplata dalla definizione contrattuale dell'EBITDA ai fini dell'aggiustamento prezzo, il Comitato, pur prendendo atto che una posizione improntata ad una rigorosa applicazione letterale della norma contrattuale porterebbe ad escludere tale rettifica, ritiene che una lettura caratterizzata da buona fede delle norme contrattuali, alla luce di una interpretazione sostanziale della volontà delle parti, testimoniata anche dalla stipulazione di specifici accordi in tal senso dai quali, in definitiva, si origina il riconoscimento a LEA di un margine netto relativo al primo semestre del 2012, faccia propendere per la scelta di accogliere la rettifica positiva di \$0,6 milioni che, solo ed esclusivamente in ossequio alla stringente applicazione degli *US Gaap*, non è stata contabilmente inclusa nelle componenti positive di reddito dell'esercizio 2012.



iii) Con riguardo allo scostamento rilevato nelle spese di *marketing*, alla luce delle approfondite analisi condotte dal Collegio, con il pregevole contributo del Prof. Pellegrini, il Comitato ritiene di condividere il giudizio complessivo circa la non coerenza di tale scostamento con l’*“ordinary course of business”* e le *“best management practices”* per le chiare motivazioni espresse nella relazione del Collegio e qui interamente fatte proprie. Il Comitato ritiene altresì di condividere, in linea di principio, la posizione espressa dal Collegio di ridurre, ai fini della determinazione della Rettifica di Prezzo, l’ammontare complessivo dello scostamento dell’importo di \$2,0 milioni, qualificato da PwC come *“efficiencies”* sulla base delle dichiarazioni del management di LAG. Il Comitato ritiene tuttavia, anche alla luce del parere rilasciato dal Prof. Guido Rossi in merito all’interpretazione legale della clausola 2.2.5 del Contratto, che attribuisce senz’altro ai Venditori l’onere della prova circa la coerenza dello scostamento delle spese di *marketing* al concetto di *“ordinary course of business”*, che non risponda all’interesse della Società di includere, allo stato attuale dell’iter contrattuale, tale importo a titolo di *“efficiencies”* nel calcolo dell’EBITDA rilevante ai fini della Rettifica del Prezzo e della *Notice of Disagreement*. Fermo restando, sin da ora, che qualora i Venditori dovessero, in sede di composizione dei reciproci interessi delle parti nell’arco temporale previsto dal Contratto, produrre adeguate evidenze documentali circa l’esistenza e l’ammontare di un effettivo risparmio di costi, riconducibile pertanto all’*“ordinary course of business”* e alla *“best management practices”*, l’EBITDA *adjusted* di seguito indicato potrebbe essere incrementato di un importo pari a tale ammontare.

Alla luce delle considerazioni sopra svolte il Comitato ritiene che l'*Enterprise Value* di LAG al 30 dicembre 2012, ai fini della Rettifica di Prezzo, possa essere quantificato come sintetizzato nella seguente Tabella.

Tabella 4 — Parere del Comitato Parti Correlate - *Enterprise Value* al 30 dicembre 2012 (\$/ML)

<i>EBITDA adjusted – PwC</i>	93,06
Q1-Q2 LINT net commission”	0,65
Scostamento spese di marketing LAG e LINT	(13,30)
<i>EBITDA adjusted</i>	80,41
<i>EV (EBITDA adjusted X 9,5)</i>	763,89

Pertanto il Comitato ritiene che, attesa l'evidenza dell'interesse di Parmalat alla richiesta di una Rettifica di Prezzo favorevole alla Società, la misura della stessa possa essere quantificata, secondo criteri di correttezza sostanziale, in **circa \$140 milioni**.

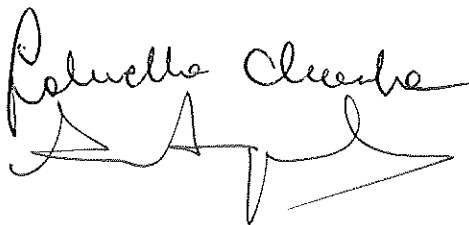
Tutto quanto premesso, nel corso della riunione del 10 maggio 2013 il Comitato a maggioranza, con il voto contrario del dr. Mastrangelo, ha espresso parere favorevole affinché il Consiglio di Amministrazione della Società notifichi ai Venditori una “*Notice of Disagreement*”, motivata sulla base delle argomentazioni contenute nel presente parere, richiedendo che la Rettifica di Prezzo sia riconosciuta a favore di Parmalat in un importo di almeno \$140 milioni, fermo restando che, ad esito delle successive fasi previste dal meccanismo contrattuale di aggiustamento del prezzo, il

Comitato, svolti gli opportuni approfondimenti, potrà esprimere il proprio
parere definitivo sull'Operazione.

Gabriella Chersicla (Presidente)

Antonio Aristide Mastrangelo

Riccardo Zingales



Milano, 10 maggio 2013