

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE
contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG

1. Con Raccomandata a.r. del 25 luglio 2012, prot. n. 12062627, anticipata in pari data via telefax, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (d'ora in avanti anche "Consob") ha chiesto, ai sensi dell'art. 114 del d.lgs. n. 58 del 1998 (d'ora in avanti "TUF"), al Collegio sindacale della Parmalat s.p.a. (di seguito "Parmalat" o "la Società") di esprimere le proprie valutazioni in merito al rispetto da parte della Società della procedura adottata per assicurare *"la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale"* della operazione di acquisizione da parte di Parmalat di Lactalis American Group, Inc. (di seguito "LAG"), con particolare riferimento alle verifiche effettuate dal Comitato di controllo interno (di seguito anche "CCI" o "Comitato") *"sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni"* e della nomina di Mediobanca s.p.a. quale esperto indipendente incaricato di assistere il CCI ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), del Regolamento della Consob sulle operazioni con parti correlate.

La Consob ha richiesto che le suddette valutazioni siano messe a disposizione del pubblico entro sette giorni dalla richiesta, con le stesse modalità con le quali è stato pubblicato il Documento informativo della operazione in questione, e ha, altresì, chiesto che di tale integrazione sia data notizia con *"un comunicato stampa da diffondersi con le modalità previste nella Parte III, Titolo II, Capo I"* del Regolamento emittenti, precisandosi che le informazioni sono fornite su richiesta della Consob.

MSR
Q *J*

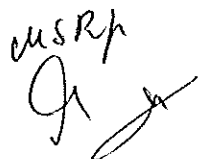
2. Il Collegio sindacale di Parmalat si è riunito (anche in conferenza telefonica) nei giorni 26, 27, 30 e 31 luglio 2012 al fine di approfondire tutti gli aspetti e i profili di cui alla predetta comunicazione della Consob. Ne sono scaturite le seguenti valutazioni.

3. Preliminarmente, il Collegio sente la necessità di chiarire quali siano i suoi poteri-doveri in relazione alle funzioni di controllo (del rispetto della legge e dello statuto e dei principi di corretta amministrazione) con riferimento a una operazione con parte correlata.

Si tratta cioè di stabilire in che cosa esattamente si estrinsechi il controllo di legalità del Collegio sindacale rispetto alla procedura prevista dal Regolamento della Consob n. 17221/2012 (e successive modificazioni), tenendo anche in conto le avvertenze di cui alla Comunicazione della stessa Consob n. 10078683 del 24 settembre 20120 (e tra queste, anzitutto, quella secondo cui per la realizzazione degli obiettivi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale di una operazione è necessario “*valutare caso per caso i comportamenti concreti delle società sia con riguardo alla definizione delle procedure sia nella loro effettiva applicazione*”).

In particolare, secondo l’art. 4, comma 6, del Regolamento sulle operazioni con parti correlate, *il Collegio sindacale vigila, oltre che sulla conformità delle procedure adottate dalla Società ai principi indicati dal Regolamento (conformità che si è constatata, ma che comunque non pare essere posta in discussione), sulla osservanza delle procedure adottate e ne riferisce all’Assemblea.*

A sua volta l’art. 8 del Regolamento sulle operazioni con parti correlate dispone che per le operazioni di maggiore rilevanza le procedure prevedano:



- (a) una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione;
- (b) che un comitato, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria;
- (c) che il consiglio di amministrazione approvi l'operazione previo motivato parere favorevole del comitato indicato nella lett. (b) sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Ne discende che il Collegio sindacale deve quindi:

- (i) constatare che l'operazione in concreto posta in essere sia correttamente qualificata e sia quindi assoggettata alla appropriata procedura (cosa che nel caso di specie è stata fatta, verificando che la operazione in questione è stata prima considerata e poi trattata come operazione con parte correlata e, in particolare, come operazione di "maggiore rilevanza", assoggettata, quindi, ai presidii e alle tutele di maggior rigore);
- (ii) constatare che la deliberazione in merito a tale operazione sia stata riservata al Consiglio di amministrazione (cosa che pure il Collegio ha fatto e che è regolarmente avvenuta);
- (iii) controllare che un Comitato interno al Consiglio di amministrazione, composto esclusivamente di amministratori indipendenti non correlati, o uno o più dei suoi componenti siano stati coinvolti sin dall'inizio nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso almeno la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo (cosa che altresì il Collegio ha fatto, potendo constatare che tutto ciò è avvenuto);



(iv) controllare che tale Comitato e i suoi singoli componenti a ciò delegati abbiano potuto, nella fase istruttoria e delle trattative, formulare osservazioni agli organi delegati della Società e agli altri soggetti incaricati dalla stessa delle trattative (cosa che il Collegio ha fatto e che è in concreto avvenuta tanto con riferimento a indicazioni date dal Comitato quanto con riferimento a indicazioni di suoi singoli componenti: ci si riferisce in particolare all'intervento del Presidente del Comitato alle più significative riunioni avvenute nel corso della trattativa);

(v) controllare che l'operazione sia (eventualmente) approvata dal Consiglio previo motivato parere favorevole del suddetto Comitato di amministratori indipendenti e non correlati (cosa che il Collegio ha fatto e che è regolarmente avvenuta);

(vi) controllare che la motivazione (eventualmente) favorevole del suddetto parere verta *“sull'interesse della società al compimento della operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni”* (cosa che il Collegio ha fatto, riscontrando che tale motivazione avesse appunto siffatto oggetto e contenuto)¹.

4. Ora, il primo punto da approfondire è quest'ultimo.

Al riguardo il Collegio osserva come il parere del Comitato verta indubbiamente sulla ricorrenza dell'interesse della Società al compimento della operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle

¹ Deve anche, seppure incidentalmente, ricordarsi che nell'ambito dei propri poteri il Collegio sindacale ha posto in essere e stimolato *attività ulteriori* rispetto a quelle minime prescritte dal Regolamento sulle operazioni con parti correlate. Ed in vero, il Collegio sindacale ha, in questo senso, ritenuto di dovere instaurare la prassi in virtù della quale la sua partecipazione alle riunioni del Comitato per le operazioni con parti correlate avvenga in forma quanto più possibile collegiale e ha, attraverso appositi suggerimenti dati per le vie brevi al Presidente del Comitato, stimolato la organizzazione di un apposito *board of independent directors* da tenersi dopo la ultima riunione del Comitato chiamato a rendere il parere e prima della riunione del Consiglio di amministrazione convocato per deliberare sulla operazione con parte correlata in questione.



relative condizioni. Si tratta, allora, di stabilire fino a che punto il Collegio sindacale possa e debba, nell'esercizio delle sue funzioni, valutare ulteriormente il contenuto di tale motivazione.

A parere di questo Collegio è certo che il suo scrutinio non possa limitarsi alla constatazione formale della esistenza di una formula più o meno tautologica (che, cioè, affermi l'esistenza di interesse della società e la ricorrenza di condizioni corrette e convenienti... perché esiste un interesse della società); è invece necessario – sempre ad opinione di questo Collegio – controllare che si possa parlare di *effettiva motivazione*, e cioè che ricorrano una serie di argomenti volti a illustrare e giustificare la ragione o le ragioni per le quali il Comitato ritiene che il compimento della operazione con parte correlata si inquadri in una attività volta a perseguire l'interesse della società e che la stessa avvenga a condizioni convenienti e sostanzialmente corrette.

In questo senso è a dirsi che il Collegio ha constatato e può confermare che il parere del Comitato si basa su di una motivazione che può effettivamente definirsi tale anche dal punto di vista sostanziale, risolvendosi la stessa in una serie articolata e ragionata di argomenti, vuoi relativi alla ricorrenza dell'interesse della società (nel parere del Comitato talora definito come “interesse aziendale”) alla operazione, vuoi relativi alla convenienza e correttezza delle relative condizioni (nel parere talora definite come “*fair*”)².

² Proprio in ragione della necessità di adottare il principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Il Collegio ha sempre ritenuto di dovere, nel corso delle sue verifiche, informarsi a un criterio sostanzialista e verificare se le prescrizioni normative fossero state rispettate in concreto, al di là e a prescindere dalla utilizzazione di specifiche *formule* verbali.



In particolare, il Collegio sindacale ha rilevato e rileva che la *ricorrenza dell'interesse della Società alla conclusione della operazione* sia stata dal Comitato valutata, argomentata e analiticamente motivata alla luce della possibilità e opportunità di conseguire i seguenti obiettivi, espressamente definiti e giudicati come "strategici":

- 1) ingresso della Parmalat in uno dei più importanti mercati mondiali nel settore c.d. "*dairy*" (che è appunto quello in cui opera la Parmalat);
- 2) incremento all'interno del portafoglio prodotti di Parmalat dell'incidenza di categorie a elevato valore aggiunto, dal momento che LAG opera nei più redditizi segmenti del formaggio (in particolare di quelli c.d. "*soft & fresh*"), che erano quasi del tutto assenti dal portafoglio internazionale di Parmalat;
- 3) sfruttamento dell'opportunità di esportazioni dal Canada, attraverso lo sviluppo di vendite negli Stati Uniti, di marchi di Parmalat Canada;
- 4) rafforzamento della posizione di Parmalat in America Latina, con la possibilità di poter raggiungere tali mercati, e in particolare quelli brasiliano e messicano, con formaggi prodotti in Canada, in USA e in Europa;
- 5) la possibilità, attraverso la presenza tanto in Canada quanto in USA, di avvantaggiarsi dal punto di vista degli approvvigionamenti, in quanto sarebbe risultata aumentata la forza contrattuale di Parmalat in Nord America, conseguendo inoltre l'ottimizzazione del livello di utilizzo di capacità produttiva esistente presso gli stabilimenti di Parmalat Canada.

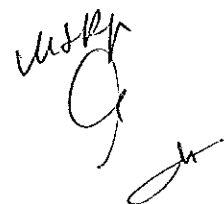
Inoltre il parere del Comitato si fonda sulla valutazione del piano industriale di LAG, del quale il Comitato stesso ha potuto verificare la tenuta anche alla luce di una analisi di sensitività che fondasse su una ipotesi più conservativa.

In terzo luogo la ricorrenza dell'interesse sociale (o aziendale) è stata motivata sulla base delle sinergie attese dalla operazione.



Per quanto poi riguarda la *motivazione della convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della operazione*, il Collegio ha constatato che il parere del Comitato, anche sulla base della *fairness opinion* rilasciata da Mediobanca, fonda le sue conclusioni su una serie di analitici ragionamenti e almeno sui seguenti argomenti:

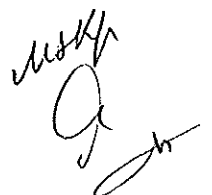
- 1) il prezzo, individuato al termine delle trattative e condiviso dalle parti (un EV pari a 906 milioni di USD, senza considerare la posizione finanziaria netta), si posiziona nella fascia bassa della forchetta di prezzo indicata dall'*advisor* finanziario per il c.d. *base case* (842-1.002 milioni di USD) e nella fascia alta del c.d. *conservative case* (787-930 milioni di USD): ciò a significare un prezzo di acquisto in linea con le valutazioni anche più prudenti;
- 2) il multiplo da applicarsi all'EBITDA per la quantificazione del corrispettivo (pari a 9,5) è inferiore ai valori medi e mediani osservati (pari a 10 per aziende del settore) per le transazioni aventi a oggetto partecipazioni di controllo di società comparabili; se poi si restringe il campione alle aziende del settore formaggi, particolarmente omogeneo a LAG, si riscontra un multiplo più alto (di 11 volte l'EBITDA);
- 3) la valorizzazione delle sinergie conseguibili dall'operazione è stata parzialmente considerata per la definizione del prezzo: infatti, solo il 30% del complessivo valore stimato delle stesse è stato utilizzato a tal fine; sulla base di ciò il Comitato ha ritenuto che, una volta a regime, l'integrazione tra LAG e Parmalat possa portare ulteriori benefici non direttamente rappresentati nella valutazione alla base del parere;
- 4) che gli accordi con il venditore prevedono un meccanismo di eventuale aggiustamento del corrispettivo.



Fatte queste verifiche e ribadita la percezione di questo Collegio che tutta la procedura seguita si sia svolta nel rispetto, non solo formale ma anche sostanziale, dei principi posti dal Regolamento per le operazioni con parti correlate, il Collegio ritiene che la sua funzione non possa spingersi a (ri-)valutare o a sostituirsi nella valutazione della ricorrenza dell'interesse della Società alla operazione o della correttezza sostanziale e convenienza delle condizioni della stessa.

Appare infatti al Collegio evidente che si tratta di valutazioni e funzioni che, oltre a rientrare nell'ambito coperto dalla c.d. *business judgement rule*, sono comunque di esclusiva competenza dell'organo amministrativo (in virtù del chiarissimo e centrale principio di cui al primo comma dell'art. 2380-*bis* cod. civ.).

In questa prospettiva il Collegio si permette di osservare che, a suo avviso, le potenziali criticità poste a base della comunicazione ricordata in premessa non riguardano aspetti che possano essere valutati dal Collegio sindacale come sintomi di un mancato rispetto delle norme che presidiano la realizzazione di "operazioni tra parti correlate". Il Collegio deve quindi ribadire che ritiene – per quanto qui ricordato e riflesso nei propri verbali e nella costante attenzione prestata all'evolversi delle differenti circostanze concernenti la operazione oggetto di attenzione, dalla sua origine alla sua conclusione – che la procedura seguita, formalmente e concretamente, per giungere alla approvazione della operazione *de qua* non possa dirsi connotata da scarsa valutazione dell'interesse sociale e da disallineamenti dai principi di corretta amministrazione (almeno per quanto a questo Collegio è stato rappresentato e per quanto è stato possibile al medesimo autonomamente constatare).

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. G. J.', located in the bottom right corner of the page.

5. Quanto poi agli elementi potenzialmente critici con riferimento specifico alla nomina di Mediobanca s.p.a. quale esperto indipendente incaricato di assistere il CCI ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), del Regolamento sulle operazioni con parti correlate, il Collegio osserva, in primo luogo, che la scelta dell'*advisor* (finanziario) indipendente è stata operata, per quanto consta al Collegio, dal CCI all'interno di una rosa di candidati formata in base ai desiderata e alle valutazioni del Comitato stesso.

Al Collegio sindacale risulta, infatti, che la indicazione di richiedere le offerte per l'assistenza al CCI proveniva dallo stesso CCI, il quale, tra l'altro aveva già richiesto l'ausilio di Mediobanca come esperto indipendente nella precedente "operazione con parte correlata", considerata anch'essa, come quella qui in commento, di "maggiore rilevanza" (ai sensi della relativa Procedura), realizzata nell'esercizio 2011: e cioè quella relativa all'adesione al *cash pooling* con BSA Finances.

Al Collegio sindacale risulta, inoltre, che se fu la Società a richiedere alle tre banche d'affari, in origine selezionate dal Comitato (HSBC, Rothschild, Mediobanca), i preventivi per poi sottoporli al CCI, tale circostanza è ampiamente giustificata dal fatto che solo la Società ha una struttura (amministrativa) adeguata per svolgere questa attività pre-contrattuale (come del resto fu di certo la Società con le sue strutture a curare la conclusione del contratto con l'*advisor* prescelto, seppure seguendo le autonome determinazioni e indicazioni del CCD); e tale circostanza non può certo dirsi viziare in radice gli autonomi canoni di scelta dell'*advisor* finanziario applicati dal CCI.

Inoltre, il Collegio sindacale rammenta che, al di là delle risultanze delle indicazioni formali contenute nel documento informativo (e dalla sua



integrazione) redatto ai sensi degli applicabili regolamenti (e che costituisce, inevitabilmente, una sintesi), la questione della indipendenza di Mediobanca quale *advisor* finanziario del CCI fu da quest'ultimo, e dallo stesso Consiglio di amministrazione, attentamente valutata e risolta, in senso positivo, in occasione del conferimento dell'incarico relativo alla realizzazione, nel 2011, del già ricordato *cash pooling*. E il CCI e il Consiglio hanno ritenuto che tale verifica del requisito di indipendenza abbia esaurito ogni necessità di ulteriore valutazione anche in relazione all'incarico relativo all'operazione qui in commento, in carenza di elementi modificativi della situazione di Mediobanca (peraltro, anche dalla stessa, eventualmente denunciati) *medio tempore* emersi³.

Mediobanca, inoltre, per quanto è stato dato apprezzare da parte di questo Collegio, si è dimostrata con riferimento all'operazione di *cash pooling* nei fatti pienamente indipendente, così come pare a questo Collegio sia emerso anche con riferimento all'incarico qui in esame, concernente l'acquisizione di LAG. Tra l'altro, questo Collegio, in occasione della riunione del CCI dell'11 maggio 2012, ebbe modo di apprendere, sia da Mediobanca, sia dal Presidente del CCI (che ha personalmente presenziato e partecipato alle più significative fasi negoziali sostanziali dell'operazione), del serrato, quanto virtuoso (a tutela degli interessi di Parmalat), confronto che si sarebbe svolto, in più occasioni, tra Mediobanca e l'*advisor* finanziario di *Groupe Lactalis*, in merito, appunto, alla valutazione

³ Si ricorda che, in virtù di quanto stabilito nel par. VIII.3 del contratto di "Incarico di consulente finanziario in qualità di esperto indipendente" del CCI (che il Collegio sindacale ha potuto acquisire nel corso delle sue verifiche), Mediobanca ha dichiarato che non era a conoscenza di alcuna situazione che potesse determinare un conflitto di interessi nell'espletamento dell'incarico, e che, qualora conflitti di interessi fossero sorti nell'espletamento dell'incarico, la stessa Mediobanca si impegnava a gestirli in modo da non arrecare pregiudizio agli interessi della Società, in conformità a quanto previsto dalla Direttiva 2004/39/CE e relative disposizioni di secondo livello, nonché dalle rispettive norme di recepimento e relative norme di attuazione in Italia, nonché dalla politica di gestione dei conflitti di interesse adottata da Mediobanca stessa.

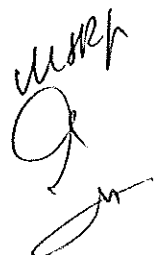


economico-finanziaria dell'operazione. Inoltre, sempre nella stessa riunione del CCI, il Collegio apprese proprio da Mediobanca che nel corso di tali confronti vennero ottenuti a beneficio della Società:

- (i) la rielaborazione di un *business plan* di LAG con assunzioni più conservative;
- (ii) l'assunzione di multipli più conservativi per la valutazione di LAG, rispetto alle originarie richieste del *Groupe Lactalis*;
- (iii) la possibilità di determinare il corrispettivo *adjusted*, sulla base dell'effettivo Ebitda 2012 di LAG e Lint;
- (iv) una licenza d'uso dei marchi Galbani e *Prèsident* per la durata di 20 anni a favore di Parmalat, con *royalty* a condizioni fisse, oltre all'esclusiva sulla vendita dei prodotti di *Groupe Lactalis* nei mercati delle Americhe del nord e del sud.

6. Tanto precisato, il Collegio evidenzia di aver richiesto a due insigni giuristi di rendere un parere per la verità sulle effettive prerogative del Collegio sindacale con riferimento al controllo del corretto svolgimento della procedura suddetta e, in particolare, sul contenuto del "sindacato" che il Collegio sia chiamato a svolgere relativamente all'interesse della società in una operazione con parte correlata, per come valutato dall'organo amministrativo sulla base del conforme parere dell'apposito comitato di indipendenti, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della operazione, sempre per come valutate dall'organo amministrativo sulla base del parere del comitato con funzioni istruttorie e consultive.

Inoltre, il Collegio rende noto che ha ritenuto, anche alla luce delle osservazioni della Autorità di vigilanza, di invitare il Consiglio di amministrazione e il Comitato di controllo interno a precisare se, al di là di quanto sino a oggi verbalizzato, tutte le varie circostanze rese note al e



percepito dal Collegio sindacale e sulla base delle quali il Collegio sindacale ha tratto il convincimento che: (i) sia stato correttamente apprezzato l'interesse sociale alla realizzazione dell'operazione di acquisizione di LAG e la convenienza e correttezza sostanziale delle sue condizioni; e (ii) sia stata correttamente apprezzata l'indipendenza di Mediobanca quale *advisor* finanziario del CCI, e del Consiglio di amministrazione, per la valutazione degli aspetti economico-finanziari della operazione, siano esatte e corrispondenti al vero.

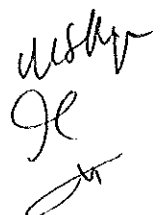
Infine, il Collegio informa che ha inteso richiamare gli amministratori e le funzioni aziendali preposte:


- al puntuale e tempestivo presidio delle disposizioni contrattuali relative all'acquisizione di LAG sottese al meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisizione;
- e in ogni caso a verificare, in tale contesto così come nel prosieguo della conduzione delle attività acquisite "via LAG", sempre a presidio delle disposizioni contrattuali suddette, l'eventuale necessità o comunque opportunità di attivare ogni e qualsivoglia rimedio consentito dai predetti contratti o dalla legge applicabile, là dove l'interesse sociale lo esiga.


7. Tutto ciò premesso, il Collegio sindacale, su richiesta della Consob del 25 luglio 2012, mette a disposizione del pubblico, con le stesse modalità con le quali è stato pubblicato il documento informativo sulla operazione di acquisizione di LAG, la presente relazione approvata all'unanimità il 31 luglio 2012.

Milano, 31 luglio 2012.

Il Collegio sindacale di Parmalat s.p.a.



prof. avv. Mario Stella Richter (Presidente) 

dott. Roberto Cravero 

dott. Alfredo Malguzzi 