PARTNERS
CONSULENTI E PROFESSIONISTI ASSOCIATI

Prof. Angelo Provasoli

Prof. Pietro Mazzola

IL VALORE DI ACQUISIZIONE DI LACTALIS AMERICAN GROUP E DELLE ATTIVITÀ DI LACTALIS INTERNATIONAL ACQUISITI DA PARMALAT SPA

14 giugno 2013

PARTNERS
CONSULENTI E PROFESSIONISTI ASSOCIATI

INDICE

1. **PREMESSE.** 4

2. **LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA E LA DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA.** 11

3. **I PRINCIPALI ESITI DEL LAVORO SVOLTO.** 15

4. **TRATTI CARATTERISTICI DI LAG E LINT ED ELEMENTI RILEVANTI DELL'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE.** 18

5. **LE QUESTIONI DI METODO E LA CONSEGUENTE IMPOSTAZIONE METODOLOGICA ACCOLTA NELLA VALUTAZIONE DELL'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE.** 27

   La specifica nozione di valore da assumere a riferimento ai fini della valutazione della congruità del prezzo negoziato nell'ambito di operazioni di acquisizione. 28

   Il meccanismo di calcolo del prezzo e la sua indeterminatezza alla data di riferimento della presente valutazione. 32

   L'esistenza di un divario tra la strategia operante e la strategia intenzionale prevista a piano. 38

   L'impostazione metodologica accolta nella valutazione. 41

6. **CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.** 44

   La scelta dei criteri di valutazione. 44

   L'illustrazione dei criteri di valutazione adottati: il criterio finanziario *unlevered* e la considerazione delle sinergie. 48

   L'illustrazione dei criteri di valutazione adottati: il criterio dei multipli e la considerazione delle sinergie. 53

7. IL VALORE DI ACQUISIZIONE IN BASE ALLA STRATEGIA OPERANTE E IL MULTIPLO UTILIZZATO AI FINI DEL CALCOLO DEL MECCANISMO DI EARN-OUT. 56

L'applicazione del criterio finanziario *unlevered.* 57

***I dati economici di riferimento.* 57**

***Le sinergie derivanti dall'operazione di acquisizione.* 62**

***Il costo del capitale.* 64**

***Il range di valori della strategia operante ottenuti con il criterio finanziario e il range di multipli dell'EBITDA ad essi correlati.* 68**

***L'applicazione del criterio finanziario e le analisi di sensitività alle sinergie.* 72**

L'applicazione del criterio dei multipli nella versione c.d. delle transazioni comparabili. 73

L'applicazione del criterio dei multipli nella versione c.d. delle multipli di Borsa. 79

Conclusioni. 83

8. IL VALORE DI ACQUISIZIONE IN BASE ALLA STRATEGIA INTENZIONALE DI PIANO. 88

***I dati economici di riferimento.* 89**

***L'applicazione del criterio finanziario e lo sviluppo delle analisi di sensitività.* 91**

9. LA SINTESI VALUTATIVA. 105

La sintesi dei valori economici. 105

Le difficoltà della stima. 106

Il giudizio conclusivo sul prezzo negoziato. 108

1. PREMESSE.

1.1. La presente stima si inquadra nell'ambito delle complessive vicende che hanno preceduto e fatto seguito all'operazione di vendita a Parmalat S.p.A. (in seguito anche "Parmalat" o "la parte acquirente") da Groupe Lactalis S.A., B.S.A. S.A. (società cui fa capo il controllo di Parmalat, in seguito anche "BSA") e BSA International S.A. (in seguito anche, complessivamente, il "Gruppo Lactalis" o "la parte venditrice"), di Lactalis American Group Inc. (in seguito anche "LAG"), e delle attività di Lint Americas, incluse quelle svolte in Brasile e in Messico (in seguito anche "LINT" e, congiuntamente, "LAG e LINT"), con contestuale stipulazione, da parte di LAG, dei seguenti accordi: (a) contratto di distribuzione con BSA, in forza del quale LAG e le società da questa controllate avranno diritto di commercializzare, in via esclusiva, i prodotti caseari del Gruppo Lactalis nel continente americano; (b) contratto di licenza con Egidio Galbani S.p.A., in forza del quale LAG avrà diritto di utilizzare, in via esclusiva, il marchio Galbani, per la produzione e vendita di prodotti caseari nel continente americano; (c) contratto di licenza con BSA, in forza del quale LAG avrà diritto di utilizzare, in via esclusiva, il marchio Président per la produzione e vendita di prodotti caseari nel continente americano.

1.2. L'accordo tra le parti è intervenuto nel maggio del 2012, all'esito di una trattativa durata alcuni mesi nel corso della quale le iniziali pretese negoziali si sono progressivamente avvicinate, sino a convergere su un articolato meccanismo di definizione del corrispettivo, il cui esatto importo non era ancora definito alla data di riferimento della presente stima. In particolare, per effetto di tale meccanismo, si è proceduto a: i) identificare un intervallo di valori, ricompresi tra un minimo ed un massimo per l'*Enterprise Value* (EV) degli *asset* compravenduti, ossia per il valore dell'attivo patrimoniale, a cui sommare algebricamente l'importo della Posizione Finanziaria Netta alla fine mese più prossima al *closing;* ii) indicare un prezzo provvisorio, ricompreso in detto intervallo e posto pari ad un multiplo di 9,5 volte il valore dell'EBITDA aggregato di LAG e LINT atteso per l'esercizio 2012 (in seguito anche

"EBITDA *expected"*) in base alle indicazioni contenute nel piano triennale predisposto dal *management* delle società compravendute e ripreso, tra l'altro, nel documento di Vendor Due Diligence predisposto dagli advisor del venditore (in seguito anche il "Piano" o il "*Business Plan"*); iii) rimandare ad una data successiva (ossia a valle dell'approvazione dei bilanci relativi all'esercizio 2012) l'effettiva quantificazione del prezzo definitivo, comunque ricompreso nell'intervallo inizialmente definito, precisamente posto pari ad un multiplo di 9,5 volte il valore dell'EBITDA aggregato di LAG e LINT effettivamente registrato nel corso dell'anno 2012 (in seguito anche "EBTDA *reported"*), rettificato per tenere conto dell'eventuale differenza tra le spese di *marketing* sostenute nel corso dell'anno e quelle previste dal *Business Plan* (in seguito anche "EBITDA *adjusted"*, ove EBITDA *adjusted* = EBITDA *reported* +/- aggiustamento derivante dalla differenza nell'ammontare delle spese di *marketing*effettive rispetto a quelle previste da Piano)[1]; iv) definire un sistema per effetto del quale entrambe le parti fossero garantite circa l'effettiva applicazione, sul piano finanziario, del meccanismo di adeguamento del prezzo, ossia il prodursi dei flussi finanziari di aggiustamento conseguenti alla definizione del prezzo definitivo.

1.3. Ai fini della verifica della congruità del prezzo provvisorio negoziato con BSA, il Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* di Parmalat si è avvalso dell'assistenza di Mediobanca S.p.A. (in seguito anche "Mediobanca"), la quale sulla base delle considerazioni valutative contenute nel proprio documento datato maggio 2012, è giunta alla conclusione che il corrispettivo provvisorio potesse considerarsi congruo, ossia si collocasse all'interno di un *range* espressivo dei c.d. valori di acquisizione degli *asset* compravenduti. Tale giudizio è stato condiviso dal Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*di Parmalat, dapprima, e dall'intero Consiglio di Amministrazione di quest'ultima, successivamente.

[1] In particolare, l'art. 2.2.5 del Contrattoprecisache: "*For the purposes of this Clause 2.2* [*i.e.* aggiustamento prezzo su PFN al 30.6.12] *and Clause 2.3 below* [*i.e.* aggiustamentoprezzosu EBITDA al 31.12.12] *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*".

1.4. La valutazione di congruità è stata poi oggetto di rilievi da parte di Amber Capital L.P. (di seguito anche "Amber" o "Esponente"), azionista di Parmalat, confluiti in un esposto presentato alla Procura della Repubblica di Parma (nel seguito anche "Esposto") nel luglio 2012 (in particolare nel punto 6 di detto Esposto), poi notificato a Parmalat nel corso del mese di ottobre del medesimo anno. Tali critiche sono state estese anche alla fondatezza del *Business Plan*, alla stima e alla considerazione delle sinergie ritraibili dall'operazione di acquisizione, alla mancanza di una *business due diligence* condotta da un terzo indipendente – avente ad oggetto la ragionevolezza del *Business Plan* e delle sinergie stimate – ad integrazione di quella sviluppata in proprio dal *management* di Parmalat.

Anche a seguito di detto esposto, la Procura della Repubblica di Parma ha avviato un procedimento ex art. 2409 nei confronti degli amministratori e dei sindaci di Parmalat. Nell'ambito di tale procedimento, la Procura della Repubblica ha avanzato una serie di osservazioni critiche, alcune delle quali hanno avuto per oggetto: i) la mancanza di una *business due diligence* condotta da un terzo indipendente sulla ragionevolezza delle previsioni contenute nel *Business Plan* e delle sinergie stimate e ii) il processo valutativo degli *asset* compravenduti.

Tanto il tema della valutazione degli *asset* compravenduti – e, in particolare, quello della "*divergenza tra quanto corrisposto e l'effettivo valore delle società acquisite*"[2] – quanto quello della mancanza di una *business due diligence* condotta da un terzo indipendente sono stati poi ripresi nel decreto emesso dal Tribunale di Parma in data 28 marzo 2013, all'esito di detto procedimento.

1.5. Parallelamente allo svolgimento del procedimento ex art.2409, inoltre, la Procura della Repubblica di Parma ha avviato anche un'indagine penale riguardo l'operazione di compravendita di cui si discute e imperniata sulla

[2] Tribunale Ordinario di Parma, Decreto del 28 marzo 2013, p.50.

possibile esistenza di una divergenza tra il corrispettivo negoziato e l'effettivo valore degli *asset* compravenduti.

1.6. Venuti a conoscenza dell'esistenza delle critiche riguardanti le conclusioni cui Mediobanca era giunta sulla scorta delle considerazioni valutative sviluppate e che il Consiglio di Amministrazione di Parmalat aveva fatto proprie, taluni componenti del Consiglio di Amministrazione hanno chiesto ai sottoscritti Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola di esprimere un parere tecnico sulle metodologie valutative e sulle scelte applicative adottate da Mediobanca e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione (in seguito il "Parere"). Successivamente, agli scriventi è stato chiesto di integrare il Parere, estendendolo alle considerazioni contenute nel § 6 del già menzionato esposto presentato dall'azionista Amber. Il Parere è stato rilasciato in data 26 ottobre 2012.

1.7. Agli scriventi è stato poi richiesto di predisporre un'autonoma valutazione della congruità del prezzo negoziato per gli *asset* oggetto di compravendita (in seguito anche la "Valutazione" o la "presente Valutazione"), 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. E ciò:

- da un lato, con la sola integrazione di una *business due diligence* condotta nella medesima prospettiva temporale della Valutazione (ossia con logica *ex ante*) da un terzo indipendente, avente ad oggetto le previsioni contenute nel *Business plan* di LAG e di LINT, le caratteristiche dei contratti di distribuzione sottoscritti e la stima delle sinergie ritraibili dall'operazione di acquisizione;
- dall'altro lato, con la consapevolezza che talune possibili aree di incertezza presenti alla data di riferimento della Valutazione (quali ad esempio l'andamento dell'anno 2012 o le informazioni contabili di

natura storica di LINT) avrebbero potuto trovare totale o parziale rimedio nel meccanismo di determinazione del prezzo concordato (il quale, all'interno dell'intervallo di valori individuato, rimandava all'EBITDA consuntivo 2012, che sarebbe stato oggetto di apposite e specifiche attività di verifica),

1.8. Gli scriventi hanno, quindi, proceduto anzitutto a individuare e selezionare una società di consulenza con una elevata *expertise* nel settore oggetto di analisi, specializzata nello svolgimento di dette *business due diligence* e caratterizzata da: i) un'operatività internazionale tale da consentirle di svolgere in maniera adeguata le verifiche riguardanti gli *asset* oggetto di compravendita; ii) una sostanziale indipendenza rispetto agli amministratori e al gruppo Lactalis; iii) la disponibilità a che i propri *report*, tradizionalmente riservati ai soli clienti e non utilizzabili con terzi, potessero essere prodotti nell'ambito dei procedimenti civili e penali in corso e riguardanti l'operazione di compravendita di LAG e LINT.

E' stata, quindi, selezionata la società Boston Consulting Group (in seguito anche "BCG"), società appartenente al ristretto gruppo delle principali società *leader* nel mercato della consulenza strategica, con una tradizionale presenza nel settore dei beni di largo consumo – e tra questi in particolare in quello di operatività di LAG e LINT – e storicamente attiva anche nello svolgimento di *business due diligence* nell'ambito di operazioni di acquisizione. Inoltre, BCG: i) caratterizzandosi per una struttura internazionale e per una forte presenza nel mercato americano, suo paese di origine, ha tra l'altro potuto mettere a disposizione un *team* internazionale per la conduzione della *due diligence*, sottoscritta tra gli altri dal *partner* americano che tale verifica ha guidato; ii) ha inoltre dichiarato di essere in condizione di sostanziale indipendenza e di non avere conflitti di interesse nel condurre tale verifica, precisando che *"BCG has no conflict of interest of any kind in performing this assessment. BCG has never worked for the Lactalis Group. BCG worked for ParmalatS.p.A. in 2010, before it was acquired by the Lactalis Group. BCG worked for GalbaniS.p.A. in 2003 and 2004, before it was acquired by the*

Lactalis Group. Presently there are no outstanding contractual relationship nor outstanding fees due by Galbani or Parmalat S.p.A"; iii) ha, infine, preso atto che i suoi *report* avrebbero potuto essere prodotti nell'ambito dei procedimenti civili e penali in corso e riguardanti la compravendita delle società LAG e LINT.

1.9. A tale società, gli scriventi hanno poi conferito mandato di procedere ad un'analisi di ragionevolezza delle assunzioni e delle conclusioni del *Business Plan* e delle sinergie attese dall'operazione, nonché ad un esame delle condizioni contrattuali relative agli accordi di licenza sottoscritti in occasione dell'operazione di acquisizione e del loro impatto sulla strategia della società nel medio periodo[3].

1.10. BCG, al termine delle proprie analisi (in seguito l'"analisi BCG"), ha rilasciato due documenti, allegati alla presente memoria *sub* 1 e 2, rappresentati da un rapporto sintetico dal titolo "*Valutazione del Business Plan 2012-2014 di Lactalis American Group e della business unit Americas di Lactalis International*" (in seguito il "Rapporto BCG"), redatto in lingua italiana e in una struttura di relazione, e da un'appendice dal titolo "*LAG and LINT business plan review*", redatta in lingua inglese e con una struttura per tabelle e grafici (in seguito, la "Presentazione BCG"), a cui si farà riferimento nel corso della presente relazione.

[3] In particolare, il testo del mandato indica che "*The assessment will focus on evaluating the soundness of the assumptions and the conclusions drawn at the time of the decision, taking therefore into account the kind and quality of information and forecasts available at that time. In particular the assessment will cover:*

- *The soundness of the assumptions of the plan, with a specific focus on the sales projections which include the effect of the migration of some products under certain Lactalis brands (Galbani, President)*
- *The evaluation of the expected synergies*
- *The adequacy of the licensing contracts of certain Lactalis brands (Galbani, President) to Parmalat, benchmarked against industry standards in terms of duration and economic conditions, and the implications of such licensing on the medium term strategy of the Companies*"

1.11. Avendo così integrato la base informativa disponibile, gli scriventi hanno proceduto a stimare la congruità del prezzo o, come meglio si avrà modo di chiarire nel seguito, del meccanismo di determinazione del prezzo in considerazione del fatto che il primo, alla data di riferimento (vedi *supra* § 1.2.) della Valutazione, non era ancora stato definito.

1.12. Nel seguito della presente relazione, alla cui redazione hanno collaborato il dott. Piero Provasoli e il dott. Massimiliano Scalas, si procede a: indicare la data assunta a riferimento nella Valutazione e a richiamare la documentazione acquisita ai fini dello svolgimento dell'incarico conferito (cfr. *infra* § 2); anticipare, in forma sintetica, i principali risultati del lavoro svolto (vedi *infra* § 3); riprendere sinteticamente le specificità delle società oggetto di compravendita e delle più rilevanti previsioni contenute nei contratti sottoscritti (cfr. *infra* § 4); segnalare i problemi di metodo posti dalla Valutazione e illustrare l'impostazione metodologica accolta (cfr. *infra* § 5); richiamare sinteticamente le metodologie valutative utilizzate (cfr. *infra* § 6); procedere alla descrizione della loro applicazione e dei relativi esiti, fornendo così i *range* di valori ottenuti con i diversi metodi (cfr. *infra* §§ 7 e 8); esplicitare infine le considerazioni valutative di sintesi (cfr. *infra* § 9).

Con particolare riguardo ai §§ 7 e 8, si anticipa che in essi vengono individuati due diversi *range* di valori. In effetti, uno degli elementi caratterizzanti la Valutazione è la presenza di un Piano che assume il realizzarsi di un significativo cambiamento nell'assetto strategico e industriale delle società oggetto di compravendita, come anche si evince dal Rapporto BCG (vedi allegato 1). Di conseguenza, come sovente accade in occasione della stesura di piani industriali[4], per LAG e LINT si può parlare di due diverse strategie: i) la

[4] Secondo Coda, nei processi di gestione strategica è possibile individuare una strategia realizzata o operante ed una strategia intenzionale, tra le quali può esistere anche un divario di rilievo (Coda V., *Presupposti e impianto metodologico di una ricerca su "Valore, strategia, bilancio"*, sta in Molteni M. (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Milano, EGEA, 2000, p. 27; Coda V., Mollona E., *Managing Processes of Strategic Change: A Strategy Dynamic Model*, in Mollona E. (a cura di), Strategia a livello aziendale. Casi e Materiali didattici, Milano, Egea, 2000).Di conseguenza, anche nella predisposizione e nella presentazione di un piano industriale (che a pieno titolo si colloca all'interno dei processi di gestione strategica) vengono prese in esame e sviluppate due strategie: la strategia realizzata/operante e la strategia intenzionale, la quale può anche presentare e ipotizzare

strategia realizzata o operante, che caratterizza le due società al momento dell'operazione di acquisizione, che ha consentito l'ottenimento dei risultati più recenti e che, in continuità o con marginali integrazioni anche successive a detta operazione, offre un certo potenziale di sviluppo; ii) la strategia intenzionale – come presentata nel *Business Plan* – basata sulla realizzazione di un significativo cambiamento dell'assetto strategico e rivolta ad ottenere, una volta compiutosi il processo di transizione, risultati economici e finanziari superiori a quelli consentiti dalla strategia operante. Tanto considerato, gli scriventi hanno ritenuto di presentare in due separati paragrafi la stima del valore di LAG e LINT quale emerge, rispettivamente, sulla scorta della strategia operante (cfr. *infra* § 7) e della strategia intenzionale (cfr. *infra* § 8).

2. LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA E LA DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA

2.1. La data di riferimento nella cui ottica si pongono gli scriventi nella redazione della presente stima è a fine maggio 2012, ossia una data assai prossima a quella in cui gli Amministratori di Parmalat sono stati chiamati ad esprimersi in ordine alla possibile compravendita di LAG e LINT. Tale scelta, pienamente coerente con la richiesta di formulare una Valutazione di congruità in una prospettiva *ex ante*, comporta alcune rilevanti conseguenze.

2.2. Anzitutto, alla data di riferimento il prezzo di compravendita non era ancora stato definito nel suo importo, dal momento che quest'ultimo sarebbe stato calcolabile solo a valle della chiusura dell'esercizio 2012 e degli aggiustamenti contrattuali dell'EBITDA consuntivo di tale esercizio. Piuttosto, alla data di riferimento erano stati definiti sia l'intervallo di valori – compreso tra l'estremo inferiore di USD 760 mln e l'estremo superiore di USD 960 mln – all'interno del quale il prezzo definitivo si sarebbe comunque dovuto

cambiamenti di rilievo rispetto alla prima. In tal senso si vedano Mazzola P., Il Piano Industriale, Milano, Egea, pp.9 e ss. e Borsa Italiana, Guida al piano industriale, 2003, pp.18 e ss.

collocare (in seguito anche l' "Intervallo di Prezzo"), sia il meccanismo di determinazione puntuale del prezzo definitivo.

2.3. Ciò significa che l'importo del prezzo, provvisoriamente anticipato da Parmalat alla parte venditrice sulla base di un valore provvisorio degli asset compravenduti pari a USD 904 mln[5], non può essere assunto a riferimento ai fini dell'apprezzamento della congruità del prezzo effettivamente negoziato (non ancora individuato). Di conseguenza, gli scriventi hanno dovuto procedere a:

- stimare un *range* di valori degli *asset* compravenduti alla data di riferimento, da porre a confronto con l'intervallo di prezzo concordato tra le parti (meglio, con i suoi estremi);
- verificare la congruità del meccanismo di determinazione del prezzo definitivo, ossia la congruità del multiplo di 9,5 da applicarsi all'EBITDA consuntivo del 2012, eventualmente rettificato per tenere conto delle previsioni contrattuali e in particolare di quelle regolate dalla clausola 2.2.5.

2.4. In secondo luogo, gli scriventi, ai fini delle pertinenti elaborazioni, hanno assunto, quali ultimi dati consuntivi disponibili alla data di riferimento, quelli relativi al 31.12.2011 e, quali dati previsionali, quelli relativi all'anno 2012 e agli anni successivi. In terzo ed ultimo luogo, gli scriventi hanno utilizzato la base informativa esistente alla data di riferimento (o integrata in tale prospettiva, come nel caso dell'analisi BCG).

2.5. Più in generale, ai fini dell'elaborazione della Valutazione e, più ampiamente, ai fini della ricostruzione delle vicende che hanno portato alla sua predisposizione, i sottoscritti hanno utilizzato la seguente principale documentazione, fornita da Parmalat e/o selezionata tramite fonti pubbliche:

[5] A tale importo si giunge moltiplicando per 9,5 volte l'EBITDA 2012 atteso di LAG e LINT. In base a quanto previsto dal contratto, tale importo si sarebbe poi modificato per tenere conto dell'effettivo andamento dell'EBITDA 2012 (tra l'altro eventualmente aggiustato per tenere conto di quanto previsto alla clausola 2.2.5 del contratto di compravendita..

- Documento Informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc. predisposto nel maggio 2012 da Parmalat;
- *Fairness opinion* del 22 maggio 2012 predisposta da Mediobanca e allegata al documento di cui sopra;
- Integrazione al *"Documento Informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc."* predisposta da Parmalat su richiesta di Consob nel giugno 2012;
- Documento dal titolo *"Progetto Paloma II – Considerazioni valutative"* datato maggio 2012 predisposto da Mediobanca, contenente la descrizione delle metodologie valutative e dei risultati cui l'esperto indipendente è giunto, poste alla base della *Fairness opinion* di cui sopra;
- Esposto alla Procura della Repubblica di Parma ex art. 2409, settimo comma, codice civile, proposto da Amber in data 31 luglio 2012 e relativi allegati;
- Documento dal titolo "*Management Presentation – Presentation to Parmalat's Management"* datato 16 marzo 2012;
- Documento dal titolo *"Project Paloma – Presentation to the Board of Parmalat SpA"* predisposto dal *management* di Parmalat e presentato al Consiglio di Amministrazione della Società in data 22 maggio 2012;
- Contratto di Distribuzione ("*Distribution agreement*") datato 3 luglio 2012[6] e stipulato tra B.S.A. e Lactalis Export Americas S.A.S. (società interamente controllata da LAG) in forza del quale a quest'ultima sarà riconosciuto il diritto di distribuire in esclusiva e sull'intero continente americano tutti i prodotti del Gruppo Lactalis;
- Contratti di Licenza ("*Trademark license agreement*") datati 3 luglio 2012 e stipulati tra BSA SA ed Egidio Galbani, in qualità di licenzianti, e LAG quale licenziataria, in forza dei quali a quest'ultima sarà

[6] Ancorché sottoscritti alla data del *closing*, i contratti hanno progressivamente preso forma nella seconda parte del mese di aprile e nel mese di maggio, sono stati analizzati ed approvati, unitamente al contratto di compravendita, dal CdA di Parmalat in data 28 maggio e definitivamente sottoscritti in data 3 luglio.

riconosciuto il diritto di utilizzare in esclusiva e sull'intero continente americano i marchi Président e Galbani;

- Documento dal titolo *"Project Paloma II: Vendor Due Diligence Report"* predisposto da Ernst & Young datato 8 marzo 2012 (in seguito anche "E&Y *Vendor Due Diligence*");
- Documento di *Due Diligence* intitolato "*Project Paloma II – Financial Due Diligence"*, predisposto in data 15.5.2012 da PricewaterhouseCoopers S.p.A., società di revisione incaricata da Parmalat;
- Contratto di "*Share purchase agreement"* siglato tra Parmalat, B.S.A. S.A., BSA International S.A. e Groupe Lactalis S.A. in data 29 maggio 2012;
- Documento dal titolo "*LAG and LINT business plan review*" predisposto da Boston Consulting Group (Presentazione BCG) datato 15 febbraio 2013;
- Documento dal titolo "*Valutazione del Business Plan 2012-2014 di Lactalis American Group e della business unit Americas di Lactalis International*" predisposto da Boston Consulting Group (Rapporto BCG) datato 27 febbraio 2013;
- Decreto del Tribunale Ordinario di Parma Sezione Civile del 28 marzo 2013 R.G. n. 1360/2012;
- Selezione dei documenti prodotti dalla Procura della Repubblica nel corso dell'udienza del 28 febbraio 2013 nell'ambito del procedimento ex-art. 2409 cc. R.G. n. 1360/2012.

In aggiunta a tali informazioni chi scrive ha attinto da banche dati specializzate (Thomson-Reuters, Bloomberg, Zephyr e altre), da recenti *Broker Research* di primarie case d'analisi e da fonti istituzionali pubbliche: (i) informazioni di mercato, relative a società quotate comparabili, per prodotti e mercati, a quella oggetto di transazione; (ii) dati e parametri finanziari; (iii)

dati relativi a transazioni di quote di controllo avvenute nel settore negli ultimi anni.

3. I PRINCIPALI ESITI DEL LAVORO SVOLTO.

3.1. Posto che alla data di riferimento della Valutazione il prezzo definitivo degli *asset* compravenduti non era ancora stato individuato, la valutazione degli scriventi si è incentrata sugli elementi che all'epoca erano stati effettivamente concordati e, in particolare: l'intervallo di valori all'interno del quale l'*Enterprise Value* si sarebbe dovuto poi collocare e il meccanismo che avrebbe dovuto essere utilizzato per individuare il prezzo all'interno di tale intervallo (vedi *infra* §§ 5.11, 5.17 e 5.18).

3.2. Tenuto conto delle finalità della valutazione richiesta (vedi *supra* § 1), 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. Come risulta dal Grafico 4 (vedi *infra* § 7.34), i diversi metodi hanno portato all'individuazione di *range* di valori caratterizzati da significative sovrapposizioni, elemento questo che offre ulteriori motivi di conforto sulla ragionevolezza dei valori individuati.

3.3. Nell'ambito di tale stima, i sottoscritti hanno poi proceduto a rilevare, alla data di riferimento, il *range* dei multipli dell'EBITDA consuntivo (ossia il multiplo che sarebbe poi stato utilizzato per l'individuazione dell'aggiustamento

prezzo, applicandolo all'EBITDA *adjusted* 2012) desunti dalla Borsa (e rettificati, come la dottrina e la prassi richiedono, per poter passare dal valore delle società *on a stand alone basis* al valore di acquisizione) e dalle transazioni comparabili.

3.4. Gli scriventi hanno, poi, proceduto a stimare il valore di acquisizione di LAG e LINT alla data di riferimento sul fondamento della strategia intenzionale contenuta nel *Business Plan* elaborato dal *management* di LAG e LINT e ritenuto, nel suo complesso, ragionevole da BCG, ad esito del lavoro di analisi condotto. Tale valutazione è stata condotta sulla base del solo metodo dell'*unlevered cash flow*. L'applicazione del metodo dei multipli, infatti, avrebbe richiesto di assumere a riferimento dati di *performance* espressivi della capacità a regime (o quasi) della strategia (e non già dati relativi alla strategia preesistente). Tuttavia la strategia intenzionale dovrebbe dispiegare i propri effetti, marginalmente, a far tempo dal 2012 e, pienamente, solamente in epoca successiva (probabilmente anche oltre il 2014): come noto, i multipli *leading* relativi ad anni così distanti, quand'anche disponibili, risultano essere meno significativi e più raramente utilizzati.

3.5. Riguardo a tali elementi, tenuto conto delle analisi condotte sulla scorta della documentazione agli atti e avendo preso atto delle difficoltà della stima (vedi, in particolare, *infra* § 9.4), si è giunti alle seguenti principali conclusioni tecniche:

- ✓ la ragionevolezza dell'estremo inferiore dell'intervallo di valori negoziato, pari a USD 760 mln, trova conferma nel *range* espressivo del valore di acquisizione delle due società calcolato in base alla strategia operante. Infatti, risulta che il valore che Parmalat avrebbe, comunque, dovuto come minimo riconoscere al venditore, ossia in assenza del miglioramento delle *performance* previsto a Piano per il 2012, si colloca al di sotto del valore di acquisizione attribuibile a tali società sul fondamento della loro strategia operante e delle relative prospettive di miglioramento;

- ✓ la ragionevolezza dell'estremo superiore dell'intervallo negoziato, pari a USD 960 mln, trova conferma nel *range* espressivo del valore di acquisizione delle due società calcolato in base alla loro strategia intenzionale. Infatti, risulta che il valore che Parmalat avrebbe potuto riconoscere come massimo al venditore, ossia in ipotesi di miglioramenti realizzati nel corso del 2012 addirittura superiori a quelli previsti a Piano, si colloca al di sotto del valore di acquisizione che LAG e LINT avevano, alla data di riferimento, in base all'andamento prospettato nel Piano medesimo;
- ✓ in sintesi, gli Amministratori hanno fissato una soglia minima di prezzo che era giustificata dai risultati delle società anche a prescindere dai miglioramenti prospettati nel *Business Plan*, tutelandosi così dal rischio che nel 2012 e negli anni successivi questi non venissero effettivamente conseguiti, e una soglia massima che avrebbe consentito loro, nel caso in cui le società si fossero effettivamente avviate lungo il sentiero di miglioramento delle *performance* previsto a Piano, di non pagare un prezzo maggiore del valore che tale nuova strategia avrebbe potuto assicurare;
- ✓ la ragionevolezza, infine, del meccanismo di individuazione del valore effettivo – basato sull'applicazione di un multiplo di 9,5 volte all'EBITDA consuntivo del 2012 – trova conferma nel *range* dei multipli che alla data di riferimento potevano essere desunti dal mercato e dall'analisi di transazioni comparabili, compreso tra 9,0 e 10,2. E' bene ricordare che tale riscontro si fonda su due assunti, peraltro pacifici nella prassi e nella dottrina:
  - i) i multipli da considerare nell'ambito delle operazioni di acquisizione sono rappresentati dai multipli relativi alle transazioni comparabili e ai multipli di mercato rettificati per un coefficiente espressivo del c.d. premio di acquisizione;
  - ii) il valore dei multipli, la cui determinazione viene sostanzialmente rimessa al mercato sulla base di un criterio analogico, riflette in realtà il valore e la dinamica di taluni fondamentali parametri di

ambiente o di azienda. Di conseguenza, in uno scenario di ambiente e di settore sufficientemente stabile, è ragionevole attendersi ed ipotizzare che il valore di un multiplo (nel caso in questione il multiplo $EV/EBITDA_{t-1}$ o corrente) presenti un andamento tendenzialmente stabile nel tempo attorno al suo valore medio. In altri termini, in assenza di variazioni strutturali dei parametri fondamentali che spiegano valore e dinamica del multiplo in questione, è ragionevole ipotizzare che la grandezza espressa per tale multiplo alla data di riferimento possa approssimare quella che lo stesso multiplo avrebbe potuto assumere quando, nel corso del 2013, si fosse dovuto procedere ad applicarlo alla grandezza dell'EBITDA consuntivo 2012;

- ✓ ad ulteriore conforto della ragionevolezza del multiplo selezionato, occorre segnalare che l'art. 2.2.5 del contratto prevede che l'EBITDA consuntivo del 2012 sia calcolato al netto delle spese di *marketing* previste a *budget* o "*in any case, in the ordinary course of business and in accordance with the best management practices*". Poiché il Piano 2012 prevede, nell'ambito del processo di transizione verso la nuova strategia, un forte incremento delle spese di *marketing* (all'incirca USD 16,7 mln), il multiplo di 9,5x viene applicato ad una grandezza che comunque deve scontare l'effetto di tale impegnativo sforzo.

4. TRATTI CARATTERISTICI DI LAG E LINT ED ELEMENTI RILEVANTI DELL'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE.

4.1. La stima del valore di una (o più) società oggetto di acquisizione si fonda necessariamente sulle specificità del suo (loro) assetto strategico e dei termini contrattuali negoziati. Pertanto, nel seguito del presente paragrafo, si procede a richiamare in sintesi gli elementi e le circostanze aziendali e contrattuali che assumono particolare rilevanza ai fini della Valutazione, quali emergono dalla documentazione messa a disposizione e, in particolare, dai documenti di presentazione della società e della sua strategia, dalla E&Y *Vendor Due Diligence* e dall'analisi BCG.

4.2. Anzitutto, con riguardo al posizionamento di LAG e LINT in termini merceologici e geografici, si segnala che:

– LAG opera nel settore dei latticini e, in particolare, dei formaggi e dei suoi prodotti derivati, con una focalizzazione prevalente sul mercato statunitense (dove è stato realizzato il 98% del fatturato 2011). In particolare, LAG è attiva in due principali segmenti:

- il *Business-to-Consumer* ("B-to-C")[7]
- il *Business-to-Business* ("B-to-B")[8]

Il segmento B-to-C è, a sua volta, costituito da due principali sotto segmenti, il *Retail Dairy* (31% del fatturato 2011) e il *Retail Deli* (22%); il segmento B-to-B è composto da due principali sotto segmenti, il *Food Services* (28%), in cui i clienti serviti sono principalmente operatori della ristorazione, e il *By-products* (12%) dove i clienti sono in gran parte operatori industriali[9] (cfr. Rapporto BCG, pp. 6-7);

– LINT opera sull'intero continente americano, distribuendo i prodotti di Lactalis Group negli Stati Uniti (42% del fatturato 2011), Canada (9%), Brasile (10%), Messico (2%) e altri paesi dell'America Latina (17%) (cfr. E&Y *Vendor Due Diligence*, Appendix A, p. 181). La rimanente quota del fatturato, pari a circa il 20%, è rappresentata dai ricavi realizzati tramite la vendita di prodotti a LAG. Il mercato dei latticini dell'America Latina, secondo BCG (Rapporto BCG, p. 8), ha una dimensione confrontabile con quella del mercato statunitense, ma si caratterizza per tassi di crescita più elevati. Tre paesi – Messico, Argentina e Brasile – da soli rappresentano i tre quarti dell'intero mercato latino-americano.

4.3. In termini di strategia o modello di *business*, dalla documentazione acquisita agli atti risulta che LAG (entrata a far parte del gruppo Lactalis a partire dal 2000):

---

7 Con *Business-to-Consumer* si intende il commercio al dettaglio (transazioni tra aziende e consumatori finali)

8 Con *Business-to-Business* si intende il commercio all'ingrosso (transazioni tra aziende)

9 A completare il portafoglio prodotti vi sono anche il segmento *Industrial Ingredients* (4%) in cui LAG vende i propri prodotti ad operatori industriali, *Deli Export* (2%) in cui LAG esporta i propri prodotti all'estero, e altri prodotti (1%)

- si è caratterizzata per un rilevante cambio di strategia nel biennio 2008-2009, quando, raggiunto un livello di *performance* ben più elevato rispetto a quelli che avevano caratterizzato gli anni precedenti, il *management* di LAG ha riorientato la propria attenzione dall'interno (i.e. il processo di razionalizzazione della struttura produttiva e delle linee di prodotto che aveva caratterizzato gli anni precedenti) all'esterno, rivolgendosi maggiormente alle esigenze del mercato e alla crescita del fatturato (in seguito, la "strategia operante" o la "strategia realizzata" di LAG) (cfr. Rapporto BCG, pagina 4);
- la strategia operante era basata sull'utilizzo nel mercato statunitense di tre principali marchi: Precious, Sorrento e Président. Precious e Sorrento sono marchi proprietari di LAG che avevano raggiunto una certa importanza nel sotto-segmento *Dairy*, anche se con una dimensione prevalentemente regionale: Precious con *focus* sulla West Coast degli Stati Uniti e Sorrento con *focus* sulla East Coast. Il centro degli Stati Uniti, invece, era ancora relativamente poco penetrato dai marchi LAG. In tale sotto-segmento, inoltre, LAG era presente anche nel mercato delle c.d. *private labels*. Nel sotto-segmento *Deli*, il marchio principale di LAG era Président, di proprietà di Lactalis Group e concesso in licenza a LAG (con una scadenza ventennale, a seguito degli accordi sottoscritti contestualmente all'operazione di acquisizione; vedi infra §§ 4.9. e 4.10.). Président era, ed è tuttora, il marchio più importante di Lactalis Group con un fatturato globale di circa €1.600 mln e una presenza in circa 110 paesi. I marchi Precious, Sorrento e Président erano utilizzati da LAG anche nel segmento *Food Services*;
- il segmento *By-products* era cresciuto significativamente (con un CAGR pari al 41,8%), grazie all'apertura del nuovo impianto "*whey dryer*" che permette la produzione del permeato[10] e un recupero di prodotto altrimenti scartato.

[10] Sottoprodotto derivato dall'essicazione del siero del latte ed utilizzato dalle industrie alimentari

4.4. Sulla scorta della strategia operante, LAG aveva ottenuto nel corso dell'ultimo triennio i risultati reddituali riportati in estrema sintesi nella tabella che segue (cfr. E&Y *Vendor Due Diligence*, p. 38):

Tabella1– Principali risultati economico finanziari di LAG per il periodo 2009-2011

LAG - risultati principali

$ mln	2009	2010	2011	CAGR
Volumi (lbs mln)	411,6	415,6	480,7	8,1%
Ricavi	**702,6**	**791,8**	**912,9**	**14,0%**
% crescita		*12,7%*	*15,3%*	
Margine di contribuzione	138,5	124,7	120,8	(6,6%)
% ricavi	*19,7%*	*15,8%*	*13,2%*	
EBITDA	**85,6**	**83,1**	**81,0**	**(2,7%)**
% margine	*12,2%*	*10,5%*	*8,9%*	

4.5. Una delle specificità del settore di operatività di LAG è rappresentata dall'influenza esercitata sulla redditività dal *trend* registrato dal prezzo del latte, materia prima che ha un'incidenza piuttosto elevata sul costo totale del prodotto (pari al 60% circa). In particolare, mentre la marginalità del sotto-segmento *Food Services* risente solamente in misura limitata di eventuali oscillazioni del prezzo del latte, dato che il prezzo finale dei prodotti è indicizzato a quello della materia prima, negli altri tre sotto-segmenti (*Retail Dairy, Retail Deli e By-products)*, la variazione del prezzo della materia prima viene trasferita sui prezzi di vendita solo a seguito di specifici processi di rinegoziazione con i clienti (cfr. Rapporto BCG, p. 6). L'inevitabile ritardo nei tempi di riaggiustamento dei prezzi di vendita, indotto da tali rinegoziazioni, comporta che i margini (e la redditività) registrati in questi sotto-segmenti vengono ad essere beneficiati da *trend* di prezzi decrescenti della materia prima (dato che il lento riadeguamento comporta che i prezzi di vendita dei prodotti siano adeguati solo dopo che già si è ridotto il prezzo della materia prima impiegata nella loro produzione) e sono negativamente influenzati da *trend* crescenti nei prezzi della materia prima (dato che il lento riadeguamento comporta che i prezzi di vendita dei prodotti siano adeguati solo dopo che già si è incrementato il prezzo della materia prima). Come anche si evince dalla tabella di pagina 9 della Presentazione BCG, il prezzo della materia prima nel

mercato statunitense presenta oscillazioni di un certo rilievo in entrambi i sensi. In particolare, nel corso del triennio 2009-2011, il prezzo del latte ha registrato tanto un *trend* discendente nel 2009, caratterizzato da un EBITDA *margin* del 12,5%, quanto un *trend* ascendente nei due successivi anni (che ha portato il prezzo del latte a raggiungere prezzi particolarmente elevati), caratterizzati da EBITDA *margin* inferiori (pari al 10,5% e all'8,9%). Ciò posto, si può affermare che tale triennio, nel suo complesso, ricomprende l'intero ciclo che può manifestarsi con riguardo all'andamento del prezzo latte e all'impatto di tale ciclo sulla marginalità di taluni sotto segmenti (e dell'azienda oggetto di osservazione, nel suo complesso).

4.6. Il *management* di LAG ha predisposto, nel corso del 2011, un piano industriale che prevede un ulteriore e significativo cambiamento nella strategia della società (in seguito anche la" strategia intenzionale" di LAG) imperniato sulla transizione dai due marchi regionali, Precious e Sorrento ad un unico marchio Galbani (che verrebbe affiancato al marchio Président), con diffusione nazionale. Negli obiettivi del *management*, tale cambiamento dovrebbe consentire una più efficiente copertura territoriale e favorire la diffusione di Galbani quale marchio *leader* nel segmento del "formaggio italiano". Una parte consistente delle azioni di *marketing*, distribuzione e innovazione previste a piano sono state definite dal *management* nell'ottica di favorire questa transizione e di sfruttare la nuova piattaforma per raggiungere volumi e marginalità più elevati (cfr. Rapporto BCG, pp. 10 – 15). All'esito della sua analisi, BCG, al cui documento si rimanda, ha osservato che "*Il piano elaborato dal Management di LAG appare complessivamente coerente in termini di obiettivi di crescita ed azioni previste a supporto, presenta alcune aree di attenzione ma anche alcune aree di opportunità aggiuntive, e nell'insieme costituisce un piano ragionevole*" (Rapporto BCG, p. 10).

4.7. Sebbene il piano preveda iniziative nel loro complesso tali da rendere ragionevoli gli obiettivi di piano (addirittura, secondo BCG, nel caso del piano di *marketing*, le azioni previste dal *management* appaiono complessivamente

sovradimensionate rispetto agli obiettivi di crescita), in assenza di specifiche indicazioni da parte del *management*, non appare corretto, da un punto di vista metodologico, attendersi che i ritmi di crescita previsti per il triennio 2012 - 2014 (e i correlati investimenti in *marketing*) possano essere mantenuti anche nel lungo periodo. Pertanto, una volta completata la transizione verso la nuova strategia e raggiunti gli obiettivi di piano, è ragionevole attendersi che LAG si trovi ad operare con dimensioni più elevate, ma con prospettive di crescita (e investimenti in *marketing*) destinati progressivamente a rientrare in linea con i dati medi/storici del settore.

4.8. Per quanto riguarda la strategia di LINT, dalla documentazione agli atti emerge che:

– in tale società è stata conferita l'attività di distribuzione dei prodotti del gruppo Lactalis svolta al di fuori dell'area del trattato di Schengen (cfr. E&Y *Vendor Due Diligence*, Appendix A, p. 180). Tale attività ha una dimensione significativamente più ridotta rispetto a quella di LAG, avendo generato nel 2011 un EBITDA di USD 5,2 mln, corrispondente a circa il 6% dell'EBITDA generato da LAG nello stesso anno;

– più in generale, secondo quanto riportato nella E&Y *Vendor Due Diligence* (cfr. *Appendix* A, p. 179), LINT ha registrato nel corso dell'ultimo triennio le *performance* economiche in estrema sintesi riportate nella Tabella 2:

Tabella 2– LINT: principali risultati per gli anni 2009-2011

LINT - risultati principali

$ mln	2009	2010	2011	CAGR
Volumi (lbs mln)	19,9	19,1	20,8	2,1%
Ricavi	**68,3**	**65,6**	**75,3**	**5,0%**
% crescita		*(4,0%)*	*14,9%*	
Margine di contribuzione	11,8	11,5	13,1	5,3%
% ricavi	*17,3%*	*17,5%*	*17,4%*	
EBITDA	**6,6**	**6,1**	**5,2**	**(11,5%)**
% margine	*9,6%*	*9,2%*	*6,8%*	

- anche nel caso di LINT, è possibile individuare una certa differenza tra la strategia operante, quale poc'anzi sinteticamente rappresentata (in seguito la "strategia operante" di LINT), e la strategia intenzionale, quale emerge dal piano messo a disposizione dal venditore (in seguito la "strategia intenzionale" di LINT);
- in particolare, "*Il piano del Management* [che presenta la strategia intenzionale di LINT, n.d.r.] *prevede una crescita annua media dei volumi di LINT del 16% nel 2011-14, trainata dall'apertura di due nuovi uffici in Messico e Brasile e dalla creazione di una forza vendita locale. Il tasso di crescita elevato si giustifica con la quota limitata di LAG nel mercato latino-americano, pari allo 0,1%-0,2% nel 2011. L'obiettivo di crescita implica il raggiungimento di una quota di mercato dello 0,3%-0,5% nel 2014, livello comunque molto basso che suggerisce un potenziale più elevato di quanto previsto a piano. In termini di margine EBITDA12, il piano ipotizza un valore stabile ai livelli medi registrati nel periodo 2009-2011. Il piano prevede maggiori costi di struttura che si giustificano con la necessità di supportare l'espansione geografica e la crescita dei volumi. Questi maggiori costi sono controbilanciati da uno spostamento verso un mix di prodotti, marchi e canali a più alto valore aggiunto. In conclusione, gli obiettivi di crescita previsti per LINT appaiono credibili viste le sostanziali opportunità offerte dalla regione latino-americana, il piano del Management di rafforzare la propria presenza nei suoi nei suoi due mercati principali e la stima di marginalità allineata con le performance storiche*" (Rapporto BCG, p. 16);
- per effetto della strategia intenzionale, LINT dovrebbe accrescere il proprio peso relativo all'interno del Gruppo LAG + LINT, pur rimanendo in una posizione ancora marginale (cfr. E&Y *Vendor Due Diligence*) :

Tabella 3– LINT: incidenza prospettica sul fatturato e sull'EBITDA di LAG e LINT

LAG e LINT - evoluzione attesa				
$ mln	2012	2013	2014	CAGR
Ricavi aggregati	1.074,9	1.162,2	1.280,6	9,1%
di cui % LINT	*8,5%*	*9,5%*	*9,7%*	
EBITDA aggregato	95,2	102,7	112,1	8,5%
di cui % LINT	*7,2%*	*9,2%*	*9,6%*	

4.9. Uno degli aspetti di maggiore rilievo dell'operazione di acquisizione è rappresentato dalla contestuale sottoscrizione da parte di LAG dei seguenti tre accordi, che assumono tra l'altro rilievo fondamentale ai fini della realizzazione delle strategie intenzionali di LAG e di LINT (ed anche della strategia operante di quest'ultima), di durata ventennale (eventualmente rinnovabile illimitatamente di cinque anni in cinque anni): (a) contratto di distribuzione con BSA, in forza del quale LAG e le società da questa controllate avranno diritto di commercializzare, in via esclusiva, i prodotti caseari del Gruppo Lactalis nel continente americano; (b) contratto di licenza con Egidio Galbani S.p.A., in forza del quale LAG avrà diritto di utilizzare, in via esclusiva, il marchio Galbani, per la produzione e vendita di prodotti caseari nel continente americano; (c) contratto di licenza con BSA, in forza del quale LAG avrà diritto di utilizzare, in via esclusiva, il marchio Président, per la produzione e vendita di prodotti caseari nel continente americano.

4.10. In considerazione della rilevanza di tali accordi soprattutto nell'ambito delle strategie intenzionali di LAG e LINT e dell'esistenza di un limite temporale alla loro durata, i sottoscritti hanno chiesto a BCG di analizzare in via specifica l'allineamento delle condizioni contrattuali agli *standard* di mercato e di considerare l'impatto di tali contratti (e della loro durata) sull'assetto strategico di lungo termine delle società. Al termine della sua analisi, BCG è giunta alle seguenti conclusioni: *"La strategia del Management fa leva sui marchi Galbani e Président, di proprietà di Lactalis Group, per generare una parte rilevante della crescita. LAG ha quindi stipulato dei contratti di licenza*

con Lactalis Group le cui condizioni appaiono allineate o in alcuni casi più favorevoli degli standard di mercato in termini di livello di royalty e durata del contratto. 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. Tali costi sono determinati dalle interdipendenze tra le due società in tutte le fasi della catena del valore, nonché dalla difficoltà per Lactalis Group di trovare un partner alternativo. L'eventuale rinegoziazione delle royalty al termine dei contratti è possibile, ma qualora avvenisse avrebbe un impatto atteso, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili, nullo o modesto.*" (cfr. Rapporto BCG, p. 10).

4.11. In ultimo, si segnala che il *management* ha previsto di poter realizzare, a valle dell'integrazione nel gruppo Parmalat delle società acquisite, talune sinergie, sia sul fronte dei costi, sia su quello dei ricavi (cfr. *Project Paloma – Presentation to the Board of Parmalat S.p.A.* del 22.5.2012 pp.22-25). Parte delle sinergie attese dovrebbe realizzarsi nell'economia della società acquirente (e in particolare in capo a Parmalat Canada); altra parte dovrebbe realizzarsi invece direttamente nell'economia delle società acquisite. Anche la valutazione delle sinergie ha costituito oggetto di uno specifico approfondimento richiesto a BCG, la quale, in proposito, ha osservato tra l'altro che:

- l'acquisizione e la conseguente integrazione delle due società costituiscono un presupposto per la realizzazione delle sinergie: *"L'integrazione delle due società LAG e Parmalat conseguente all'acquisizione è un presupposto importante nella realizzazione di tali sinergie perché allinea gli incentivi dei Management e crea forti meccanismi di coordinamento non presenti all'interno di Lactalis Group"* (cfr. Report BCG, p. 17)*;*
- tutte le sinergie sono una conseguenza dell'operazione, indipendentemente dal fatto che esse abbiano modo di manifestarsi

nell'economia di Parmalat Canada o in quella di LAG e LINT, dato che in ogni caso la beneficiante ultima sarebbe rappresentata proprio dalla stessa Parmalat (divenuta per effetto dell'operazione la controllante di LAG e LINT. *"Si ritiene opportuno valutare le sinergie nella loro totalità, indipendentemente dalla loro allocazione a LAG oppure a Parmalat, fattore comunque irrilevante ai fini di un'eventuale valutazione della società target o, in senso più ampio, del valore dell'acquisizione"*(cfr. Report BCG, p. 17)*;*

- l'originale stima delle sinergie dovrebbe essere rivista al ribasso (in particolare avuto riguardo alle sinergie di ricavo), fermo restando che l'ammontare complessivo dei benefici che dovrebbe prodursi nell'economia di Parmalat risulta ben maggiore rispetto all'importo considerato nelle valutazioni sviluppate da Mediobanca e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat *"*[..]*le sinergie delineate nel piano iniziale e valutate nella loro interezza* [..]*appaiono leggermente sovrastimate in termini di valore generato e sfidanti in termini di tempistica. Tuttavia, la stima rivista resta comunque superiore al valore effettivamente utilizzato ai fini della valutazione della società* [effettuata da Mediobanca e dal Consiglio della società acquirente, n.d.r.]*"* (cfr. Report BCG, p. 10).

5. LE QUESTIONI DI METODO E LA CONSEGUENTE IMPOSTAZIONE METODOLOGICA ACCOLTA NELLA VALUTAZIONE DELL'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE.

5.1. Da un punto di vista metodologico, lo sviluppo della Valutazione presuppone la trattazione di talune questioni connesse a:

- la specifica nozione di valore da assumere a riferimento ai fini della valutazione della congruità del prezzo negoziato nell'ambito di operazioni di acquisizione;
- l'articolato meccanismo di calcolo del corrispettivo, il cui esatto importo non risulta definito alla data di riferimento della presente stima;

– l'esistenza di una significativa differenza tra la strategia operante e la strategia realizzata delle due società oggetto di compravendita.

La preliminare analisi di tali questioni consente di individuare, in via consequenziale, l'impostazione metodologica più coerente con le specificità della stima richiesta.

La specifica nozione di valore da assumere a riferimento ai fini della valutazione della congruità del prezzo negoziato nell'ambito di operazioni di acquisizione.

5.2. La prima questione di metodo riguarda la nozione di valore da assumere a riferimento ai presenti fini. A questo proposito, occorre prendere le mosse dalla circostanza, pacificamente acquisita in dottrina e nella prassi valutativa, che la verifica del valore netto creato o distrutto (e dunque del beneficio prodotto per gli azionisti o del danno arrecato agli azionisti) in un'operazione di acquisizione "*è pari alla differenza tra il valore attuale dei flussi di risultato attesi dall'acquirente in seguito all'operazione e il prezzo pagato per il capitale dell'impresa-target",* ove l'espressione *"valore attuale dei flussi di risultato attesi dall'acquirente si definisce normalmente con il termine «valore di acquisizione»*"[11]. Di conseguenza, anche nel caso di specie, occorre fare riferimento a questa specifica nozione di valore, la quale – sempre secondo dottrina consolidata e prassi valutativa – indica il valore di un'impresa determinato nella prospettiva di uno specifico acquirente e comprende i seguenti elementi[12]:

- il valore dell'azienda nel suo complesso funzionante in modo autonomo, basata sul fondamento della sua attuale configurazione operativa e delle opportunità di crescita/miglioramento che è ragionevole pensare che

[11] Massari M., Zanetti L., Valutazione Finanziaria, 2004, McGraw-Hill, pag. 313
[12] Ad esempio, Massari M., Zanetti L., Valutazione Finanziaria, 2004, McGraw-Hill, pag. 312 e Damodaran A, Manuale di valutazione finanziaria, p. 317 e seguenti

l'impresa possa cogliere contando sulle risorse e sulle competenze di cui essa dispone (in seguito anche "valore *on a stand alone basis*");

- il valore delle sinergie che si producono nell'economia della società acquisita e derivanti dall'acquisizione;
- il valore delle sinergie che si producono nell'economia di altre società facenti parte del gruppo acquirente in conseguenza dell'operazione di acquisizione.

5.3. Evidenze empiriche dell'esistenza di una differenza positiva tra prezzi pagati per l'acquisizione di pacchetti di maggioranza o totalitari e il valore *on a stand alone basis* dell'impresa *target* sono rintracciabili, ad esempio, nei premi di acquisizione riconosciuti dai soggetti acquirenti in occasione dell'acquisizione della maggioranza o della totalità di imprese *target* quotate su mercati regolamentati. In tale contesto, la differenza tra il prezzo corrisposto dall'acquirente e il valore di mercato (*on a stand alone basis*) dell'azienda acquisita rappresenta il c.d. *premio* che il soggetto acquirente è disposto a pagare[13] in funzione delle sinergie che l'acquirente è in grado di generare attraverso l'integrazione delle attività acquisite nelle proprie preesistenti attività e del diritto di controllo, ovvero della possibilità di decidere sulla destinazione delle risorse, sulle politiche finanziarie dell'impresa *target*, sulle sue politiche di *compensation*, etc…Tale seconda componente del premio, nota anche come "*premio di puro controllo*", secondo dottrina e prassi risulta molto contenuta, in particolare nei mercati finanziari più evoluti e trasparenti per la presenza di limitazioni regolamentari/legislative poste alla possibilità per gli azionisti di maggioranza di appropriarsi di benefici privati del controllo[14].

[13] Sul tema si richiama in particolare M. Massari e L. Zanetti, "Valutazione – Fondamenti teorici e *best practice* nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill, 2008 § 13.12, pagg. 425 e seg. dedicato alla stima del premio di acquisizione.

[14] Sul punto si veda ad esempio M. Massari e L. Zanetti, , "Valutazione – Fondamenti teorici e *best practice* nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill, 2008 § 13.11, pagg. 422 e seg., ove si segnala che "*in particolare, i benefici privati del controllo e, conseguentemente i premi* (ndr: di puro controllo) *risultano meno elevati nei paesi anglosassoni (USA e Regno Unito)"*.

Nel caso di specie, dato che l'acquisizione ha ad oggetto società operanti nel mercato americano, si deve concludere che il premio di puro controllo non sia materialmente apprezzabile. L'unica componente aggiuntiva di cui occorrerebbe tenere conto nel caso di specie è, dunque, rappresentata dal valore delle sinergie ritraibili o trasferite con l'operazione.

5.4. In particolare, ci si potrebbe chiedere se il valore delle sinergie possa essere o meno oggetto di apprezzamento anche nell'ambito di un trasferimento infragruppo, quale quello in esame. Ciò, dal momento che, si potrebbe obiettare, una parte o tutte le sinergie ipotizzate avrebbero potuto essere conseguite anche a prescindere dall'acquisizione, per effetto dell'appartenenza al medesimo gruppo dell'acquirente e dell'acquisenda.

In realtà, da un punto di vista valutativo - e utilizzando, come è doveroso fare, una logica differenziale - anche nel caso di acquisizioni infragruppo si può manifestare una differenza tra il valore di acquisizione e il valore *on a stand alone basis* in relazione a benefici incrementali dovuti a sinergie.

Anzitutto, in un'operazione infragruppo, il valore di acquisizione deve includere i benefici economici netti (che si producono in capo sia all'acquirente, sia all'acquisenda) connessi alle sinergie ritraibili esclusivamente per effetto dell'operazione, ossia quelle per le quali l'effettiva manifestazione ha quale presupposto l'integrazione resa possibile dall'acquisizione (in seguito, anche le "sinergie ritraibili"). Trattasi, infatti, di benefici che l'appartenenza ad un medesimo gruppo non avrebbe consentito di ottenere in assenza dell'operazione di acquisizione e che, invece, si manifestano differenzialmente proprio grazie a questa[15].

In secondo luogo, il valore di acquisizione di un'operazione infragruppo deve considerare anche una parte dei benefici derivanti da sinergie ottenibili in logica di gruppo[16]. Precisamente, devono essere considerati quei benefici che

[15] Sinergie di questo tipo sono, a titolo di mero esempio, risparmi di costo che possono essere conseguiti attraverso l'accorpamento o la semplificazione di funzioni, servizi e processi resi possibili esclusivamente dall'integrazione delle due società.

[16] Sinergie di questo secondo tipo, sempre a titolo di mero esempio, possono essere rappresentate da sinergie di costo o di ricavo perseguite anche su iniziativa della capogruppo (ad esempio la gestione in comune dell'acquisto di taluni fattori produttivi) ma destinate a beneficiare separatemente le due società.

si sarebbero dovuti manifestare in capo alla società acquisenda (e che non sono ancora ricompresi nei flussi *on a stand alone basis* di quest'ultima). Infatti, questi benefici, se ottenuti in assenza di un'operazione di acquisizione, si sarebbero manifestati nell'economia della società acquisenda (il cui valore pertanto risulta incrementato) e non in quella della società acquirente. Per effetto dell'acquisizione, invece, questi flussi incrementali non compresi nel piano *on a stand alone basis* (e il connesso valore) vengono trasferiti nel consolidato della società acquirente che se ne appropria: questo trasferimento di benefici economici netti (in seguito, anche le "sinergie trasferite") deve pertanto essere incluso nel valore di acquisizione per le ragioni esposte al precedente §5.2.

5.5. Il valore ottenuto sommando al valore *on a stand alone basis* quello di tutte le sinergie complessivamente ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione rappresenta il limite di prezzo oltre il quale l'acquirente non dovrebbe spingersi (se non in presenza di ulteriori opportunità che si rendono possibili proprio grazie all'ingresso della società *target* nell'economia dell'acquirente e che non sarebbero altrimenti realizzabili). La quota di sinergie poi effettivamente riconosciuta al venditore o incamerata dall'acquirente per effetto della definizione del prezzo sarà frutto, tra l'altro, del diverso potere negoziale dei contraenti e delle più ampie condizioni che caratterizzano lo specifico mercato delle operazioni di compravendita di società. L'eventuale considerazione, nell'ambito della stima del valore di una società in un'operazione di acquisizione, di solamente una quota parte delle sinergie complessivamente ritraibili o trasferite porta invece ad individuare valori di acquisizione espressivi non tanto di un limite di prezzo, ma piuttosto di un termine di riferimento negoziale che presuppone già una data distribuzione di tali benefici tra acquirente e venditore. Così, a titolo di esempio, l'inclusione di una quota pari al 50% delle sinergie realizzabili o trasferite per effetto dell'operazione, individua quale termine di riferimento per il prezzo un

Solo per effetto dell'acquisizione della seconda società, tuttavia, la prima potrà godere di tutti i benefici di detta sinergia.

importo che implicitamente riconosce, all'acquirente, una riserva di *extra* valore, per effetto dell'operazione, pari al residuo 50% delle medesime sinergie e, per così dire, rende negoziabile tra acquirente e venditore la sola quota residua.

5.6. La considerazione del valore di acquisizione – e dunque delle sinergie ritraibili dall'operazione – ha evidenti riflessi in sede applicativa dal momento che il valore attuale delle sinergie deve essere aggiunto al valore delle società nel caso quest'ultimo sia stato ottenuto mediante metodi che tradizionalmente conducono a valori *on a stand alone basis* – quali ad esempio il metodo basato sulla attualizzazione dei flussi di risultato attesi dalle società o il metodo basato sulla considerazione di multipli desunti da società quotate comparabili – mentre non deve essere considerato, per evitare errori di duplicazione, nel caso di valori ottenuti con metodi che implicitamente già riconoscono e valorizzano l'esistenza di un certo ammontare di sinergie derivanti da operazioni di acquisizione, come nel caso dei valori ottenuti con il metodo dei multipli desunti da operazioni di acquisizione comparabili. Infatti, tali multipli tengono conto, almeno in quota parte, delle sinergie che le operazioni presentavano e della loro distribuzione tra venditore, la cui quota viene implicitamente valorizzata nel multiplo ottenuto, e acquirente, la cui quota non è invece recepita nel multiplo.

Il meccanismo di calcolo del prezzo e la sua indeterminatezza alla data di riferimento della presente valutazione.

5.7. Come si è avuto modo di segnalare nell'introduzione (vedi *supra* § 1.2.), la parte acquirente e la parte venditrice, alla data di riferimento della presente valutazione (maggio 2012) non avevano ancora individuato il corrispettivo dell'operazione, essendosi piuttosto accordate su di un articolato meccanismo che prevedeva:

- la definizione di un intervallo di valori all'interno del quale si sarebbe dovuto collocare l'*Enterprise Value* (EV) degli *asset* compravenduti,

ossia il valore dell'attivo patrimoniale, a cui sarebbe stato sommato algebricamente l'importo della Posizione Finanziaria Netta, quale risultante alla fine mese più prossima al *closing.* L'intervallo era piuttosto ampio, essendo ricompreso tra un minimo di USD 760 mln (in seguito anche il "*floor"*) ed un massimo di USD 960 mln (in seguito, anche il "*cap"*);

- l'indicazione, in via provvisoria, di un valore dell'EV, ricompreso in detto intervallo e posto pari ad un multiplo di 9,5 volte il valore dell'EBITDA aggregato di LAG e LINT atteso per l'esercizio 2012 (ossia l'EBITDA *expected* 2012), come risultante dalle indicazioni contenute nel *Business Plan*;
- il rinvio ad un momento successivo (e precisamente ad una data successiva all'approvazione dei bilanci relativi all'esercizio 2012) della definitiva quantificazione dell'EV, il quale:
  - avrebbe dovuto, comunque, essere ricompreso nell'intervallo di valori inizialmente definito;
  - sarebbe stato calcolato su dati relativi al 2012, a quel punto acquisiti a consuntivo;
  - sarebbe stato puntualmente identificato applicando un multiplo pari a 9,5 al valore dell'EBITDA 2012 consuntivo di LAG e LINT, quale risultante dal loro bilancio certificato (EBITDA *reported*)[17];
  - peraltro, considerando che l'EBITDA 2012, essendo relativo al primo anno di Piano, avrebbe dovuto scontare tra l'altro ingenti spese di *marketing* a supporto della prevista transizione verso i nuovi marchi e che le spese di *marketing* in quanto discrezionali si possono anche prestare a interventi di adeguamento da parte del

[17] In particolare, Parmalat è chiamata a dare corso alla procedura prevista dall'art. 2.3 del contratto di acquisizione di LAG (il "Contratto"), ai fini della applicazione di un eventuale aggiustamento prezzo rispetto al corrispettivo già pagato. La clausola di aggiustamento del prezzo prevede che le parti facciano quanto in loro potere affinché, prima possibile, e comunque entro 60 giorni rispetto alla data del Closing, LAG consegni alle parti i "*Price Adjustment Financial Statements*", muniti dell'*audit opinion letter* di Ernst & Young, nonché di un *certificate* relativo al calcolo di aggiustamento del prezzo, rilasciato dal CEO e dal CFO di LAG attestante l'EBITDA, l'Enterprise Value delle *Companies* al 30 dicembre 2012 nonché l'eventuale aggiustamento del prezzo.

management in vista del raggiungimento di dati obiettivi reddituali (c.d. politiche di *real earnings management*), l'EBITDA *reported* avrebbe potuto essere rettificato per tenere conto dell'eventuale differenza tra le spese di *marketing* effettivamente sostenute nel corso dell'anno e quelle previste dal Piano (EBITDA *adjusted* = EBITDA *reported* +/- aggiustamento derivante dalla differenza nell'ammontare delle spese di *marketing* effettive rispetto a quanto previsto da piano)[18];

- un sistema per effetto del quale entrambe le parti fossero garantite circa l'effettiva applicazione, sul piano finanziario, del meccanismo di adeguamento del prezzo, ossia del prodursi dei flussi finanziari di aggiustamento conseguenti alla definizione del prezzo definitivo[19].

5.8. Tale complessivo meccanismo sembrerebbe indicare che – come può accadere in occasione di transazioni in cui il venditore è convinto che la propria azienda si caratterizzi per un rilevante potenziale di miglioramento a breve, mentre l'acquirente non può esserne ancora certo – nel maggio 2012 (data di riferimento della presente stima), le parti non erano riuscite a raggiungere un accordo, pur all'esito di una lunga trattativa, sul valore da attribuire agli *asset* sulla base dei risultati consuntivi, dei risultati in corso di formazione e dei risultati attesi. In particolare, l'ampio intervallo di valori individuato sembra segnalare che esisteva ancora di un certo divario tra le posizioni negoziali (200 milioni di dollari, corrispondenti al + 26% rispetto al *floor* e al -21% rispetto al *cap*).

18 In particolare, l'art. 2.2.5 del Contratto precisa che: "For the purposes of this Clause 2.2 [i.e. aggiustamento prezzo su PFN al 30.6.12] *and Clause 2.3 below* [*i.e.* aggiustamento prezzo su EBITDA al 31.12.12] *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*".

19 In particolare all'art. 2.4 del Contratto precisache:"*In order to secure its payment obligations under Clause 2.3*[*i.e.* aggiustamento prezzo], *on the Closing Date BSA shall (at its option): deposit an amount of $144.000.000 in an interest bearing escrow account…in accordance with an escrow agreement to be entered into…the Escrow Agreement shall provide, inter alia, that: if any amount is required to be paid by the BSA,…, the Escrow Agent shall transfer such amount and accrued interest to the Purchaser…; or procure that,…, an amount equal to $144.000.000 is made available to the Purchaser under the Revolving Loan Facility…; or Deliver to the Purchaser an irrevocable and unconditional first demand guarantee in favor of the Purchaser for a maximum of $144.000.000* ".

In questi casi, non è infrequente che le parti raggiungano un accordo solo grazie ad un meccanismo che – fissato un prezzo base sulla scorta delle *performance* già registrate a consuntivo e di una loro prevedibile evoluzione – preveda, in un secondo momento, un aggiustamento del prezzo (c.d. meccanismo di *earn-out*) commisurato ai risultati poi effettivamente conseguiti. In tal modo, il compratore ottiene di riconoscere non tutti i miglioramenti prospettati dal venditore, ma solamente quelli effettivamente registratisi; nel contempo, il venditore riesce a farsi riconoscere il prezzo anche in ragione di questi ultimi. Il ricorso a tali meccanismi consente ad entrambe le parti di ottenere l'obiettivo desiderato e riduce di molto anche le tensioni riguardanti l'apprezzamento e l'analisi dei dati relativi ai risultati in formazione. Compratore e venditore, infatti, potranno attendere i risultati consuntivi dell'esercizio, senza dover utilizzare i risultati ancora in formazione all'epoca della negoziazione per contestare, il primo, l'attendibilità dei miglioramenti prospettati e per argomentare, il secondo, la probabilità che gli stessi si manifestino realmente[20].

5.9. Nel caso specifico, il meccanismo di aggiustamento prezzo avrebbe dovuto agire all'interno dell'intervallo di valori delimitato dal *floor* e dal *cap* negoziati. Il *cap* costituisce il valore che il compratore si è reso disponibile a riconoscere, come massimo, e l'acquirente ad accettare come tale, in presenza di miglioramenti di *performance* nel corso del 2012 addirittura superiori a quelle previste a piano. Il *floor* indica, invece, il valore che il compratore si è reso disponibile a riconoscere e il venditore ad accettare, in prima approssimazione, anche a voler prescindere dall'effettivo concretizzarsi di un miglioramento delle *performance* economiche delle società nel corso del 2012[21].

[20] Studi in argomento segnalano come nel 4-6% delle operazioni di acquisizione si faccia ricorso a contratti di earn-out, principalmente per mitigare i problemi di asimmetria informativa (Kohers N., Ang J., Earnouts: an effective mechanism for closing comples deals, Journal of Business, vol 73, 2000; Datar S., Frankel R., Wolfson M., Earnouts the effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques, Oxford University press, 2001).

[21] Infatti, dividendo per 9,5 (ossia per il multiplo utilizzato per l'individuazione del prezzo), gli estremi dell'intervallo di valori individuati (rispettivamente pari a 760 milioni e a 960 milioni di dollari), si

5.10. Con particolare riguardo al valore minimo di EBITDA *adjusted* 2012, a partire dal quale si dovrebbe procedere ad incrementare l'EV rispetto al *floor* di 760 milioni di dollari, si osserva che, sebbene tale valore di EBITDA risulti di poco inferiore a quello registrato nel corso del 2011 (760/9,5 = 80 milioni, rispetto agli 86,2 milioni del 2011), in realtà il suo raggiungimento presuppone comunque un miglioramento dei margini aziendali. Infatti, per quanto previsto dall'art 2.2.5 del contratto, l'EBITDA *adjusted* 2012 deve essere comunque calcolato al netto del forte incremento (+ 16,7 milioni di dollari rispetto al 2011) delle spese di *marketing* previste a piano[22] durante la fase di transizione verso i nuovi marchi. Pertanto, il livello minimo di EBITDA *adjusted* 2012 potrà essere raggiunto e superato, in presenza di tali maggiori costi, solamente grazie al conseguimento di margini aziendali più elevati (almeno pari a 10,7 milioni di dollari in più rispetto al 2011), tali cioè da consentire di assorbire in parte il temporaneo incremento delle spese di *marketing*[23].

5.11. L'esistenza di un meccanismo di aggiustamento del corrispettivo basato sulla verifica a consuntivo dei risultati effettivamente conseguiti nel corso del 2012 pone una chiara questione di metodo ai fini della valutazione rimessa agli scriventi, la quale assume come data di riferimento quella del maggio 2012 (coincidente con l'epoca in cui gli Amministratori hanno deliberato l'acquisizione di LAG e LINT), antecedente cioè a quella in cui è stato poi definito il prezzo finale. In altri termini, sembrerebbe porsi una disomogeneità tra la prospettiva temporale richiesta ai sottoscritti, chiamati a fornire la stima del valore di acquisizione di LAG e LINT alla data del maggio 2012, e quella concordata tra le parti ai fini della definitiva fissazione del prezzo, di fatto basata sulla disponibilità dei dati consuntivi 2012.

---

ottengono i valori di EBITDA 2012 *adjusted* che li determinano, rispettivamente pari a 80 milioni e 101 milioni di dollari.

[22] Da tale importo potrebbero essere escluse solamente le eventuali riduzioni "*in the ordinary course of business and in accordance with best management practices"*.

[23] Infatti in presenza di un incremento dei margini per spese di marketing di 11 milioni e di un incremento delle spese di marketing di 16,7 milioni di dollari, si arriverebbe ad un EBITDA 2012 di 80,3 milioni di dollari.

Per evitare detta disomogeneità, gli scriventi non hanno proceduto alla stima del valore di acquisizione definitivo delle società, ottenibile solo sulla scorta di dati non disponibili alla data di riferimento della Valutazione; hanno invece preso in esame gli elementi del meccanismo di determinazione del prezzo che, a tale specifica data, risultavano essere già stati definiti, ossia:

- l'intervallo di valori entro il quale si sarebbe, poi, dovuto collocare il prezzo definitivamente fissato sulla base dell'EBITDA *adjusted* 2012 e, in particolare, il valore minimo di tale intervallo, ossia il *floor* di USD 760 milioni corrispondente al valore che l'acquirente, sulla scorta delle informazioni a sua disposizione, era disposto a riconoscere anche a prescindere dall'effettivo realizzarsi dei miglioramenti previsti dal Piano per l'esercizio 2012, nonché il valore massimo che l'acquirente si era reso disponibile a riconoscere nell'ipotesi in cui si fossero realizzati nel 2012 miglioramenti anche superiori a quelli previsti a Piano, ossia il *cap* di USD 960 milioni;
- il meccanismo che l'acquirente si era reso disponibile a seguire per aggiustare il prezzo sulla scorta dei risultati effettivamente conseguiti nel corso del 2012, ossia il multiplo di 9,5 volte l'EBITDA *adjusted* 2012.

Di conseguenza, assumendo a riferimento la data del maggio 2012, si è proceduto a:

- confrontare il valore di acquisizione delle due società con il *range* di valori definito a quella data dagli amministratori e, in particolare, con i suoi estremi, ossia con il valore che, come minimo, gli amministratori sulla base delle informazioni, in allora disponibili, erano disposti a riconoscere comunque al venditore e con il valore massimo che essi avevano previsto di poter riconoscere;
- verificare la congruità del meccanismo di aggiustamento del prezzo concordato, ossia se alla data del maggio del 2012 fosse giustificata la scelta di applicare un multiplo di 9,5 volte all'EBITDA consuntivo quale meccanismo di determinazione del prezzo.

L'esistenza di un divario tra la strategia operante e la strategia intenzionale prevista a piano

5.12. Un'ulteriore questione di metodo discende dall'esistenza di un significativo divario tra le *performance* connesse alla strategia operante e quelle attese dalla strategia intenzionale prevista a Piano. Come noto, la strategia operante è il risultato delle scelte e delle azioni del passato e si caratterizza per certi risultati storici e per talune opportunità di crescita e di miglioramento delle *performance* reddituali ottenibili sulla scorta dell'assetto operativo esistente (eventualmente oggetto di parziale rinnovamento e miglioramento), nonché del patrimonio di risorse e competenze disponibili. Le intenzioni strategiche rappresentano, invece, gli orientamenti espliciti e le effettive intenzioni del *management* relativamente alla missione dell'azienda, alla filosofia gestionale, al campo di attività verso il quale l'impresa deve orientare i propri sforzi, alla crescita dimensionale da perseguire, al ruolo che si intende rivestire nell'arena competitiva e nei confronti dei principali interlocutori sociali. Poiché rappresentano nel loro complesso l'indirizzo di lungo periodo dell'impresa, le intenzioni strategiche possiedono di regola una certa stabilità nel tempo e condizionano significativamente i risultati prospettici dell'impresa. Non di rado, strategia realizzata e intenzioni strategiche presentano un divario, frutto della volontà progettuale del *management* di ricercare percorsi di radicale miglioramento della situazione aziendale o di creazione di valore per gli azionisti, colmabile mediante l'avvio e la piena realizzazione di una serie di azioni e di interventi che, nel loro complesso, rendono possibile la progressiva eliminazione del *gap*, favorendo l'implementazione della strategia intenzionale.

La stesura di un piano industriale – che presuppone da parte del *management* la formulazione e l'esplicitazione organica della strategia intenzionale, delle azioni che daranno corso alla stessa e dei principali risultati attesi – rappresenta proprio una delle occasioni in cui tale divario si forma e viene comunicato ai diversi interlocutori.

5.13. La formazione di un *gap* tra strategia operante e strategia realizzata si è prodotta anche in occasione della stesura del *Business Plan* delle società compravendute. Infatti, il *management* di LAG ha esposto nel Piano relativo agli anni 2012-2014 la sua intenzione di passare dalla strategia operante degli anni 2009-2011, basata tra l'altro su due marchi regionali (Sorrento e Precious) e sullo sviluppo del *private label* (cfr. Rapporto e Presentazione BCG), ad una strategia intenzionale caratterizzata da alcuni elementi di discontinuità – la transizione verso marchi nazionali ottenuti in licenza dal gruppo Lactalis, il massiccio investimento in una serie di azioni di *marketing*, distribuzione e innovazione progettate nell'ottica di favorire questa transizione – tali, tra l'altro, da creare rilevanti opportunità di crescita non disponibili in precedenza. Nel caso di LINT, la strategia intenzionale prevedeva un'intensificazione delle attività prodromiche alla crescita, da ottenersi soprattutto nei paesi dell'America Latina. Sebbene le azioni funzionali all'implementazione della nuova strategia siano state avviate nel corso del 2011, nei piani del *management* l'effettiva transizione verso il nuovo modello di *business* si sarebbe dovuta realizzare nel periodo di Piano, ossia negli anni 2012-2014. Pertanto, gli effetti di tale transizione non trovano riflesso nei flussi di risultato del 2011, connessi piuttosto alla strategia operante, ma solo in quelli prospettati dal *management* per gli anni di Piano.

5.14. Come ha osservato BCG, "*Il piano elaborato dal Management di LAG appare complessivamente coerente in termini di obiettivi di crescita ed azioni previste a supporto, presenta alcune aree di attenzione ma anche alcune aree di opportunità aggiuntive, e nell'insieme costituisce un piano ragionevole"* (cfr. Report BCG, p.10). Pertanto tale Piano può essere credibilmente assunto a riferimento nell'ambito di un più ampio processo di valutazione delle società che tale piano intendono realizzare. Purtuttavia, l'esistenza di un *gap* tra strategia operante e strategia intenzionale e la circostanza che quest'ultima possa incominciare a dispiegare i propri effetti solo a partire dall'esercizio 2012, raggiungendo una nuova situazione di regime, diversa da quella

prospettabile per la situazione operante, solo al termine di tale periodo, pone una questione di metodo ai fini della Valutazione.

5.15. In particolare, l'esistenza di due strategie (quella operante e quella intenzionale) caratterizzate da una sostanziale diversità dei flussi di risultato attesi nel periodo di Piano e a regime comporta che il valore di acquisizione di LAG e LINT sia diverso a seconda che si proceda basandosi sulla strategia operante o sulla strategia intenzionale. Ciò implica, anzitutto, di decidere se il valore di acquisizione di LAG e LINT debba essere stimato in base alla strategia operante o alla strategia intenzionale o, ancora, a entrambe. In secondo luogo, occorre che, nell'applicazione dei diversi metodi di valutazione, si utilizzino sempre dati e prospettive di crescita riferibili alla strategia presa in esame, per evitare di trovarsi poi a confrontare risultati che sono stati ottenuti non solo con metodi diversi, ma anche facendo riferimento a strategie diverse. Così, ad esempio, non si possono impiegare i valori desunti utilizzando il metodo dei multipli relativi al 2011 (e al 2012) per valutare la strategia intenzionale, ma solo quella operante. Infatti, tali valori sono ottenuti utilizzando dati riferibili alla strategia operante (quelli del 2011) o solo parzialmente influenzati dalla strategia intenzionale (quelli del 2012, ossia un anno che si configura come il primo di transizione verso la nuova strategia). Per poter applicare i multipli a dati espressivi delle potenzialità della nuova strategia, bisognerebbe invece rifarsi agli esercizi in cui questa ha potuto dispiegare pienamente i propri effetti (2014 e seguenti). E' tuttavia noto che multipli *leading* che si spingono così avanti nel tempo, quand'anche disponibili, presentano una significatività ed un'attendibilità inferiore.

5.16. Anche sulla scorta delle questioni di metodo già illustrate, pare agli scriventi che possa essere utile procedere alla stima del valore di acquisizione di LAG e LINT quale risulta sulla base di entrambe le strategie. In particolare, il valore ottenuto a partire dalla strategia operante – la strategia consolidata relativa al triennio 2009-2011 e la sua normale evoluzione, anche a seguito dell'operazione di acquisizione negoziata – ben si presta a rappresentare un

valore minimo di riferimento delle società compravendute, ossia il valore a loro attribuibile anche a prescindere dalla implementazione della nuova strategia. Tale valore, tra l'altro, si presta ad essere stimato con una pluralità di metodi: il metodo basato sulla attualizzazione dei flussi finanziari attesi e il metodo dei multipli, nelle sue due varianti, applicati a grandezze aziendali connesse alla strategia operante (ossia quelle relative all'esercizio 2011). Il valore di acquisizione ottenuto a partire dalla strategia intenzionale di LAG e LINT rappresenta, invece, il valore (maggiore) che poteva essere riconosciuto, alla data di riferimento, alle due società in caso di effettiva realizzazione del piano predisposto dal *management*. In tal senso, tale valore meglio si presta ad individuare la ragionevolezza del valore massimo negoziato, consentendo cioè di verificare se tale valore massimo si ponga al di sopra o al di sotto di tale maggiore valore. Nel caso della strategia intenzionale, inoltre, la circostanza che la stessa comporti una discontinuità di prospettive di crescita e che dispieghi i propri effetti a partire dal 2012, ma pienamente solo al termine del periodo di piano comporta che il suo valore possa essere adeguatamente apprezzato soprattutto attraverso il metodo dell'attualizzazione dei flussi attesi e non attraverso il metodo dei multipli come chiarito in chiusura del precedente sotto-paragrafo.

L'impostazione metodologica accolta nella valutazione

5.17. In sintesi, tenuto conto del mandato ricevuto e delle considerazioni sviluppate con riguardo a ciascuna delle questioni di metodo che caratterizzano questa Valutazione, i sottoscritti intendono procedere seguendo la seguente impostazione:

i) stimare il valore di acquisizione di LAG e LINT, anziché il loro valore *on a stand alone basis*, considerando anche il valore delle sinergie realizzate o trasferite (le quali, come si avrà modo di ribadire più avanti, sembrano potersi realizzare il larga misura a prescindere dal tipo di strategia considerata). Nello specifico, ai fini della Valutazione, si ritiene di sommare al valore delle società una quota pari al 33% delle sinergie

indicate nel Rapporto BCG (che le ha marginalmente ridotte e spostate in avanti nel tempo rispetto all'iniziale stima effettuata dal *management*). In tal senso, il valore di acquisizione stimato rappresenta un termine di confronto che implicitamente riconosce agli acquirenti la possibilità di incamerare il vantaggio connesso ad una quota fino ai 2/3 del valore delle sinergie, senza dover riconoscere alcun corrispettivo. Pare agli scriventi che la riduzione delle sinergie considerate sino alla quota del 33% consenta di ottenere una stima, prudenziale, dei benefici che, a tale titolo, l'acquirente verrebbe, come minimo, a incamerare per effetto dell'acquisizione, tenendo opportunamente conto della natura infragruppo dell'operazione. Infatti, da un lato, in base a quanto osservato da BCG - e precisamente il fatto che "*L'integrazione delle due società LAG e Parmalat conseguente all'acquisizione è un presupposto importante nella realizzazione di tali sinergie perché allinea gli incentivi dei Management e crea forti meccanismi di coordinamento non presenti all'interno di Lactalis Group"* (cfr. Report BCG, p. 17) – si potrebbe concludere che tutte le sinergie validate da BCG si collegano differenzialmente all'operazione di acquisizione (ossia costituiscono sinergie ritraibili dalla stessa) e che, dunque, il loro intero importo dovrebbe essere considerato ai fini della stima del valore di acquisizione. Dall'altro lato, anche volendo assumere l'ipotesi opposta a quella indicata da BCG (ossia che nessuna delle sinergie si realizzi differenzialmente per effetto dell'operazione), si deve osservare come, dalla documentazione agli atti, risulti che una quota considerevole delle sinergie (circa il 30%) si dovrebbe realizzare nell'economia della società acquisita. Questa rappresenta, dunque, la quota di sinergie di cui l'acquirente può appropriarsi esclusivamente grazie all'operazione di acquisizione (i.e. sinergie trasferite). Partendo da tale quota, è sufficiente che anche una modesta parte (poco più del 4%, rispetto al 100% indicato da BCG) delle altre sinergie (il 70% che si dovrebbe realizzare in capo a Parmalat) si produca esclusivamente per effetto dell'operazione, per

raggiungere il livello del 33% qui prudenzialmente accolto[24] (infatti 33% = 30% + 4,3% * 70%)

ii) stimare il valore di acquisizione della strategia operante, da utilizzare quale termine di confronto per saggiare la ragionevolezza del *floor* negoziato dalle parti. Infatti, il valore di acquisizione della strategia operante esprime il valore che gli acquirenti, alla data di riferimento della Valutazione, potevano ragionevolmente attendersi dall'operazione di acquisizione anche nell'ipotesi di non piena realizzazione dei miglioramenti attesi a Piano;

iii) verificare se il meccanismo di individuazione del prezzo, rappresentato dall'applicazione di un multiplo di 9,5 all'EBITDA consuntivo del 2012, risulti congruo sulla base delle indicazioni di mercato alla data di riferimento della Valutazione;

iv) stimare il valore di acquisizione della strategia intenzionale, da utilizzare quale termine di confronto per saggiare la ragionevolezza del *cap* negoziato dalle parti. Infatti, il valore di acquisizione della strategia intenzionale esprime il valore che gli acquirenti, alla data di riferimento della Valutazione, potevano ragionevolmente attendersi dall'operazione di acquisizione nell'ipotesi di veder realizzati i miglioramenti attesi a Piano.

5.18. In particolare, per quanto si è avuto modo di argomentare nel corso del precedente sotto-paragrafo, pare ai sottoscritti che al punto i) si individui la nozione di valore più conforme al mandato ricevuto, mentre ai punti ii) e iii) vengano richiamate le verifiche che consentono di apprezzare la congruità, alla data di riferimento della Valutazione (ossia alla data in cui gli Amministratori hanno assunto le loro deliberazioni), di due degli elementi chiave del meccanismo di determinazione del prezzo, ossia il valore che gli Amministratori si sono impegnati a riconoscere come minimo (il *floor*) e il

[24] In sintesi, la quota del 33% non solo è ben inferiore alla quota che si dovrebbe utilizzare sulla base delle indicazioni formulate da BCG (100%), ma anche alla media (65%) tra la quota massima (100%) e la quota minima (30% ossia quella che si otterrebbe ipotizzando che nessuna nuova sinergia sia una conseguenza dell'integrazione resa possibile dall'operazione).

multiplo da applicare all'EBITDA consuntivo 2012 ai fini di determinare l'aggiustamento del prezzo. La verifica di cui al punto iv), infine, fornisce una sorta di riscontro della congruità del valore massimo che essi si sono impegnati a riconoscere eventualmente al venditore (il *cap*), ponendolo a confronto con il valore attribuibile alla data di riferimento a LAG e LINT, nell'ipotesi di realizzazione della strategia intenzionale.

6. I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

La scelta dei criteri di valutazione

6.1 Oggetto di stima è, come detto, il valore di acquisizione di LAG e LINT, ossia la somma del loro valore *on a stand alone basis* e di quello delle sinergie (meglio, di una quota parte di esse) i cui benefici dovrebbero essere incamerati dalla società acquirente per effetto dell'operazione.

6.2 Per quanto riguarda il primo dei due addendi, la stima del valore *on a stand alone basis* richiede l'applicazione dei principi generali di valutazione del capitale economico delle aziende. A livello concettuale, ciò postula, in termini generali, non solo la considerazione analitica dei singoli beni, diritti e obbligazioni che ne costituiscono il patrimonio, ma anche, e soprattutto, l'apprezzamento unitario e sistematico di tali beni e diritti come condizioni complementari atte a generare flussi reddituali e finanziari. Il valore economico dell'azienda, intesa come complesso unitario di beni organizzati, pertanto, non necessariamente coincide con la somma algebrica dei valori attribuibili ai singoli elementi che la integrano. Esso è, piuttosto, il risultato dell'unitario e complessivo apprezzamento dei diversi beni e rapporti, materiali e immateriali, nelle reciproche relazioni sistematiche considerate, rispetto all'attitudine a generare nuova ricchezza. A tal fine, la dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi di

valutazione[25], all'interno dei quali occorre poi scegliere, di volta in volta, quello o quelli più idonei tenendo conto, tra l'altro, del settore di operatività e delle caratteristiche funzionali dell'azienda da valutare; della finalità dell'incarico; della disponibilità di informazioni, che potrebbe vincolare o rendere impossibile l'applicazione di taluni criteri.

6.3 Nello specifico, si è ritenuto di fare principale riferimento a due criteri, il criterio finanziario, nella versione c.d. dell'*unlevered discounted cash flow* (in seguito, anche "UDCF"), basata sulla attualizzazione dei futuri flussi di cassa aziendali, e quello dei multipli di valore (in seguito, anche il "metodo dei multipli"), tanto nella versione dei multipli di Borsa quanto nella versione delle transazioni comparabili, il cui combinato utilizzo trova ampio riscontro in dottrina[26] e nella prassi più accreditata per la stima del valore di aziende industriali in avviato funzionamento. Se possibile, l'adozione di una pluralità di criteri è motivata dal fatto che ciascun criterio tende a privilegiare una specifica determinante del valore aziendale, sicché il loro utilizzo congiunto consente di apprezzare, nel valore economico, i differenti profili di appetibilità dell'azienda. Inoltre, l'utilizzo di una molteplicità di criteri consente di pervenire al risultato con il contributo di molteplici misure che si spiegano e si controllano reciprocamente, con vantaggio per la consapevolezza delle stime.

---

[25] Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:
- *criteri patrimoniali*, che stimano il valore economico del capitale pari al valore corrente degli elementi attivi e passivi, iscritti e non iscritti a bilancio, che integrano il patrimonio aziendale;
- *criteri reddituali*, che calcolano il valore economico del capitale in funzione delle prospettive di reddito, considerate per orizzonti temporali limitati o illimitati, che l'azienda è in grado stabilmente di produrre;
- *criteri misti patrimoniali–reddituali*, che associano i principi essenziali dei criteri reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi, il più diffuso è il cosiddetto criterio misto UEC (o del "reddito residuale"), che procede alla stima autonoma del valore di avviamento in funzione delle prospettive di reddito, sommandone algebricamente il valore a quello del patrimonio netto aziendale espresso a valori correnti;
- *criteri finanziari*, che fondano il calcolo del valore economico sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti;
- *criteri di mercato*, che determinano il valore del capitale economico sulla base delle quotazioni dirette di Borsa (per le imprese quotate) o di moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa o in transazioni di società comparabili con quella oggetto di stima.
-

[26] Per tutti si vedano: Damodaran A., laddove conclude che *"In termini generali esistono tre modi per valutare le aziende e le attività: l'attualizzazione dei flussi di cassa [..], i multipli e la contingency claim valuation (o modello di definizione del prezzo delle opzioni)"*, Manuale di valutazione finanziaria, 2003, pag. 403 e Massari M., Zanetti L., Valutazione finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 6.

6.4 Nel caso di specie, tuttavia, l'applicazione dei due criteri (e il loro utilizzo anche a scopi di riscontro reciproco) è possibile e significativa solo con riguardo all'apprezzamento della strategia operante. Per questa, infatti, si dispone dei flussi di cassa operativi prodotti dalle società relativi ad un periodo caratterizzato da un ciclo completo nella dinamica della principale materia prima (vedi *supra* § 4.5.), nonché di diverse previsioni (tra le quali anche quelle formulate dall'Amministratore Delegato di Parmalat[27]), i quali dati possono essere utilizzati per applicare il metodo in questione. Nel caso di LINT, invece, in assenza di apposite previsioni, la stima dei flussi attesi connessi alla strategia operante può essere più semplicemente ottenuta sulla scorta delle *performance* conseguite e di un'attesa di crescita in linea con la dinamica dei mercati di operatività. Tali informazioni rendono possibile l'applicazione del criterio finanziario. Parimenti, è possibile applicare il metodo dei multipli utilizzando i dati aziendali del 2011, ottenuti dalle due società con la strategia operante.

6.5 Nel caso della strategia intenzionale, invece, la circostanza che la stessa inizi a dispiegare i propri effetti solamente a far tempo dal 2012 e, pienamente, al termine del periodo di transizione (ossia dopo il 2014) rende più problematico e meno significativo l'utilizzo del metodo dei multipli. Infatti, il ricorso ai multipli più attendibili, ossia quelli relativi agli esercizi più prossimi alla data di riferimento (cioè dedotti sulla base dell'ultimo consuntivo e del primo anno di previsioni), non risulta metodologicamente corretto, visto che i dati del 2011 sono relativi alla strategia operante e quelli del 2012 recepiscono solo i primi effetti della transizione verso la strategia intenzionale e risentono dei massicci investimenti (sin sovradimensionati, secondo il Rapporto BCG)

[27] L'Amministratore Delegato di Parmalat, dott. Guérin, aveva una notevole conoscenza della strategia operante di LAG dato che era stato l'amministratore delegato di questa società per tre anni. Tra le previsioni disponibili vi è anche quella inizialmente formulata da Mediobanca e richiamata nel verbale dell'udienza del 28 Febbraio 2013 dalla Dottoressa Russo che segnala che questo " *E' ovviamente un piano molto più prudenziale rispetto a quello fornito dai venditori*" (Verbale, p.74). Tali previsioni - che pure contengono un'evidente incoerenza tra il piano degli investimenti, addirittura superiore a quello previsto nel *Business Plan* , e le attese di crescita e di redditività, inferiori non solo a quelle di Piano ed anche alla redditività storica -verranno utilizzate ai fini di un *test* di robustezza dei risultati ottenuti.

previsti a tale scopo. Per disporre di grandezze economiche sufficientemente espressive delle effettive potenzialità della strategia intenzionale, una volta completata la fase di transizione, si dovrebbe fare riferimento ai risultati previsti nell'ultimo anno di Piano o, addirittura, in quelli successivi (ossia negli anni in cui si dovrebbe registrare una progressiva riduzione degli investimenti in *marketing* e dei tassi di crescita). Ma i multipli relativi a dati previsionali a medio termine, quand'anche disponibili[28], risultano meno attendibili e per questo vengono utilizzati più raramente e solamente in taluni specifici contesti aziendali[29].

6.6 Quanto, poi, alla stima del secondo addendo del valore di acquisizione, ossia del valore delle sinergie, secondo dottrina e prassi valutativa, si è fatto ricorso al criterio finanziario[30], ossia all'attualizzazione dei flussi netti che si dovrebbero originare da tali sinergie. Come anticipato (vedi *supra* § 5.6.), peraltro, tale valore deve essere sommato a quello di LAG e LINT quando questo è ottenuto con il criterio finanziario e con il criterio dei multipli, nella versione cosiddetta dei multipli di Borsa, ma non quando, invece, il valore di LAG e LINT viene individuato attraverso l'applicazione dei multipli delle transazioni comparabili. E ciò dal momento che utilizzando tale ultimo criterio, il valore delle sinergie ricavabili da operazioni di acquisizione (o della quota riconosciuta al venditore) viene implicitamente già ricompreso nella grandezza degli indicatori.

[28] Ad esempio, nel caso delle transazioni comparabili molto spesso il solo multiplo disponibile è quello calcolato sull'ultimo dato consuntivo, cui solo raramente si aggiunge quello calcolato sul dato di *budget*.

[29] E' questo, ad esempio, il caso delle aziende in fase di *start-up* o connotate da risultati correnti negativi e impegnate in una strategia di risanamento e rilancio.

[30] Sul punto si veda ad esempio M. Massari e L. Zanetti, , "Valutazione – Fondamenti teorici e *best practice* nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill, 2008 § 12, pagg. 372 e seguenti ove si procede ad una stima del valore di acquisizione di un impresa *target* sommando al valore *stand alone* della stessa il valore attuale netto delle sinergie determinato mediante l'applicazione di un criterio finanziario di tipo *unlevered*.

L'illustrazione dei criteri di valutazione adottati: il criterio finanziario *unlevered* e la considerazione delle sinergie

6.7 Secondo il criterio in esame, il valore di un complesso aziendale è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che esso è in grado di generare. L'algoritmo applicativo del criterio è il seguente:

$$W = EV - PFN \qquad [1]$$

dove:

W rappresenta il valore del 100% della società

EV rappresenta il valore del "capitale investito netto" (*Enterprise Value* o *EV*);

PFN corrisponde alla "posizione finanziaria netta".

Pertanto, con il criterio in esame, si determina dapprima il valore del "capitale investito netto" dell'azienda (*EV*) sulla base dell'attualizzazione dei suoi flussi di cassa operativi. Il valore del "capitale proprio" (*Equity Value*) è, poi, ottenuto sommando algebricamente, al valore dell'*EnterpriseValue*, la "posizione finanziaria netta".

6.8 Nel caso di specie, ferma restando l'indicazione della PFN verificata successivamente alla data di chiusura dell'operazione, rimane da verificare la congruità dell'*Enterprise Value* attribuito a LAG e LINT in occasione della loro acquisizione. Ebbene, secondo il criterio in analisi il valore del "capitale investito netto" (EV) si ottiene attualizzando i flussi di cassa operativi netti di imposta attesi ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale ("*weighted average cost of capital*" o, in breve, "*Wacc*"). Ciò può avvenire mediante modelli matematici diversi a seconda che si faccia riferimento ad una previsione sintetica dei flussi attesi o, viceversa, ad una previsione analitica degli stessi, almeno per un certo numero di anni.

In particolare, nel caso di una strategia per la quale, essendo stata raggiunta una situazione di sostanziale regime, si configuri una situazione di crescita stabile, si può fare ricorso al seguente algoritmo di calcolo, avente natura sintetica:

$$EV = \frac{CF_{t+1}}{(Wacc - g)} \qquad [2]$$

dove:

EV è l'*Enterprise Value* del complesso aziendale oggetto di valutazione;

CF_{t+1} è il flusso di cassa "disponibile" annuo del complesso aziendale valutato, atteso per l'anno a venire, stimato a partire dal margine monetario atteso dalla gestione (EBITDA), "rettificato" per tener conto della relativa imposizione fiscale (trattandosi di flussi netti) e degli investimenti operativi (in capitale fisso e in circolante) necessari per la prosecuzione della gestione. Il flusso non comprende, invece, componenti di natura finanziaria (è cioè un flusso *unlevered*);

Wacc è il costo medio ponderato del capitale proprio e del debito finanziario netto;

g è il tasso annuo di crescita dei flussi di risultato del complesso aziendale atteso nel lungo periodo.

6.9 Nel caso, invece, di una strategia in fase di implementazione, i cui risultati debbano evolvere in relazione ad uno specifico piano di investimento, l'*Enterprise Value* risulta dalla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi "disponibili" (i "CF" nella formula [3] che segue), attesi per un periodo limitato di previsione analitica di *n* anni. Come nella formula [2], i flussi di cassa non includono componenti di natura finanziaria (sono cioè flussi *unlevered*);
- valore attuale del *Terminal Value* ("TV" nella formula [3]), ossia del valore assunto dal complesso aziendale al termine dell'orizzonte di previsione analitica. Tale valore è funzione dei flussi che il complesso

sarà in grado di generare quando, al termine del periodo di previsione analitica, l'azienda sia giunta in una situazione di sostanziale regime per la quale sia possibile configurare una dinamica stabile per un periodo limitato o "in perpetuità". Di conseguenza, il valore del TV viene stimato capitalizzando lungo un orizzonte temporale finito o infinito il flusso di cassa atteso per il periodo successivo all'ultimo di previsione analitica ("CF_{n+1}").

6.10 L'algoritmo di calcolo che traduce in termini applicativi il criterio valutativo in analisi è il seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \left(CF_t \cdot v^t \right) + TV_n \cdot v^n \qquad [3]$$

dove:

EV è l'*Enterprise Value* del complesso aziendale oggetto di valutazione;

n è il numero di anni di cui si compone il periodo di previsione analitica dei flussi di cassa "disponibili";

CF_t è il flusso di cassa *unlevered* "disponibile" annuo del complesso aziendale valutato atteso nel periodo *t*, stimato sulla base del risultato operativo monetario atteso dalla gestione (EBITDA), "aggiustato" per tener conto della relativa imposizione fiscale e degli investimenti operativi (nel capitale investito fisso e in quello circolante) necessari per la prosecuzione della gestione;

TV_n è il *Terminal Value* del complesso aziendale al tempo *n* (cioè, al termine del periodo di previsione analitica);

v^t è il coefficiente di attualizzazione, pari a $1/(1+Wacc)^t$;

Wacc è il costo medio ponderato del capitale proprio e del debito finanziario netto;

g è il tasso annuo di crescita dei flussi di risultato del complesso aziendale atteso in perpetuità.

6.11 Il Wacc, ossia il tasso di attualizzazione impiegato nel criterio finanziario, è determinato utilizzando un approccio metodologico la cui fondatezza trova

ampio riscontro in dottrina e la cui applicazione è largamente prevalente nella prassi più accreditata. In particolare, il tasso è posto pari alla media tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito, ponderati per l'incidenza rispettivamente del capitale proprio e del capitale di debito sulle fonti di finanziamento totali dell'azienda oggetto di valutazione. In formula si ha che:

$$Wacc = Ke \cdot \frac{E}{D+E} + Kd \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{D+E} \qquad [4]$$

dove:

Ke e **Kd**	sono, rispettivamente, il costo del capitale proprio e del capitale di debito lordo di imposta;
E/(D+E) e **D/(D+E)**	sono rispettivamente i "pesi" riferibili al capitale proprio (*equity*, E) e a quello di debito (D) sul totale delle fonti di finanziamento (D+E);
t	è l'aliquota d'imposta rispetto alla quale gli oneri finanziari risultano deducibili.

Si anticipa che, nel caso di specie, l'incidenza del capitale di debito sul totale delle fonti di finanziamento, è ipotizzata pari a zero e, dunque, il valore del *Wacc* viene a coincidere con quello del Ke.

6.12 Il Ke, ossia il costo del capitale proprio, è espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare. Esso è quantificato secondo l'approccio CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), sulla base del seguente algoritmo:

$$\mathrm{Ke} = \mathrm{r_f} + \beta \cdot \mathrm{ERP} + \lambda \cdot \mathrm{CRP} + \mathrm{szp} \qquad [5]$$

dove:

$\mathbf{r_f}$	è il rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso *risk-free*);
β	è il coefficiente espressivo del rischio sistematico (non diversificabile) del complesso aziendale oggetto di stima. Esso è

funzione, tra l'altro, del rapporto di indebitamento D/E dell'azienda oggetto di valutazione;

ERP è il premio per il rischio tipico degli investimenti azionari (*equity risk premium*);

λ è il coefficiente che misura l'esposizione specifica dell'azienda oggetto di valutazione al rischio di un determinato Paese (CRP), in funzione dell'operatività dell'impresa.

CRP è il rendimento aggiuntivo (premio) per il rischio richiesto dagli investitori nel mercato di un determinato Paese, in ragione del grado di instabilità economico-finanziaria, politica e valutaria del Paese medesimo;

Szp è l'eventuale premio per il rischio aggiuntivo tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative.

Come emerge dalla formula [5], il valore del tasso Ke dipende anche dal rischio del paese di operatività. Pertanto, nel caso di LAG, in considerazione della sua prevalente focalizzazione sul mercato statunitense, si farà riferimento ad un Ke inclusivo del solo *country risk* specifico di questo paese; nel caso di LINT, invece, operativa su una pluralità di paesi, il Ke viene calcolato come media dei Ke relativi ai diversi paesi, ponderati per il loro peso. In particolare, al Ke degli Stati Uniti viene attribuito un peso del 54%, mentre a quello del Brasile e del Messico un peso rispettivamente pari al 38% e all'8%.

6.13 Il valore della società oggetto di acquisizione, determinato secondo uno degli algoritmi come sopra individuati, non comprende il valore attuale delle sinergie realizzabili per effetto dell'operazione. Anche la stima di quest'ultimo viene effettuata mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi per un periodo limitato di previsione analitica e del "valore finale" stimato al termine di tale periodo. Nel concreto, la formula applicativa per il calcolo del valore attuale netto delle sinergie (**VANS**) è la seguente:

$$VANS = \sum_{t=1}^{n} CF_t \cdot v^t + VF \cdot v^n \qquad [6]$$

dove:

CF_t flusso di cassa operativo netto d'imposta dell'anno t;

v^t coefficiente di attualizzazione uguale a $1/(1+Wacc)^t$;

Wacc costo medio ponderato del capitale proprio e di debito;

n periodo di stima analitico dei flussi;

VF "valore finale" al termine del periodo di stima analitico, determinato tramite la capitalizzazione del flusso di cassa operativo del primo anno successivo all'ultimo di previsione analitica, al costo medio ponderato del capitale, rettificato per il fattore di crescita *g* di lungo termine.

6.14 Considerata l'inevitabile presenza, nelle valutazioni aziendali, di taluni margini di soggettività, chi scrive ha ritenuto utile fornire, nell'applicazione del metodo, non tanto un valore puntuale, quanto piuttosto un *range* di valori meglio rappresentativi del valore di acquisizione delle due società. Tale *range* è stato ottenuto mediante il ricorso ad analisi di sensitività sviluppate, secondo prassi consolidata, a partire dalla variazione, all'interno di intervalli ragionevoli e con ipotesi non tra loro incoerenti, dei principali parametri della stima.

L'illustrazione dei criteri di valutazione adottati: il criterio dei multipli e la considerazione delle sinergie

6.15 Il criterio dei *multipli* presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (c.d. criterio dei multipli di Borsa) o desunte da transazioni aventi ad oggetto aziende comparabili (c.d. criterio delle transazioni comparabili). Nello specifico, il metodo dei multipli di mercato si basa sulla determinazione di

indicatori calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili quotate. Gli indicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di verificare se il valore così ottenuto sia in linea con quello negoziato. Il metodo delle transazioni comparabili, invece, si basa sulla determinazione di indicatori calcolati come rapporto tra i valori negoziati e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di compravendita. Anche in questo caso, gli indicatori ottenuti dall'analisi delle transazioni comparabili vengono, poi, applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, così da ottenere indicazioni di valore delle società oggetto di compravendita.

In generale, quindi, il metodo dei multipli richiede l'identificazione delle imprese componenti il campione di riferimento, la scelta degli indicatori, il calcolo degli stessi per le imprese del campione e, infine, l'applicazione del loro valore medio o mediano alle pertinenti grandezze dell'impresa oggetto di valutazione, così da derivarne il ricercato valore.

6.16 Come meglio illustrato ai §§ 7.23. e ss., il multiplo utilizzato, nel caso di specie, è dato dal rapporto "*Enterprise Value*/*EBITDA*" ("*EV/EBITDA*") dal momento che: (i) proprio a tale multiplo, e solamente ad esso, si fa riferimento nelle pattuizioni contrattuali quale parametro per la determinazione del prezzo finale, una volta acquisito a consuntivo l'EBITDA del 2012; (ii) ciò ben si spiega tenendo conto che, secondo la dottrina, questo multiplo presenta il vantaggio di risentire meno di altri degli effetti delle scelte discrezionali rese possibili dai principi contabili (c.d. politiche di *earnings management*) e della diversità dei regimi di tassazione che connotano società di differente nazionalità; (iii) trattandosi di un multiplo *unlevered*[31], consente l'inclusione nel campione di riferimento anche di aziende caratterizzate da strutture

[31] I multipli*unlevered* conducono ad ottenere l'*Enterprise* V*alue* di un'azienda. Deducendo da questo il valore della posizione finanziaria netta si perviene al valore di mercato dell'azienda (*Equity Value*). Qualora l'impresa oggetto di valutazione abbia una posizione finanziaria netta positiva (disponibilità finanziarie nette), *l'Equity Value* si ottiene sommando all'*Enterprise* V*alue*le disponibilità finanziarie medesime.

finanziarie dissimili, ampliandone la dimensione e la significatività; iv) in effetti proprio questo multiplo assume spesso, nelle valutazioni condotte da analisti finanziari il ruolo di riferimento principale o di indicatore di maggior peso[32].

6.17 Anche nell'applicazione del metodo dei multipli, ai fini della stima del valore di acquisizione di una società, si rende necessario considerare, laddove già non lo fossero, le sinergie ritraibili dall'operazione di acquisizione. In proposito, si osserva che tale integrazione appare necessaria solo per i multipli di Borsa, ma non per i multipli relativi alle transazioni comparabili. Infatti, questi ultimi sono desunti sulla scorta dei prezzi pagati nell'ambito di operazioni di acquisizione i quali, come detto in precedenza, includono non solo il valore delle società acquisite *on a stand alone basis*, ma anche la quota parte del valore delle sinergie riconosciute dall'acquirente al venditore. Di conseguenza, anche i multipli desunti da tali transazioni già includono la considerazione delle sinergie (o almeno la quota parte di esse in media riconosciute al venditore in occasione di operazioni comparabili). Al contrario i multipli di Borsa esprimono valori delle società *on a stand alone basis*, ossia in assenza di sinergie quali possono ritrarsi per effetto dell'aggregazione di diverse realtà aziendali e, per questo, "*non sempre i multipli di Borsa possono fornire indicazioni esaustive in merito al probabile prezzo di mercato del capitale di un'impresa*"[33]. Proprio per superare tale limite, si è soliti rettificare il valore ottenuto con i multipli di Borsa sulla base di un coefficiente espressivo dei premi pagati nel caso di acquisizione[34] di società quotate (ove il premio di acquisizione coincide con la differenza percentuale tra il prezzo pagato per l'acquisizione della società o del suo controllo e il prezzo di Borsa della medesima società prima dell'offerta di acquisto). Sebbene esistano numerose stime della grandezza media di tali premi, nel caso specifico, disponendo di una misura puntuale del valore delle sinergie, e per simmetria con quanto fatto

[32] In proposito, ad esempio, M. Massari e L.Zanetti, Valutazione finanziaria, 2004, McGraw-Hill, pagg. 249 e 250.
[33] Massari M., Zanetti L., La valutazione finanziaria, p. 235.
[34] Cosi ad esempio Massari M., Zanetti L., La valutazione finanziaria, p. 235.

nel caso del criterio finanziario, si è ritenuto di sommare al prezzo ottenuto mediante i multipli di Borsa il 33% del valore attuale delle sinergie stimate da BCG e determinato in via autonoma in base al UDCF (che, è bene anticipare sin da subito, equivale all'applicazione di un premio di acquisizione significativamente più basso di quello desumibile dall'esperienza di precedenti operazioni compiute sul mercato).

6.18 Da ultimo, si precisa che, nel caso dei multipli di Borsa, una volta ottenuto il valore di acquisizione (sommando al valore desunto dai multipli di Borsa il 33% del valore delle sinergie), è possibile ricostruire il multiplo implicito del valore di acquisizione ottenuto a partire dai multipli di Borsa. In particolare, il multiplo implicito del valore di acquisizione desunto sulla base dei prezzi di Borsa è calcolabile sulla base del seguente algoritmo:

Multiplo implicito = [Valore *on stand alone basis* desunto sulla base dei multipli di Borsa + Valore delle sinergie (33%)] / Grandezza economica di riferimento] [7]

7 IL VALORE DI ACQUSIZIONE IN BASE ALLA STRATEGIA OPERANTE E IL MULTIPLO UTILIZZATO AI FINI DEL CALCOLO DEL MECCANISMO DI EARN-OUT

7.1 Nel presente paragrafo vengono effettuate due delle verifiche in precedenza richiamate (si tratta in particolare delle verifiche di cui ai punti ii e iii del § 5.17.), procedendo, dapprima, alla stima del valore di acquisizione di LAG e LINT alla data di riferimento della Valutazione, sulla scorta della loro strategia operante, e, successivamente, alla verifica della congruità del multiplo individuato (9,5 volte l'EBITDA consuntivo 2012) ai fini del calcolo dell'aggiustamento prezzo. In particolare, nel seguito si procede a:

- stimare dapprima il valore di acquisizione di LAG e LINT sulla scorta del criterio finanziario mediante:
  - il richiamo dei flussi di cassa attesi dalla strategia operante nel periodo 2012-2014, come stimati in base alle indicazioni formulate

dall'Amministratore Delegato di Parmalat, e del flusso di cassa a regime, rappresentativo della normale potenzialità della strategia operante;

- la ricostruzione della dinamica attesa nei flussi di cassa derivanti dalle sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione, così come rettificate da BCG all'esito della propria analisi;
- la scelta e l'esplicitazione dei parametri utilizzati ai fini della stima del costo medio ponderato del (*Wacc*) e il valore a cui, sulla base di questi, si è giunti;
- la presentazione dei risultati ottenuti sulla base degli algoritmi illustrati nel precedente § 6. e delle analisi di sensitività sviluppate relativamente a taluni dei parametri più rilevanti dell'algoritmo utilizzato[35];
- il conteggio del *range* dei multipli impliciti dell'EBITDA cui si perviene sulla scorta dei valori ottenuti con il criterio finanziario;

– applicare, quindi, il criterio dei multipli, sia nella versione c.d. delle transazioni comparabili sia nella versione c.d. di Borsa, presentando il *range* di valori cui si giunge tramite gli stessi ed esplicitando il *range* degli indicatori sottostanti a tali valori;

– presentare le conclusioni valutative raggiunte, con riguardo sia al valore di acquisizione sia alla adeguatezza del multiplo prescelto ai fini dell'aggiustamento prezzo.

L'applicazione del criterio finanziario *unlevered*

I dati economici di riferimento

7.2 Ai fini dell'applicazione del criterio finanziario nella prospettiva esposta al § 7.1, si è reso anzitutto necessario individuare i flussi di cassa operativi netti ricollegabili alla strategia operante (e ad una sua fisiologica evoluzione) e il

[35] Come già anticipato, si forniranno, a fini di un test di resistenza, anche i risultati cui si è giunti utilizzando i dati del piano predisposto da Mediobanca, nonostante la presenza di un'incoerenza al suo interno. Per questo motivo, si fornirà indicazione del risultato cui si giungerebbe sulla base di tali dati eliminando o, quantomeno, attenuando, tale profilo di incoerenza.

flusso rappresentativo della sua potenzialità a regime. Come segnalato, nei §§ 4.2., 4.3. e 4.8. e come emerge dalle indicazioni relative al c.d. "*base case*"[36] (nel seguito anche Caso Base), nell'ambito di tale strategia:

- ✓ LAG utilizzava due marchi regionali di proprietà (Sorrento e Precious) e un marchio in licenza (Président, nel solo segmento Deli), coglieva le opportunità presenti nel segmento delle *private label*, non prevedeva investimenti di *marketing* diversi da quelli in media già sostenuti in passato e effettuava normali investimenti di potenziamento e rinnovamento tecnologico. Nell'ambito della strategia operante, non era prevista una migrazione dai marchi proprietari ai marchi ottenuti in licenza per effetto della sottoscrizione degli accordi con BSA, che pure andavano ad arricchire il suo portafoglio prodotti;
- ✓ LINT svolgeva un'attività di distribuzione dei prodotti del gruppo Lactalis sull'intero continente americano, operando negli Stati Uniti, in Canada, in Brasile, in Messico e in altri paesi dell'America Latina.

7.3

[36] Si fa qui riferimento ai contenuti delle *mail* del 20 e del 23 aprile 2012 (e relativo allegato, intitolato "Progetto Paloma II – Riepilogo valutazione"), inviate dal Dott. Cella rispettivamente agli altri componenti del *team* di Mediobanca e al Dott. Bonavita, prodotte dalla Procura di Parma nell'ambito del procedimento ex art. 2409.

[37] Come anticipato, agli atti risulta disponibile anche una prima versione del Caso Base sviluppata in autonomia da Mediobanca. Si tratta di previsioni formulate dall'*advisor* finanziario prima di procedere ad un confronto con il *management* della Società e al loro conseguente affinamento. Su queste sole previsioni la Procura della Repubblica ritiene si debba fare affidamento per procedere ad una congrua valutazione di LAG. Naturalmente tali previsioni potrebbero portare a differenze di valore solamente con il metodo dell 'UDCF, posto che il metodo dei multipli viene utilizzato assumendo a riferimento i dati relativi al 2011 e dunque non risulta influenzato dalle diverse previsioni considerate. Con riguardo poi alle previsioni formulate dall'*advisor*, chi scrive segnala che tali previsioni presentano una forte incoerenza tra due dati: (a) l'ammontare di *capex* (investimenti) del triennio 2012-2014 (addirittura

Tabella 4 – Stima del flusso a regime della strategia operante di LAG[39]

7.4 Nel caso di LINT, in assenza di previsioni esplicite rappresentative di uno scenario di continuità strategica, si è proceduto a stimare direttamente il flusso di cassa a regime sulla scorta dei risultati consuntivi e della loro diversa significatività anche a motivo della dinamica registrata dal prezzo del latte. In particolare, la stima del flusso di cassa a regime è basata sulle seguenti ipotesi:

a. crescita ricavi: è stata prevista, a partire dal 2012, una crescita pari a quella di lungo periodo, posta pari al 2,0%. La scelta di assumere un tasso di crescita di lungo periodo superiore a quello (1,5%) che verrà impiegato per LAG trova origine nella presenza di LINT in alcuni paesi dell'America Latina, caratterizzati da prospettive di crescita di lungo periodo maggiori. Trattasi di una scelta comunque prudenziale atteso che, nonostante una parte consistente del fatturato di LINT derivi da paesi caratterizzati da tassi di sviluppo prospettici più elevati (Rapporto

---

superiore a quelli previsti nel c.d. *vendor case* che riflette saggi di crescita dei ricavi ben più sostenuti) e (b) i livelli di redditività attesi (in termini di EBITDA *margin*), che, tanto nel periodo di piano quanto nella situazione a regime, sono ben inferiori a quelli che tali investimenti dovrebbero consentire di ottenere secondo il Piano (oltreché a quelli in media ottenuti nell'ultimo triennio). Tali previsioni sono comunque state utilizzate per effettuare un *test* di robustezza sui risultati ottenuti, verificando sia i valori a cui tali previsioni conducono, sia come questi si modificano intervenendo anche solo parzialmente sull'incoerenza come sopra richiamata.

[39] Ove: D&A sta per *depreciation and amortization*, ossia per il complesso degli ammortamenti materiali ed immateriali; CAPEX sta per *capital expenditure*, ossia gli investimenti in capitale fisso; CCN sta per capitale circolante operativo netto.

BCG, p. 8), il tasso di crescita è comunque pari al tasso di inflazione di lungo periodo relativa agli USA;

b. EBITDA *margin*: il rapporto tra ricavi ed il margine operativo lordo ("EBITDA") è stato posto uguale alla media ponderata degli ultimi esercizi. Prudenzialmente, tuttavia, agli ultimi due esercizi (2010 e 2011, caratterizzati da un *trend* di crescita nel prezzo della materia prima) è stato assegnato un peso doppio rispetto a quello attribuito al 2009. Per effetto di questa scelta l'EBITDA *margin* è stato posto pari all'8,4%;

c. D&A: sebbene i dati a consuntivo non espongano ammortamenti, si è ipotizzato che gli stessi a regime possano incidere in misura pari allo 0,5% del fatturato. Trattasi di un'incidenza in linea con quella ipotizzata per la strategia intenzionale[40];

d. EBIT: l'utile operativo è stato calcolato come differenza tra l'EBITDA di cui al punto (b) e gli ammortamenti di cui al punto (c).

e. CCN: in mancanza di dati patrimoniali storici, chi scrive ha assunto un'incidenza costante del CCN, posto pari al 8,9% del fatturato, valore allineato a quello di LAG;

f. CAPEX: gli investimenti in nuovi impianti ed immobilizzazioni sono stati ipotizzati pari agli ammortamenti. Tenuto conto che questi ultimi sono rapportati al fatturato, occorre concludere che anche gli ammortamenti e, dunque, gli investimenti sono previsti in crescita al tasso del 2%, come il fatturato.

Nella Tabella 5 vengono riportate le stime come sopra descritte e il loro risultato.

[40] Si segnala che questo piano prevedeva comunque tassi di crescita del fatturato più elevati (il 10% nel primo anno e decrescente fino alla crescita di lungo periodo del 2,5%) di quello qui utilizzato.

Tabella 5 – Stima del flusso a regime della strategia operante di LINT

	Dati consuntivi			Terminal Value
USD mln	2009	2010	2011	2012
Ricavi	**68,3**	**65,6**	**75,3**	**76,8**
% crescita		*(4,0%)*	*14,9%*	*2,0%*
EBITDA	**6,6**	**6,1**	**5,2**	**6,422**
% margin	*9,6%*	*9,2%*	*6,8%*	*8,4%*
D&A	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,4)
% ricavi	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,5%*
EBIT	**6,6**	**6,0**	**5,2**	**6,0**
% ricavi	*9,6%*	*9,2%*	*6,8%*	*7,9%*
CAPEX				0,4
% ricavi				*0,5%*
CAPEX/D&A				*1,0x*
CCN				6,8
% ricavi				*8,9%*

7.5 Sulla base dei dati così ottenuti, è poi possibile arrivare ai flussi di cassa operativi al netto degli oneri fiscali, calcolati assumendo un'aliquota fiscale pari all'aliquota marginale USA (40%) per LAG e ad una media ponderata delle aliquote relative ai paesi di operatività (USA, Brasile Messico) per quanto riguarda LINT (36,9%)[41] (cfr. Tabelle 6a e 6b che seguono) .

Tabella 6a – Stima dei flussi di cassa operativi netti di LAG[42]

		Dati previsionali			Ipotesi a regime
USD mln		2012	2013	2014	2015
EBIT	**a**	**64,6**	**73,4**	**78,8**	**74,7**
(-) Imposte	b	(25,9)	(29,3)	(31,5)	(29,9)
NOPAT	**c = a+b**	**38,8**	**44,0**	**47,3**	**44,8**
(+) D&A	d	30,0	30,9	31,1	31,6
(-) Capex	e	(21,8)	(28,8)	(28,3)	(31,6)
(+/-) Delta CCN	f	(3,7)	(2,6)	(4,2)	(1,4)
CF	**h = c+d+e+f**	**43,2**	**43,5**	**45,9**	**43,4**

[41] Fonte: KPMG Corporate and Inderect Tax Survey 2012; l'aliquota media di LINT è stata calcolata sulla base delle aliquote medie marginali di USA (40%), Brasile (34%) e Messico (30%) e ponderata sulla base della contribuzione al *contribution margin* del 54% per gli USA, 34% per il Brasile e 30% per il Messico.

[42] Ove: NOPAT sta per *Net Operating Profit AfterTax*, ossia per il flusso di reddito operativo al netto nell'onere fiscale ad esso commisurato; CF è il flusso di cassa operativo netto, come richiamato nelle formule esposte nel § 5. .

Tabella 6b – Stima del flusso di cassa operativo netto a regime di LINT[43]

		Flusso a regime
USD mln		2012
EBIT	**a**	**6,0**
(-) Imposte	b	(2,2)
NOPAT	**c = a+b**	**3,8**
(+) D&A	d	0,4
(-) Capex	e	(0,4)
(+/-) Delta CCN	f	(0,1)
CF		**3,7**

7.6 Nel caso di LAG, il flusso a regime calcolato potrà poi essere utilizzato per la stima del valore, *on a stand alone basis*, della società mediante un procedimento c.d. sintetico, il quale assume che tale flusso si manifesti "in perpetuità"[44]. Diversamente, nel caso di LINT, il flusso a regime individuato potrebbe avere durata limitata, atteso che il contratto di distribuzione, in base al quale LINT opera, ha durata ventennale. Il punto sarà affrontato in dettaglio nel seguito (vedi *infra* § 7.12.).

Le sinergie derivanti dall'operazione di acquisizione

7.7 Per quanto riguarda la stima delle sinergie attese, gli scriventi hanno innanzitutto assunto la loro stima, come rivista da BCG all'esito del suo lavoro di analisi (cfr. Rapporto BCG, p. 18 e Presentazione BCG, pp. 97 e ss.).

[43] Ove: NOPAT sta per *Net Operating Profit After Tax*, ossia per il flusso di reddito al netto nell'onere fiscale ad esso commisurato; CF è il flusso di cassa operativo netto, come richiamato nelle formule esposte nel § 5. .

[44] Ciò anche in considerazione del fatto che tale strategia non assume la migrazione verso i nuovi marchi e che, comunque, come si avrà modo di vedere più avanti le probabilità di mancato rinnovo sono considerate da BCG minime. Pertanto nello scenario di continuità della strategia operante, l'impatto del rischio di mancato rinnovo, comunque collocato molto lontano nel tempo, può essere considerato trascurabile. In effetti, simulando lo stesso procedimento che verrà poi impiegato per tenere conto di tale rischio nella stima del valore di acquisizione di LAG nello scenario intenzionale, si è potuto constatare che l'impatto sul valore di LAG calcolato in questo scenario non è materiale.

Tabella 7 – Stima delle sinergie annue effettuata da BCG

	Stime di BCG					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sinergie	**1,2**	**11,7**	**18,8**	**24,0**	**27,4**	**30,1**
Costi di ristutturazione	(12,2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA incrementale	**(11,0)**	**11,7**	**18,8**	**24,0**	**27,4**	**30,1**
Imposte	4,4	(4,7)	(7,5)	(9,6)	(11,0)	(12,0)
% Aliquota d'imposta	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
NOPAT incrementale	**(6,6)**	**7,0**	**11,3**	**14,4**	**16,4**	**18,1**

In particolare, le osservazioni di BCG a questo proposito possono essere così riepilogate

a. importo a regime delle sinergie: a seguito dell'analisi delle diverse componenti, BCG ha quantificato le sinergie a regime in USD 30,1 mln, il 13% in meno rispetto alle sinergie stimate dal *management* (USD 34,5 mln). La revisione poggia sull'assunzione di stime più prudenziali con riguardo ad alcune delle previsioni formulate dal *management*;
b. tempistica: BCG ha previsto un prolungamento dei tempi necessari per l'implementazione delle sinergie, con la realizzazione del 39% delle sinergie a regime (USD 30,1 mln) entro il 2013 (contro il 77% inizialmente previsto dal *management*) ed il 100% entro il 2017 (vs. 2015 secondo i piani del *management*);
c. costi di implementazione: i costi da sostenere per l'implementazione delle sinergie non sono stati oggetto di particolari osservazioni da parte di BCG e sono pertanto allineati a quanto stimato dal *management*. A fini prudenziali, tuttavia, gli scriventi hanno considerato tutti i costi, stimati in USD 12,2 mln, *up-front* anziché distribuiti nel tempo.

Si è quindi trattato di verificare se e in che misura il realizzarsi di tali sinergie potesse risultare condizionato dall'adozione della strategia operante rispetto a quella intenzionale. A questo proposito, dall'esame delle singole tipologie di sinergie accolte nella stima di BCG (cfr. Presentazione BCG, p. 102) è emerso che:

✓ per nessuna di queste la realizzazione della strategia intenzionale costituisce un presupposto essenziale;

- ✓ tuttavia, in taluni casi (e precisamente per un importo pari ai due terzi circa del totale), il valore delle sinergie risulta potenzialmente influenzato dai complessivi volumi di produzione-vendita di LAG e Parmalat Canada, la cui dimensione operativa è all'incirca pari al doppio di quella di LAG;
- ✓ lo scenario della strategia operante si differenzia da quello della strategia intenzionale per le attese di minore crescita relativamente a LAG (con uno scostamento all'incirca pari al 20% dei volumi previsti a regime[45]).

Ciò considerato, la stima –sempre con riguardo allo scenario relativo alla strategia operante - delle sinergie sviluppata da BCG, che già aveva operato una rettifica al ribasso del 13% circa rispetto alla stima del management, è stata ulteriormente rivista al ribasso applicando un fattore di correzione ottenuto tenendo conto di quanto detto sopra, ossia delle attese di minori volumi per LAG (-20%), del peso di questi ultimi sui volumi complessivi del gruppo (un terzo, ovvero il 33%) e della quota di sinergie il cui importo potrebbe essere influenzato dai minori volumi (66% circa). Emergerebbe quindi un fattore di correzione complessivamente pari al - 4,4% % (- 4,4% = - 20% X 33% X 66%), che, come si avrà modo di chiarire più oltre, viene qui forfetariamente portato al -10% (anche per tener conto, in via prudenziale, del possibile maggior peso che le sinergie in capo a LAG potrebbero avere nella quota complessivamente considerata nell'ambito dell'operazione infragruppo).

Il costo del capitale

7.8 Come chiarito in precedenza (vedi *supra* § 6.11.), nel caso di specie il costo del capitale coincide, data l'assenza ipotizzata di mezzi di debito, con il costo del capitale proprio Ke. Trattasi peraltro di un'assunzione di natura prudenziale atteso che, come noto, la sostituzione di capitale proprio con capitale di debito, entro certi limiti, comporta una riduzione del *Wacc*.

[45] Ai fini di tale stima chi scrive ha assunto a rifeirmento l'esercizio 2017, identificato da BCG quale il primo esercizio a partire dal quale entreranno a regime tutte le sinergie stimate.

Ai fini della stima del Ke, si è reso necessario determinare la grandezza dei diversi parametri richiesti dalla formula [5] in precedenza illustrata. Come detto, inoltre, mentre nel caso di LAG, in considerazione della sua prevalente focalizzazione sul mercato statunitense, si farà riferimento ad un Ke inclusivo del solo *country risk* specifico di quel paese, nel caso di LINT, operativa su una pluralità di paesi, il Ke viene calcolato come media dei Ke relativi ai diversi paesi, ponderati per il peso che questi hanno nell'operatività aziendale. In particolare, al Ke degli Stati Uniti viene attribuito un peso del 54%, mentre a quello del Brasile e del Messico un peso rispettivamente pari al 38% e all'8%[46].

7.9 Le grandezze dei diversi parametri rilevanti per la stima del tasso in parola sono così stimate

a. tasso *risk-free*: pari al 3,0%, corrisponde alla media dei rendimenti, lordi d'imposta, registrati nei mesi giugno 2011 - maggio 2012 sui titoli del debito pubblico USA (*T-Bonds*) con durata residua pari a venti anni[47]. Trattasi di un dato più prudenziale rispetto a quello tipicamente utilizzati ai fini della stima del costo del capitale e relativo ai titoli decennali; si segnala altresì che, nel caso di LINT, non si è reso necessario adeguare il tasso *risk free* all'inflazione locale, dal momento che le proiezioni, formulate in USD, già scontano il differenziale inflattivo tra la valuta locale ed il dollaro americano;

b. ERP (*equity risk premium*): pari al 6,76%, corrisponde al premio c.d *implied* o prospettico indicato, alla data di riferimento, dal sito del Prof. Damodaran, ossia una delle fonti pubbliche più autorevoli ed utilizzate dalla prassi[48]. A questo proposito si osserva anzitutto che tale grandezza risulta superiore a quella del tasso storico, sempre indicato dal sito del

[46] In particolare i pesi sono dati dal *contribution margin* atteso al 2014 secondo le previsioni formulate nel piano di LINT. Si tratta di una scelta è di natura prudenziale, poiché attribuisce un peso maggiore rispetto a quello attuale al fatturato realizzato in paesi quali il Brasile e Messico, caratterizzati da un rischio paese più elevato rispetto agli USA.

[47] Fonte: IMF.

[48] P. Fernandez, J. Aguirreamalloa, L. Corres, Market Risk Premium used in 82 countriesin 2012: a survey with 7,192 answers, IESE Business School, January 29, 2013.

Prof. Damodaran alla medesima di riferimento, e che tra le tre opzioni di utilizzo possibili sulla scorta dei dati forniti dal Prof. Damodaran - utilizzare solo l'ERP storico, solo quello prospettico o, infine, la media dei due -, è stata prudenzialmente privilegiata quella che porta ad indicare un premio più elevato.

c. coefficiente beta(β): pari allo 0,6, è stato determinato sulla base del Beta *unlevered* medio del settore, relativo ad un *panel* di società comparabili (lo stesso selezionato ai fini del calcolo dei multipli di Borsa, seguendo la procedura più in dettaglio esposta ai successivi §§ 7.26. e 7.27.)[49]. Nel caso specifico, data l'assenza di capitale di debito, il coefficiente beta *unlevered* corrisponde al coefficiente da applicare al capitale proprio, beta *levered.* La Tabella 8 che segue illustra la stima del coefficiente beta medio di settore, con la precisazione che il valore finale (pari a 0,60) è stato individuato assumendo il valore medio (sulla base delle rilevazione a cinque anni) del campione di aziende comparabili[50];

[49] I beta *levered* specifici delle singole imprese del campione sono *beta* i) settimanali calcolati su un periodo di due anni, ii) settimanali calcolati su un periodo di tre anni e iii) mensili calcolati su un periodo di cinque anni e tratti dal *database* "*Bloomberg*". Essi sono "aggiustati" per tener conto delle dinamiche prospettiche (con la tecnica c.d. "di Blume") e depurati dall'impatto della struttura finanziaria propria di ciascuna società (con la formula di Hamada). Ad esito di tale procedura, si sono ottenuti i c.d. *beta unlevered.*

[50] Si noti che anche nella scelta di questo parametro – come nella scelta dell'ERP (prospettico anziché storico o medio), del tasso *risk-free* (media dei *T-Bonds* ventennali anziché di quelli decennali) e della struttura finanziaria (assenza di debito, anziché utilizzo di una struttura finanziaria media di settore caratterizzata da un peso del debito pari al 25% delle fonti di finanziamento) – si è accolto un orientamento prudenziale. Per effetto di tali scelte, dunque, la misura base del costo del capitale qui accolta contiene un premio addizionale, di importo non marginale.

Tabella 8 – Stima del coefficiente beta *unlevered* medio di settore

				Adj. Bloomberg Unlevered Beta		
Società	Mkt Cap	Net Debt	D/E	2 anni settimanale	3 anni settimanale	5 anni mensile
Società comparabili						
Kraft	68.079	30.691	45%	0,51	0,48	0,54
Dean Foods	2.340	3.259	139%	0,59	0,45	0,48
Saputo	8.623	441	5%	0,66	0,67	0,49
Glanbia	1.687	523	31%	0,44	0,55	0,68
Parmalat	3.115	(1.518)	(49%)	0,94	0,97	1,00
Bongrain	692	425	61%	0,39	0,37	0,57
Danone	31.443	6.929	22%	0,57	0,57	0,58
Emmi	1.049	342	33%	0,51	0,44	0,50
Media complessiva			**36%**	**0,58**	**0,56**	**0,60**
Mediana complessiva			**32%**	**0,54**	**0,51**	**0,56**

d. *country risk premium*: come detto, nel caso di LINT si è provveduto, per la stima del Ke relativo all'attività svolta in Brasile e Messico, ad aggiungere un premio a titolo di rischio paese ("*country risk premium*"), anch'esso desunto dal sito del Prof. Damodaran e relativo alla data di riferimento, equivalente al 2,6% per il Brasile e al 2,3% per il Messico;

e. *size risk premium*: data la dimensione ancora limitata, nel caso di LINT si è ritenuto di applicare, in via prudenziale, un ulteriore premio al rischio legato alla dimensione aziendale, assunto in misura pari al 3% sulla base di indicazioni fornite dalla medesima fonte già impiegata ai fini della stima degli altri parametri del Ke[51];

f. *additional premium* per il Ke relativo alle sinergie: per quanto concerne, infine, il tasso di sconto da utilizzare ai fini dell'attualizzazione delle sinergie stimate da BCG, si è ritenuto, secondo una logica prudenziale talvolta impiegata nella prassi, di aggiungere una maggiorazione di 200 *basis points*, per apprezzare la maggiore rischiosità di questi flussi

[51] Cfr. in particolare il *paper* del Prof. Damodaran dal titolo *"Equity Risk Premium"* dell'anno 2011 in cui viene stimato il premio aggiuntivo al rischio per le imprese di più ridotta dimensione. Si tratta, è bene precisarlo, di un premio ulteriore che si aggiunge a quello addizionale già contenuto nella misura base del costo del capitale per effetto dell'orientamento prudenziale accolto nella scelta di taluni rilevanti parametri. Nel caso di LAG, il premio addizionale contenuto nella misura base del costo del capitale appare, invece, più che adeguato, anche in considerazione della dimensione ragguardevole e del posizionamento non marginale della società; pertanto l'eventuale considerazione di un ulteriore premio, nel caso di LAG, risulterebbe tecnicamente non corretta.

rispetto a quelli propri di un'azienda in avviato funzionamento, in ragione della necessaria messa in atto di meccanismi di integrazione e di coordinamento tra più aziende.

7.10 La Tabella 9 riepiloga le grandezze dei diversi parametri e i risultati, in termini di Ke aziendale, a cui si giunge per LAG e LINT.

Tabella 9 – Tassi Ke per LAG e per LINT

		LINT			
Cost of Equity	LAG	USA	Brasile	Messico	Media ponderata
Risk free	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Risk premium	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Unlevered beta	0,60	0,60	0,60	0,60	
D/E target	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Levered beta	0,60	0,60	0,60	0,60	
Country risk premium	0,0%	0,0%	2,6%	2,3%	
Size risk premium		3,0%	3,0%	3,0%	
Cost of Equity = Wacc	**7,05%**	**10,05%**	**12,68%**	**12,30%**	**11,22%**

Il range di valori della strategia operante ottenuti con il criterio finanziario e il range di multipli dell'EBITDA ad essi correlati

7.11 Utilizzando la formula propria del procedimento analitico con stima del *Terminal Value*, ossia la formula [3] precedentemente esposta (vedi *supra* § 6.8.), si è inizialmente stimato il valore *on a stand alone basis* di LAG alla data di riferimento sulla scorta dei flussi di cassa operativi netti relativi al periodo giugno 2012 - dicembre 2014 e del Valore Terminale della società a tale data. La Tabella 10 riporta i conteggi – nell'ipotesi in cui il tasso g sia posto pari all'1,5%[52] – relativi alla stima dell'*Enterprise Value* di LAG, pari a USD 759 mln.

[52] Trattasi di un tasso non solo inferiore rispetto alla più recente crescita storica, ma addirittura marginalmente inferiore anche al tasso di inflazione di lungo periodo USA (2,0%). A parere degli scriventi tale tasso può prudenzialmente approssimare la crescita fisiologica di lungo periodo.

Tabella 10 – Stima dell'*Enterprise Value* di LAG al 30 giugno 2012

USD mln	
Wacc (%)	7,05%
g	1,50%
Valore attuale FCF 07.2012-12.2014	98,8
Valore Terminale	660,2
Enterprise Value LAG	**759,0**

7.12 Per quanto detto in precedenza, il flusso di cassa a regime di LINT può essere linearmente capitalizzato solo per un periodo limitato, coincidente con la durata ventennale del contratto di distribuzione. Per quanto riguarda il periodo successivo, come anche si avrà modo di chiarire in dettaglio trattando della strategia intenzionale, si è proceduto calcolando (e poi riportando alla data di riferimento della Valutazione) la media dei valori che LINT potrebbe avere alla data di scadenza del contratto in due diversi scenari, quello di rinnovo e quello di mancato rinnovo, ponderandoli in ragione della diversa probabilità di manifestazione di detti scenari. A questo proposito, si osserva che il valore al 2033 in ipotesi di rinnovo è stato ottenuto capitalizzando in perpetuità, secondo la formula della rendita crescente, il flusso di cassa che LINT dovrebbe, sulla scorta delle prospettive di crescita di lungo periodo accolte in questa Valutazione, registrare in quell'esercizio[53]. Il valore della società in ipotesi di mancato rinnovo è stato calcolato applicando al primo una percentuale di riduzione di valore, qui forfettariamente assunta pari al 50%[54]. Ciò nella convinzione che, in questo caso, l'attività distributiva radicata e avviata sull'intero continente americano potrebbe comunque essere utilizzata anche per la commercializzazione di altri prodotti (in primis quelli di proprietà di LAG che, nello scenario della strategia operante, continuano ad essere utilizzati e sviluppati). Quanto alla distribuzione della probabilità di manifestazione dei due scenari, si è fatto riferimento alle indicazioni formulate da BCG la quale, parlando dei contratti sottoscritti da LAG, ritiene che "*La probabilità di mancato rinnovo dei contratti al termine dei venti anni previsti,*

[53] In particolare, mediante un processo di pura estrapolazione dei dati relativi al 2012, si ottiene che il flusso di cassa operativo netto di LINT dovrebbe essere pari a USD 5,1mln.

[54] Ciò significa implicitamente ipotizzare un crollo del 50% del flusso operativo netto dell'esercizio 2033.

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*" (Rapporto BCG, p.10). Come si avrà modo di meglio precisare in seguito, gli scriventi hanno ritenuto di quantificare, prudenzialmente, nel 10% questa "*probabilità comunque minima*".

7.13 Sulla base di quanto in precedenza precisato e dei conteggi esposti nella Tabella 11 che segue, si giunge ad un valore *on a stand alone basis* di LINT, sulla base della sua strategia operante, pari a USD 40mln[55].

Tabella 11 – Stima dell'*Enterprise Value* di LINT al 30 giugno 2012

USD mln	
FCF a regime	3,7
FCF al 2033 in caso di rinnovo	5,6
FCF al 2033 in caso di non rinnovo	2,8
Wacc	2,00%
g	11,22%
FCF 2012-2032	33,5
Valore dal 2033 (media ponderata)	6,5
Enterprise Value LINT	**39,9**

7.14 Sommando i valori di LAG e LINT si ottiene il valore complessivo delle due società *on a stand alone basis*, pari a USD 799 mln[56]. A tale complessivo valore corrisponde un multiplo implicito dell'EBITDA consuntivo pari a 9,3x, come risulta dal seguente sviluppo:

Multiplo implicito EBITDA consuntivo = EV / EBITDA consuntivo 2011
LAG+LINT= USD 799 mln / USD 86,2mln

[55] Si noti che per effetto del meccanismo di attualizzazione e del tasso utilizzato per scontare i flussi di LINT, l'impatto derivante dalla considerazione del rischio di un mancato rinnovo del contratto al termine della sua durata è comunque piuttosto contenuto.

[56] Nel caso si faccia riferimento, per LAG, alle prime previsioni formulate da Mediobanca nel *base case*, si arriva ad un valore, *on a stand alone basis*, di LAG+LINT pari a USD 725 mln. Peraltro, tale valore sale a USD 754 mln se, riportando maggiore coerenza tra piano degli investimenti e correlate attese di redditività, si pone l'EBITDA *margin* a regime pari al 10,1% (ossia un dato pur inferiore a quello di Piano, ma allineato a quello accolto da Mediobanca nelle sue previsioni a seguito del confronto con l'Amministratore Delegato di Parmalat) anziché pari al 9,8%.

7.15 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. 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%). I valori individuati tramite tale analisi (cfr. Tabella 12), ricompresi tra USD 761 mln e USD 841 mln, vengono assunti quale *range* rappresentativo del valore di LAG e LINT calcolato *on a stand alone basis*.

Tabella 12 – Analisi di sensitività dell'*Enterprise Value* di LAG e LINT al variare di g e del WACC (USD mln), escluse le sinergie

		Δ Crescita g				
		(0,30%)	(0,15%)	0,00%	0,15%	0,30%
Δ WACC (%)	(0,30%)	804	823	843	865	887
	(0,15%)	783	**801**	**821**	**841**	862
	0,00%	764	**781**	**799**	**818**	838
	0,15%	745	**761**	**778**	**796**	815
	0,30%	727	743	759	776	794

Al *range* di valori come sopra determinato corrisponde un *range* di multipli impliciti dell'EBITDA consuntivo compreso tra 8,8x e 9,8x, come risulta dalla seguente Tabella.

Tabella 13 – Analisi di sensitività del multiplo implicito sull'EBITDA consuntivo di LAG e LINT al variare di g e del WACC, escluse le sinergie

		Δ Crescita g				
		(0,30%)	(0,15%)	0,00%	0,15%	0,30%
Δ WACC (%)	(0,30%)	9,3x	9,6x	9,8x	10,0x	10,3x
	(0,15%)	9,1x	**9,3x**	**9,5x**	**9,8x**	10,0x
	0,00%	8,9x	**9,1x**	**9,3x**	**9,5x**	9,7x
	0,15%	8,7x	**8,8x**	**9,0x**	**9,2x**	9,5x
	0,30%	8,4x	8,6x	8,8x	9,0x	9,2x

L'applicazione del criterio finanziario e le analisi di sensitività alle sinergie

7.16 Anche nel caso delle sinergie, si è proceduto a stimarne il valore in base agli elementi e ai parametri come in precedenza indicati (vedi *supra* §§ 6.13. e 7.7.), sviluppando poi un'analisi di sensitività, condotta esclusivamente sulla base di variazioni del costo del capitale, atteso che nella stima del loro valore non è stata previsto, secondo prassi, alcun tasso di crescita di lungo periodo. Come riportato nella Tabella che segue, il valore attuale delle sinergie complessivamente ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione di acquisizione di LAG e LINT e della loro integrazione all'interno del gruppo Parmalat, è pari a USD 166 mln. Facendo variare il tasso di attualizzazione (sempre per variazioni marginali pari a +/- 0,15%) si ottiene infine un *range* di valori compreso tra USD 163 mln e USD 169 mln.

Tabella 14 – Stima del valore attuale netto delle sinergie

	Stime di BCG						Estrapolazione
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TV
Sinergie	**1,2**	**11,7**	**18,8**	**24,0**	**27,4**	**30,1**	**30,1**
Costi di ristutturazione	(12,2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA incrementale	**(11,0)**	**11,7**	**18,8**	**24,0**	**27,4**	**30,1**	**30,1**
Imposte	4,4	(4,7)	(7,5)	(9,6)	(11,0)	(12,0)	(12,0)
% Aliquota d'imposta	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
NOPAT incrementale	**(6,6)**	**7,0**	**11,3**	**14,4**	**16,4**	**18,1**	**18,1**
Tempo (anni)	*0,5*	*1,5*	*2,5*	*3,5*	*4,5*	*5,5*	
Tasso di sconto	*9,05%*	*9,05%*	*9,05%*	*9,05%*	*9,05%*	*9,05%*	
Fattore di sconto	0,96	0,88	0,80	0,74	0,68	0,62	
Valore attuale NOPAT incrementale	**(6,3)**	**6,2**	**9,1**	**10,6**	**11,1**	**11,2**	

Valore Attuale Netto	
VAN NOPAT incrementale 2012-17	41,9
Terminal Value	199,6
VAN TV	123,9
Valore attuale netto sinergie	**165,8**

7.17 Come detto in precedenza, ai presenti fini si è tuttavia ritenuto di considerare nel valore di acquisizione solo il 33% del valore delle sinergie, con ciò assumendo che questa possa essere la percentuale massima eventualmente attribuibile al venditore. Di conseguenza, il valore centrale della quota parte di sinergie incluso nel valore di acquisizione delle due società, che risulta pari a

USD 55 mln nel caso della strategia intenzionale, viene ridotto nel caso della strategia operante per il fattore correttivo forfetariamente stimato nel - 10% (cfr. *supra* § 7.7.). Di conseguenza, il valore centrale delle sinergie risulta pari a USD 50 mln, pari a circa il 30% delle sinergie massime.

7.18 La somma del *range* di valori di LAG e LINT *on a stand alone basis* e del valore centrale delle sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione (USD 50 mln) consente di individuare il *range* dei valori di acquisizione delle due società sulla scorta della strategia operante, ricompreso tra USD 811mln e USD 890mln[57]. A tale *range* di valori corrisponde un *range* di multipli impliciti dell'EBITDA consuntivo ricompreso tra 9,4 x e 10,3x.

Tabella 15 – Analisi di sensitività del valore di acquisizione (USD mln)

		Δ Crescita g				
		(0,30%)	(0,15%)	0,00%	0,15%	0,30%
Δ WACC (%)	(0,30%)	854	873	893	915	937
	(0,15%)	833	**851**	**870**	**890**	912
	0,00%	814	**831**	**849**	**868**	888
	0,15%	795	**811**	**828**	**846**	865
	0,30%	777	793	809	826	844

L'applicazione del criterio dei multipli, nella versione c.d. delle transazioni comparabili

7.19 Ai fini dell'applicazione del criterio in esame, è stato necessario anzitutto identificare un campione significativo di transazioni comparabili. A tal fine, si sono quindi individuate, sulla base di fonti pubbliche e banche dati specializzate (Zephir, Mergermarket, etc.) le operazioni di acquisizione intervenute a partire dal 2007 che hanno riguardato l'acquisto del controllo,

[57] Si osserva che aggiungendo anche solo una quota pari al 25% del valore delle sinergie come stimate da BCG al valore *on a stand alone basis* di LAG determinato sulla base delle prime previsioni formulate da Mediobanca e a quello centrale LINT, si ottiene un valore di acquisizione di LAG e LINT comunque superiore al valore del *floor* contrattuale di USD 760 mln. A maggior ragione tale valore viene superato aggiungendo il 30% del valore delle sinergie o assumendo quale valore *on a stand alone basis* di LAG quello determinato sulla base delle medesime previsioni, modificate unicamente per l'assunzione di un EBITDA *margin* di regime pari al 10,1%.

ovvero della totalità, di gruppi/rami di attività del comparto c.d. *"dairy"*, avvenute principalmente in Nord America e in Europa.

7.20 La scelta del 2007 come anno di partenza tiene conto dell'esigenza di disporre di un campione numericamente consistente e significativo, nonché del fatto che tale scelta comporta, comunque, che all'interno del quinquennio ricada l'intero periodo della crisi finanziaria che, avviatasi con la crisi dei mutui *subprime* nell'estate 2007, ha poi pesato sui mercati finanziari di tutto il mondo, in particolare, tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009, concorrendo, almeno temporaneamente, a deprimere i multipli negoziati nelle transazioni di società comparabili. Restringendo ulteriormente il campo, si verrebbe ad attribuire un peso decisamente significativo ad un periodo assai anomalo, quale quello che ha caratterizzato il biennio 2008 e 2009. In ogni caso, si anticipa che l'analisi di robustezza condotta mediante un accorciamento del periodo di riferimento non ha condotto a risultati significativamente diversi.

7.21 Nel complesso, sono state identificate 25 operazioni comparabili, relative all'acquisizione di società/rami di attività del comparto *"dairy*", il cui elenco è riportato nella Tabella che segue:

Tabella 16 – Transazioni comparabili dal 2007 al maggio 2012

Data	*Bidder (Paese)*	*Target (Paese)*	*Descrizione del business della target*
06/02/12	Mueller (GER)	Robert Wiseman (UK)	Produzione e distribuzione di latte
Mar/apr 2011	Groupe Lactalis (FRA)	Parmalat S.p.A. (ITA)	Latte e derivati del latte
18/05/11	General Mills, Inc. (USA)	Yoplait S.A.S. (FRA)	Produzione di prodotti caseari
17/02/11	Saputo (CAN)	Fairmount Cheese (CAN)	Produzione e commercializzazione di form.
16/12/10	Yoplait S.A.S. (FRA)	Liberte Brand Products (CAN)	Produzione di prodotti caseari
02/12/10	PepsiCo (USA)	Wimm-Bill-Dann (RUS)	Prod. di prodotti caseari, bevande e alimenti per bambini
24/11/10	Danone (FRA)	YoCream International (USA)	Produzione yogurts surgelati
01/06/10	Danone (FR)	Unimilk (RUS)	Dairy
30/03/10	Groupe Lactalis (FRA)	Ebro Puleva dairy (SPA)	Divisione Dairy del gruppo Ebro Puleva
01/02/10	Groupe Lactalis (FRA)	Quesos Forlasa SA (SPA)	Divisione Cheese del gruppo Forlasa
08/05/09	Grupo Lala SA De CV (M	National Dairy Holdings LP	Lavorazione del latte
01/05/09	Parmalat (ITA)	National Foods (AUS)	Latte e derivati del latte
27/03/09	Yoplait S.A.S. (FRA)	Yoplait Dairy Crest Limited (UK)	Produttore di yogurts e desserts
22/10/08	Saputo Inc. (CAN)	Neilson Dairy (CAN)	Produzione di prodotti caseari
25/08/08	National Foods (AUS)	Dairy Farmers (AUS)	Produzione di latte e derivati
31/01/08	Agropur (CAN)	Trega Foods Inc (USA)	Produzione di latte e siero di latte
29/01/08	Saputo Inc. (CAN)	Alto Dairy Cooperative (USA)	Produzione di formaggi italiani e americani
28/12/07	Kirin Holdings (GIA)	National Foods (AUS)	Produzione di latte e derivati
01/11/07	RussAgroprom (RUS)	Nutritek dairy business (RUS)	Il deal riguarda gli asset dairy e agrobusiness
01/11/07	Fromagerie Bel (FR)	Boursin (FR)	Cheese
02/04/07	The J.M. Smucker (USA)	Eagle Family Foods Holding	n.a
22/03/07	Groupe Lactalis (FRA)	Dukat mlijecna industrija (CRO)	Prodotti caseari
06/03/07	Lactalis American Group	Mozzarella Fresca (USA)	Prodotti caseari
21/02/07	Saputo Inc. (CAN)	Land O'Lakes (USA)	Produzione e commercializzazione di form.
22/01/07	Arla Foods Amba (DAN	Arla Foods UK (UK)	Prodotti caseari

7.22 Si è quindi proceduto ad uno *screening* più approfondito di tali operazioni per individuare il grado di sovrapposizione delle società *target* con LAG e LINT, in termini di posizionamento geografico (forte peso del Nord America) e merceologico (formaggio/*cheese*). Precisamente, le operazioni sono state classificate in tre sotto-campioni: quello contenente tutte le transazioni relative al mercato geografico di riferimento[58]; quello contenente le transazioni per le quali esiste una certa sovrapposizione merceologica[59]; quello, infine, nel quale vengono considerate solo le transazioni per le quali vi è sovrapposizione dal punto di vista geografico e merceologico[60].

[58] Il sotto-campione è composto da 10 transazioni realizzate in USA o in Canada. Appartengono a tale sotto-campione le seguenti transazioni: Saputo-Fairmount Cheese, Yoplait S.A.S.-Libertè Brand Products, Danone-Yo Cream International, Grupo LALA SA-National Dairy Holdings, Saputo-Nelson Dairy, Agropur-Trega Foods, Saputo-Alto Dairy Cooperative, The J.M. Smucker-Eagle Family Foods, Lactalis American Group-Mozzarella Fresca e Saputo-Land O'Lakes.

[59] Il sotto-campione è composto da 6 transazioni. In particolare, si tratta delle seguenti: Saputo-Fairmount Cheese, Groupe Lactalis-Quesos Forlasa SA, Saputo-Alto Dairy Cooperative, Fromagerie Bel-Boursin, Lactalis American Group-Mozzarella Fresca e Saputo-Land O'Lakes.

[60] Il sotto-campione è composto da 4 transazioni. In particolare, si tratta delle seguenti: Saputo-Fairmount Cheese, Saputo-Alto Dairy Cooperative, Lactalis American Group-Mozzarella Fresca e Saputo-Land O'Lakes.

7.23 Per ciascuna di queste operazioni si è quindi trattato di ricostruire gli indicatori assunti a riferimento tra i diversi possibili suggeriti dalla dottrina e utilizzati dalla prassi. A questo riguardo, si è ritenuto di focalizzare l'analisi sull'indicatore che pone a rapporto l'EV all'EBITDA consuntivo, in quanto si tratta:

- fondamentalmente, del multiplo in base del quale le parti hanno concordato, come visto al § 5.7, il meccanismo dell'aggiustamento di prezzo previsto nel contratto;
- di un indicatore meno soggetto a politiche di *earning management* da parte delle società, in quanto è determinato sulla base di una grandezza economica, l'EBITDA appunto, espressa al lordo degli ammortamenti[61], degli interessi e degli oneri fiscali;
- del multiplo per il quale esperti e prassi esprimono una preferenza, posto che rapporta il prezzo negoziato per l'attivo patrimoniale dell'impresa *target* ad una variabile, l'EBITDA, che approssima il flusso di cassa lordo aziendale;
- dell'indicatore per il quale risulta più frequentemente possibile il calcolo in occasione di operazioni di acquisizione.

La tabella che segue riporta, se disponibili, l'*Enterpise Value*[62], il valore dell'EBITDA dell'ultimo esercizio chiuso alla data di perfezionamento dell'operazione e la conseguente grandezza del multiplo EV/EBITDA per le società *target* delle transazioni selezionate:

[61] Cfr. in proposito il documento "Guida alla valutazione" nell'ambito del progetto *"Listing guides"* sviluppato da Borsa Italiana, § II pag. 29 in cui si segnala come nella prassi il multiplo EV/EBITDA sia più favorevolmente accolto rispetto ad altri proprio perché basato su *"poste meno discrezionali"*.

[62] L'*enterprise value* è stato determinato: (i) riproporzionando al 100% il valore *dell'equity value* pagato in occasione del *deal*; (ii) sommando a tale importo il valore contabile della posizione finanziaria netta della società *target* come risultante dall'ultimo bilancio chiuso precedentemente al perfezionamento della transazione.

Tabella 17 – L'indicatore EV/EBITDA per le transazioni individuate

Data	*Bidder (Paese)*	*Target (Paese)*	*EV*	*EBITDA*	*EV/EBITDA*
06/02/12	Mueller (GER)	Robert Wiseman (UK)	308	61	5,1x
Mar/apr 2011	Groupe Lactalis (FRA)	Parmalat S.p.A. (ITA)	3.121	377	8,5x
18/05/11	General Mills, Inc. (USA)	Yoplait S.A.S. (FRA)	1.666	157	10,6x
17/02/11	Saputo (CAN)	Fairmount Cheese (CAN)	191	24	7,9x
16/12/10	Yoplait S.A.S. (FRA)	Liberte Brand Products (CAN)	175	18	n/a
02/12/10	PepsiCo (USA)	Wimm-Bill-Dann (RUS)	5.400	334	16,2x
24/11/10	Danone (FRA)	YoCream International (USA)	103	11	9,5x
01/06/10	Danone (FR)	Unimilk (RUS)	1.401	133	10,5x
30/03/10	Groupe Lactalis (FRA)	Ebro Puleva dairy (SPA)	630	67	9,4x
01/02/10	Groupe Lactalis (FRA)	Quesos Forlasa SA (SPA)	n/d	n/a	10,5x
08/05/09	Grupo Lala SA De CV (M	National Dairy Holdings LP	435	n/a	n/a
01/05/09	Parmalat (ITA)	National Foods (AUS)	40	5	8,0x
27/03/09	Yoplait S.A.S. (FRA)	Yoplait Dairy Crest Limited (UK)	133	n/a	n/a
22/10/08	Saputo Inc. (CAN)	Neilson Dairy (CAN)	465	50	9,3x
25/08/08	National Foods (AUS)	Dairy Farmers (AUS)	884	74	11,9x
31/01/08	Agropur (CAN)	Trega Foods Inc (USA)	119	n/a	n/a
29/01/08	Saputo Inc. (CAN)	Alto Dairy Cooperative (USA)	160	20	8,2x
28/12/07	Kirin Holdings (GIA)	National Foods (AUS)	2.800	200	14,0x
01/11/07	RussAgroprom (RUS)	Nutritek dairy business (RUS)	237	n/a	n/a
01/11/07	Fromagerie Bel (FR)	Boursin (FR)	400	33	12,1x
02/04/07	The J.M. Smucker (USA)	Eagle Family Foods Holding	198	n/a	n/a
22/03/07	Groupe Lactalis (FRA)	Dukat mlijecna industrija (CRO)	2.411	260	9,3x
06/03/07	Lactalis American Group	Mozzarella Fresca (USA)	67	5	14,5x
21/02/07	Saputo Inc. (CAN)	Land O'Lakes (USA)	216	20	10,8x
22/01/07	Arla Foods Amba (DAN	Arla Foods UK (UK)	689	68	10,2x

Dati in milioni di valuta nazionale

7.24 A questo punto è risultato possibile calcolare il valore medio e mediano dell'indicatore selezionato (EV/EBITDA) avendo riguardo all'intero campione di operazioni per il quale tale dato risulta calcolabile (19), ai tre sotto-campioni in precedenza individuati (le transazioni avvenute in Nord America, le transazioni relative a società/rami focalizzate sul comparto *cheese*, le transazioni relative al comparto *cheese* in Nord America) e, ai fini di un *test* di resistenza, a un campione costituito esclusivamente dalle transazioni completate successivamente al fallimento della società *Lehman Brothers*:

Tabella 18 – Media e mediana del multiplo EV/EBITDA per i differenti campioni selezionati

Campione	*Media*	*Mediana*
Totale campione	10,3	10,2
Campione Nord America	10,0	9,4
Campione segmento "*cheese*"	10,7	10,7
Campione segmento "*cheese*" in Nord America	10,4	9,5
Campione post fallimento Lehman Brothers	9,6	9,4

L'analisi fornisce evidenze sostanzialmente convergenti verso un intervallo che ha valori mediani ricompresi tra 9,4 e 10,2 (con una punta di 10,7, se si considera il solo campione di aziende operanti nel segmento *cheese*). Alla luce di tali evidenze, si è ritenuto di utilizzare il *range* ricompreso tra 9,4 e 10,2, ottenuto, quanto all'estremo inferiore, assumendo i valori mediani più bassi (campione di transazioni successive al fallimento della società *Lehman Brothers* e campione Nord America) e, quanto al suo estremo superiore, assumendo il valore mediano del campione complessivamente considerato. Si tratta di un *range* il cui valore centrale (9,8) si colloca comunque al di sotto della media rilevata utilizzando i tre campioni delle transazioni più strettamente comparabili a quella oggetto di valutazione, ovvero di quelle rilevate in Nord America, nel segmento *"cheese"* e nel segmento *"cheese"* in Nord America e, solo di poco, al di sopra del valore medio del campione relativo alle sole transazioni intervenute dopo la crisi del bimestre settembre-ottobre 2008.

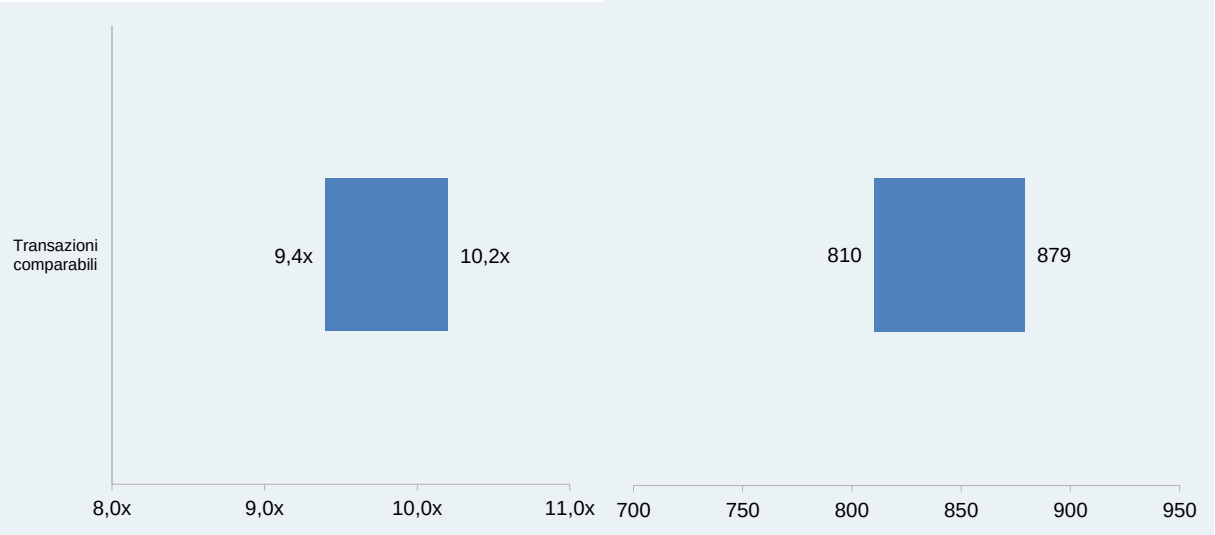
7.25 Applicando le grandezze del *range* così individuato all'EBITDA di LAG e LINT dell'esercizio 2011 (pari a USD 86,2 mln[63]), ovvero l'ultimo esercizio

[63] Si tratta della somma dell'EBITDA *reported* nel bilancio al 31.12.2011 di LAG (pari a USD 81 mln) e dell'EBITDA *reported* nella VDD con riguardo al perimetro di attività riconducibile a LINT (pari a USD 5,2 mln). Si è ritenuto di applicare a LINT il medesimo multiplo utilizzato per LAG, in presenza di elementi che avrebbero potuto, da un lato, suggerire l'applicazione di multipli più contenuti e, dall'altro lato, di multipli anche più elevati. Infatti, da un lato, LINT è impresa di dimensioni più ridotte esposta ad un rischio, pur minimo, di mancato rinnovo del contratto di distribuzione con il Gruppo Lactalis. Dall'altro lato, LINT è presente anche in paesi caratterizzati da maggiori prospettive di sviluppo (Brasile e Messico), che potrebbero anche giustificare il riconoscimento di multipli più elevati, come anche risulta dall'esame del campione selezionato.

consuntivo chiuso prima del perfezionamento della loro acquisizione da parte di Parmalat, si ottiene il seguente *range* di valori di LAG e LINT (cfr. *infra* Grafico 1):

- un valore minimo pari a USD 810 mln, determinato come il prodotto tra il multiplo di 9,4 e USD 86,2 mln;
- un valore massimo pari a USD 879mln, determinato come il prodotto tra il multiplo di 10,2 e USD 86,2 mln;
- un valore centrale pari a USD 845mln, determinato come il prodotto tra il multiplo di 9,8 e USD 86,2 mln.

Grafico 1 – *Range* di valori ottenuto con il metodo dei multipli delle transazioni comparabili



L'applicazione del criterio dei multipli nella versione c.d. dei multipli di Borsa

7.26 Il processo di identificazione e selezione del campione di società quotate comparabili ha preso le mosse dall'analisi: (i) dei campioni considerati dagli *advisor* finanziari che hanno assistito le parti nella transazione (Société Générale e Mediobanca) e (ii) dei *comparables* considerati nell'ambito dell'applicazione del criterio dei multipli di mercato in 22 *equity reports* predisposti da 20 differenti case di analisi finanziaria e relativi a società

quotate simili per mercato geografico di riferimento e settore di attività agli *asset* acquisiti da Parmalat[64]. Combinando i risultati di tali analisi si sono complessivamente identificate 15 società quotate, le quali sono quindi state valutate in termini di effettiva comparabilità con LAG e LINT secondo i due criteri già menzionati: (i) la presenza nel settore c.d. *"dairy"*; (ii) la presenza geografica in Nord America.

7.27 Sulla base di questi due criteri è stato identificato un campione di società comparabili, composto da otto società (Dean Foods, Glambia, Saputo, Kraft, Parmalat, Danone, Bongrain e Emmi) e che risulta caratterizzato da un profilo di elevata comparabilità con LAG e LINT, in quanto composto da società: (a) caratterizzate da una presenza prevalente/significativa nel settore *"dairy"* e da una presenza significativa nel mercato nord americano; (b) operanti come concorrenti diretti sul mercato americano di LAG e LINT nei segmenti di attività per queste prevalenti (*Retail Dairy* e *Deli*).

Si segnala che l'inclusione di Parmalat nel campione, società relativamente meno comparabile rispetto alle altre società che lo compongono con riguardo alla combinazione dei due criteri (geografico e merceologico) qui impiegati, rappresenta un elemento di prudenza nella stima, dato che tale società presenta multipli più contenuti della media.

7.28 Anche nel caso delle società quotate si è fatto riferimento al multiplo EV/EBITDA in ragione dello specifico richiamo contrattuale allo stesso e della maggiore affidabilità dei risultati che offre (vedi *supra* § 7.23). Le grandezze rilevanti per il calcolo del multiplo sono state determinate come segue: i) l'*Enterprise Value*[65] è stato assunto pari alla somma tra la "capitalizzazione di Borsa", calcolata sulla base delle quotazioni medie dei 90

[64] Si tratta dei *report* citati alla nota n.21 di pag. 29 del "Parere Tecnico" rilasciato dagli scriventi in data 26 ottobre 2012.

[65] Al fine di determinare il multiplo EV/EBITDA di Parmalat, si è ritenuto opportuno procedere a rettificare il valore dell'*Enterprise Value* della società per rimuovere l'anomalia rappresentata dalla peculiare posizione finanziaria netta che la caratterizza rispetto alle altre società del settore e che determina una penalizzazione nella valutazione di mercato della società. A tal riguardo, componendo a sintesi metodi analitici indicati da dottrina e prassi, si è proceduto a rideterminare l'*enterprise value* della società ipotizzando uno sconto da applicare alla posizione finanziaria netta della società pari al 25%.

giorni precedenti il 20.05.2012, la "posizione finanziaria netta"[66] e l'eventuale valore contabile delle *"minorities"*, come risultanti dall'ultimo bilancio pubblico/ultima situazione trimestrale approvati; ii) l'EBITDA relativo all'esercizio 2011 è stato assunto pari all'*EBITDA reported* nei bilanci di esercizio chiusi al 31.12.2011[67]; iii) l'EBITDA atteso è stato invece calcolato prendendo a riferimento il valore di *consensus* per gli esercizi 2012 e 2013[68]. La fonte delle quotazioni di mercato è stata la banca dati Reuters mentre le stime dei redditi attesi sono state attinte dalla banca dati Bloomberg.

7.29 La Tabella che segue riporta le grandezza dell'indicatore EV/EBITDA calcolato per le società del campione, nonché i loro valori medi e mediani:

Tabella 19 – I multipli delle società comparabili

Società quotata comparabile	EV	EBITDA			EV/Ebitda		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
KRAFT	98.896,3	8142,0	9465,4	10122,5	12,1x	10,4x	9,8x
Danone	38.470,3	3366,0	3764,8	4045,6	11,4x	10,2x	9,5x
Saputo	9.064,1	820,8	870,8	906,7	11,0x	10,4x	10,0x
Dean Foods	5.598,7	749,7	870,5	907,5	7,5x	6,4x	6,2x
Glanbia	2.216,4	213,6	239,0	257,7	10,4x	9,3x	8,6x
Parmalat Adj.	2.002,2	374,1	389,1	410,5	5,4x	5,1x	4,9x
Emmi	1.513,3	239,3	241,4	247,6	6,3x	6,3x	6,1x
Bongrain	1.181,2	218,5	264,0	280,0	5,4x	4,5x	4,2x
Media					**8,7x**	**7,8x**	**7,4x**
Mediana					**8,9x**	**7,9x**	**7,4x**

7.30 Come detto, ai presenti fini si è fatto riferimento al multiplo EV/EBITDA relativo ai dati del 2011, anziché a quelli del 2012 o del 2013, per coerenza

[66] Per precisione si segnala che le eventuali passività nette di natura pensionistica *("net pension liabilities")* sono state computate, al netto del pertinente effetto fiscale, quali passività di natura finanziaria nell'ambito della posizione finanziaria netta.

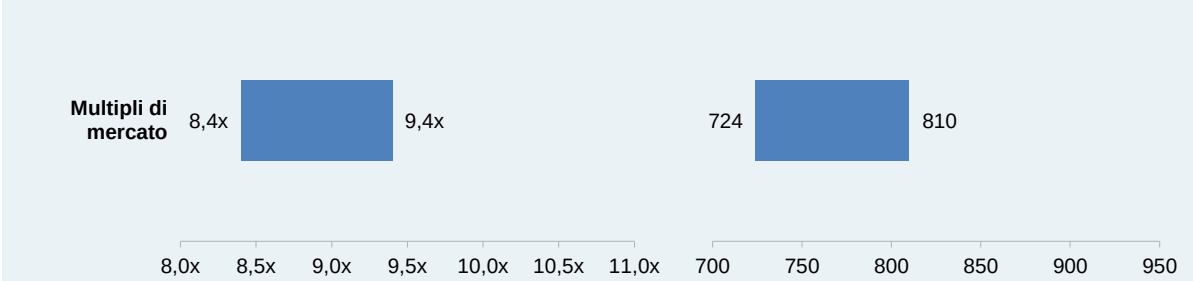
[67] Delle otto società comprabili selezionate, solo una, Saputo, non chiude l'esercizio amministrativo al 31 dicembre, bensì al 31 marzo di ogni anno. In questo caso, l'*EBITDA* relativo all'esercizio 2011 è stato determinato ricorrendo alla tecnica della c.d. calendarizzazione ossia assumendolo pari alla somma dell'*EBITDA reported* nel bilancio chiuso al 31.3.2012, ponderato per il 75%, e dell'*EBITDA reported* nel bilancio chiuso al 31.3.2011, ponderato per il 25%.

[68] Anche nel caso dell'*EBITDA* atteso 2012 e 2013, per Saputo si è fatto ricorso alla tecnica della c.d. calendarizzazione.

con quanto previsto dal meccanismo contrattuale di aggiustamento del prezzo il quale fa riferimento proprio ad un multiplo dell'EBITDA consuntivo (da applicare ai dati consuntivi dell'esercizio 2012). È quindi stato individuati un *range* del multiplo EV/EBITDA 2011 determinato ponendo, quale valore centrale, il valore mediano ottenuto dall'osservazione del campione (8,9x) e quali estremi dello stesso i valori ottenuti sommando/sottraendo uno 0,5 a tale valore.

7.31 Sulla base di questo *range* e dell'EBITDA 2011 di LAG e LINT (pari a USD 86,2mln[69]), si ottiene il *range* dei valori di LAG e LINT rappresentati nel grafico che segue:

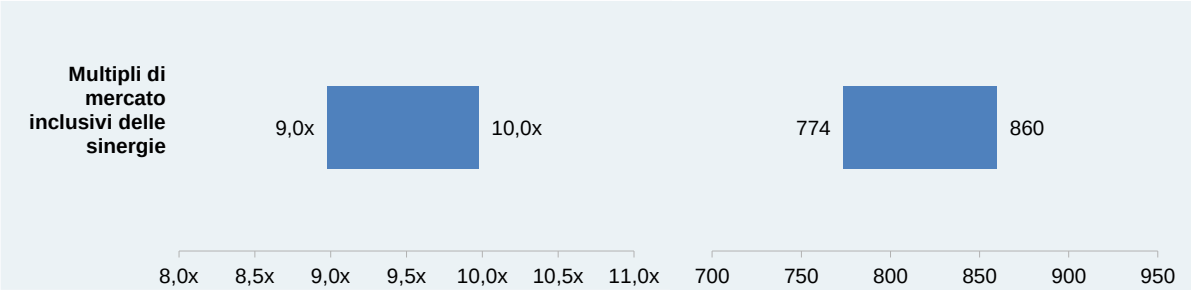
Grafico 2 – *Range* di valori ottenuti con il metodo dei multipli delle società quotate



7.32 Come anticipato al § 6.17, i valori così determinati sono rappresentativi del solo valore *on a stand alone basis* di LAG e LINT. Per trasformali in valori di acquisizione confrontabili con il prezzo negoziato, occorre sommarvi il valore della quota di sinergie considerate che l'acquirente riconosce, come massimo, al venditore e analiticamente stimate in USD 50 mln con il metodo UDCF (cfr. *supra* § 7.17). Sommando tale valore al *range* in precedenza individuato si ottengono: (a) il *range* dei valori di acquisizione di LAG e LINT; (b) il *range* del multiplo implicito dell'EBITDA 2011 di LAG e LINT che tali valori esprimono. Il *range* del multiplo implicito è determinato con un procedimento inverso, semplicemente dividendo i valori determinati al punto (a) per l'EBITDA di LAG e LINT dell'esercizio 2011 (pari a USD 86,2mln).

[69] Si tratta della somma dell'EBITDA *reported* nel bilancio al 31.12.2011 di LAG (pari a USD 81mln) e dell'EBITDA *reported* nella VDD con riguardo al perimetro di attività riconducibile a LINT (pari a USD 5,2mln).

Grafico n. 3 – *Range* di valori ottenuti con il metodo dei multipli delle società comparabili più 30% di sinergie.



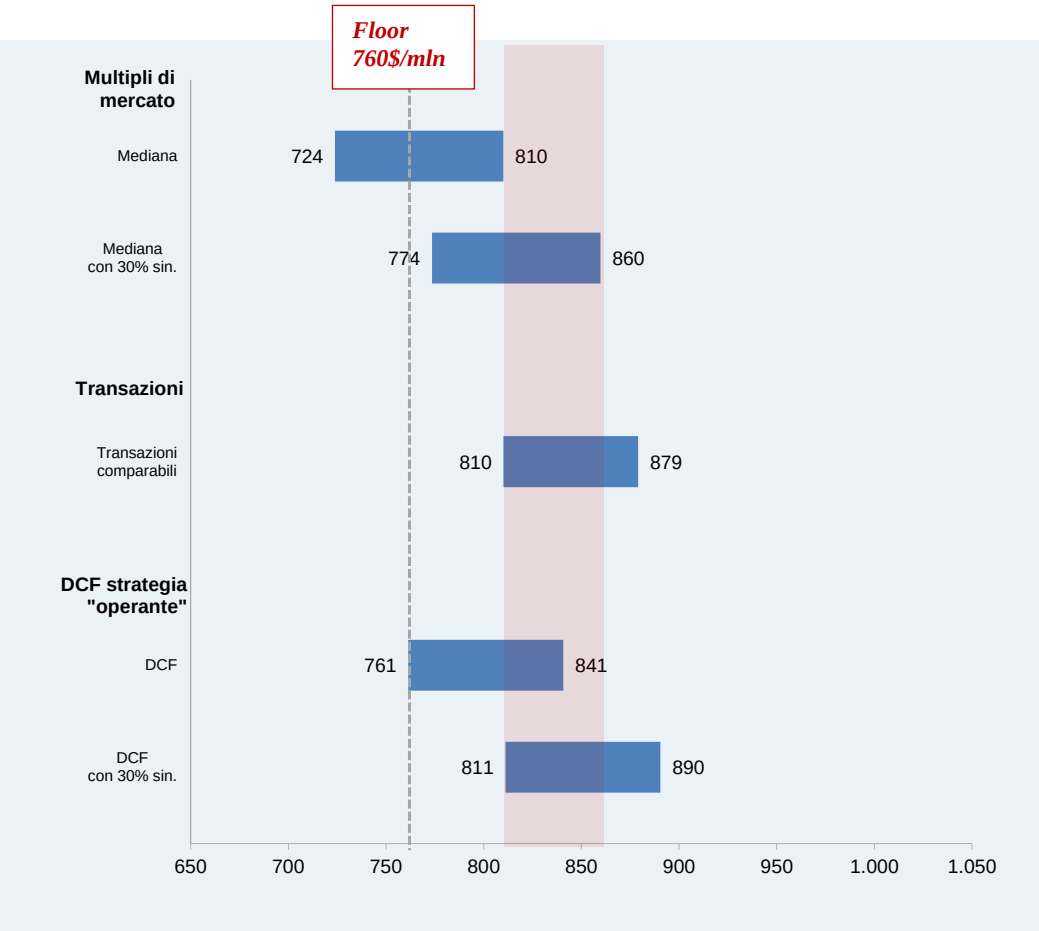
7.33 A titolo di riscontro, si segnala infine che i multipli impliciti (comprensivi del valore del 30% delle sinergie e coerenti con la prospettiva di acquisizione del controllo) incorporano un premio percentuale di circa il 6-7% rispetto ai semplici multipli di mercato (rappresentativi del solo valore *on a stand alone basis* delle aziende acquisite). Si tratta di un valore inferiore al premio mediamente riscontrabile in occasione di offerte pubbliche di acquisto in Italia e pari a circa il 20%[70]. Tale considerazione conferma la prudenzialità delle stime condotte.

Conclusioni

7.34 A conclusione del paragrafo relativo alla strategia operante di LAG e LINT, vengono riproposti i *range*dei valori dell'*Enteprise Value* delle due società ottenuti mediante l'applicazione dei diversi metodi (cfr. Grafico 4).

[70] Ad esempio, in occasione dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa da Sofil S.A.S. sulle azioni ordinarie di Parmalat S.p.a, l'offerente aveva indicato un *range* compreso tra il 10 e il 21%, mentre l'*advisor* del C.d.A. di Parmalat S.p.a., in base ad un'analisi, citata nel comunicato del medesimo C.d.A. del 20.5.2011, aveva indicato premi in media riconosciuti sui prezzi di borsa compresi tra il 18% e il 20%.

Grafico 4 – I *range* dell'*Enterpise Value* di LAG+LINT in base alla strategia operante (dati in $/mln)



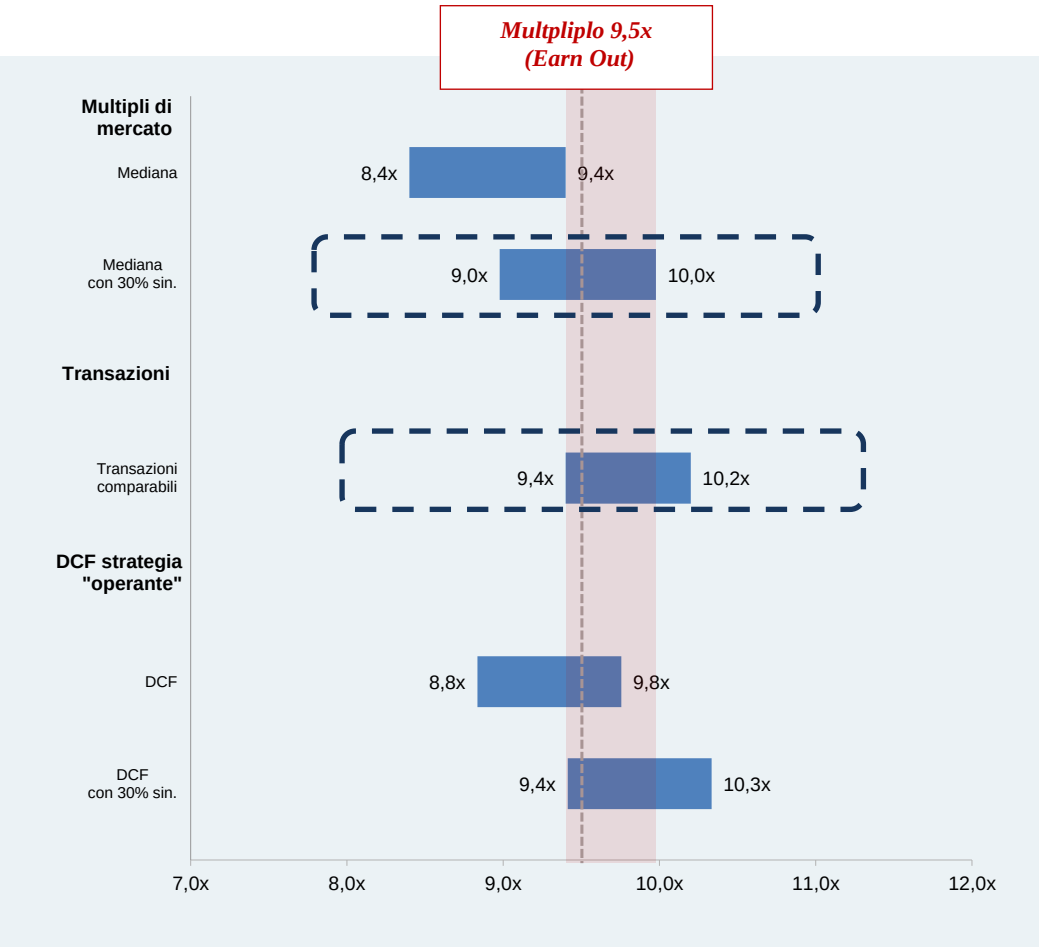
7.35 Come anche risulta visivamente dal Grafico, i *range* degli *Enterprise Value on a stand alone basis* di LAG e LINT determinati attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di mercato e del metodo finanziario *unlevered* senza considerare le sinergie (DCF), presentano, fra di loro, un'elevata sovrapposizione (in particolare nel *range* ricompreso tra USD 760 milioni e USD 810 milioni). Si tratta, come già precisato, di indicazioni di valore riferibili alla strategia operante. Il valore del *floor* di USD 760mln si colloca all'interno o è contiguo con il limite inferiore di tali *range*, trovando quindi un primo riscontro nel valore *on a stand alone basis* delle due società stimato in base alla loro strategia operante (e, per quanto riguarda i *range* ottenuti con il metodo dei multipli di Borsa, sulla scorta di dati consuntivi).

7.36 Nel caso dei valori di acquisizione di LAG e LINT (ossia la somma del loro valore *on a stand alone basis* e di una quota pari al 30% delle sinergie)[71], si riscontra un forte allineamento dei valori ottenuti con i tre metodi utilizzati (in particolare nel *range* ricompreso tra USD 810 milioni e USD 860 milioni), trovando così ulteriori elementi di conforto alla ragionevolezza dei ragionamenti valutativi effettuati. In particolare, tali *range* si collocano integralmente al di sopra del *floor* di USD 760 mln negoziato tra le parti.

7.37 Inoltre, l'analisi dei multipli ottenuti attraverso l'esame delle operazioni comparabili e dei prezzi di mercato (rettificati per tenere conto del premio di acquisizione) evidenzia un *range* di grandezze per l'indicatore EV/EBITDA consuntivo distribuito abbastanza simmetricamente attorno al multiplo concordato tra le parti ai fini del meccanismo di aggiustamento del prezzo. Si evidenzia inoltre un intervallo ristretto, compreso tra 9,4 e 10, in cui si realizza una forte sovrapposizione dei diversi *range*. La congruità di tale multiplo trova ulteriore elemento di conforto nell'intervallo dei multipli impliciti che emergono dal criterio finanziario (cfr. Grafico 5). In altri termini le indicazioni provenienti dai multipli e dall'applicazione del metodo dell'UDCF suggeriscono che un multiplo di 9,5 volte l'EBITDA consuntivo possa essere utilizzato ai fini della stima del prezzo negoziato, senza con ciò generare un'impropria distruzione di valore.

[71] Si ricorda che secondo dottrina nel valore di acquisizione andrebbero incluse tutte le sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione. Nel caso di specie si è invece optato per una quota pari al 30%, di fatto ipotizzando che questo potesse rappresentare un limite al valore delle sinergie riconosciute al venditore.

Grafico 5 – Sintesi dei *range* del multiplo *Enterprise Value/EBITDA 2011* di LAG+LINT



In particolare, il multiplo di 9,5 volte si colloca:

a. nella fascia bassa dell'intervallo ristretto (compreso tra 9,4 e 10,0), in cui si manifesta una forte sovrapposizione dei *range* determinati sulla base dei valori di acquisizione (ovvero considerato anche il 30% delle sinergie) di LAG e LINT stimati facendo ricorso alle tre metodologie prescelte;

b. all'interno, pur nella fascia alta, del *range* determinato sulla base anche dei soli valori *stand alone* di LAG e LINT, stimati ricorrendo al metodo al metodo finanziario;

c. appena al di sopra del *range* determinato sulla base anche dei soli valori *stand alone* di LAG e LINT, stimati ricorrendo al metodo dei multipli di Borsa.

7.38 Pure corretto pare, agli scriventi, l'utilizzo proprio della grandezza del multiplo EV/EBITDA consuntivo per esprimere un giudizio di congruità sul multiplo contrattualmente pattuito tra le parti di 9,5 volte l'EBITDA 2012 di LAG e LINT. Infatti, per il meccanismo di *earn out* concordato tra le parti, il multiplo di 9,5 viene applicato all'EBITDA 2012 solo una volta che lo stesso è divenuto consuntivo. In tal senso non può esservi dubbio che la congruità della grandezza del multiplo deve essere apprezzata usando come termini di confronto multipli relativi a dati consuntivi (ossia relativi al 2011) – omogenei con quello di cui si tratta – e non multipli relativi a dati previsionali, disomogenei per natura con quello di cui si tratta. Inoltre, l'utilizzo della grandezza del multiplo consuntivo relativo al 2011 per apprezzare la congruità di quello che verrà applicato all'EBITDA, consuntivo, del 2012, si giustifica osservando che: i) alla data di riferimento della Valutazione, la grandezza del multiplo consuntivo 2012 non era disponibile; ii) la grandezza del multiplo relativo al 2011 poteva offrire, tuttavia, utili indicazioni per prevedere il valore assunto da tale multiplo (EV/EBITDA 2012 consuntivo). Infatti, la grandezza dei multipli, la cui determinazione viene sostanzialmente rimessa al mercato sulla base di un criterio analogico, riflette in realtà il valore e la dinamica di taluni fondamentali parametri di ambiente o di azienda[72]. Di conseguenza, in uno scenario di ambiente e di settore sufficientemente stabile, è ragionevole attendersi ed ipotizzare il valore di un multiplo (nel caso in questione, il multiplo $EV/EBITDA_{t-1}$ o corrente) presenti un andamento tendenzialmente stabile nel tempo attorno al suo valore medio. In altri termini, in assenza di variazioni strutturali dei parametri fondamentali che spiegano valore e dinamica del multiplo in questione[73], è ragionevole ipotizzare che la grandezza

[72] In particolare, si tratta dei seguenti parametri: il costo del capitale, la crescita attesa nel medio termine, l'aliquota fiscale e il rapporto tra ammortamenti ed EBITDA (in tal senso ad esempio, Massari M., Zanetti L., Valutazione finanziaria, 2004, McGraw-Hill, pag. 249).

[73] Come si è avuto modo di precisare tra l'altro, nel parere reso in data 26 ottobre 2012 sui metodi e sui parametri valutativi adottati da Mediobanca nelle valutazioni di LAG e LINT, per quanto emerso dall'analisi della documentazione esaminata e da altri informazioni disponibili, alla data di riferimento della presente Valutazione secondo gli scriventi, non vi erano elementi di ambiente e di settore tali da far ritenere probabile una rilevante variazione nei parametri fondamentali che spiegano valore e dinamica del multiplo (EV/EBITDA) e, dunque, era ragionevole in quel quadro assumere una relativa stabilità del parametro ($EV/EBITDA_{201x-1}$), ipotizzando quindi che lo stesso avrebbe continuato a mostrare valori medi e mediani analoghi a quelli rilevati nel maggio del 2012.

espressa per tale multiplo, alla data di riferimento, possa approssimare quella che lo stesso multiplo avrebbe potuto assumere, quando, nel corso del 2013, si fosse dovuto procedere ad applicarlo alla grandezza dell'EBITDA consuntivo 2012.

8 IL VALORE DI ACQUISIZIONE IN BASE ALLA STRATEGIA INTENZIONALE DI PIANO

8.1 Come detto, il *management* di LAG e LINT ha presentato un piano di sviluppo caratterizzato da una discontinuità strategica. Tale piano, che BCG ha considerato nel suo complesso ragionevole, può essere utilizzato per stimare un prezzo di acquisizione, espressivo del valore che, sulla base di tale diversa strategia intenzionale, Parmalat pensava di poter ritrarre dall'acquisizione di LAG e LINT. In tal senso, trattasi di un valore che potrebbe essere eventualmente confrontato con il valore più elevato che gli azionisti di Parmalat si sono impegnati a riconoscere in base al meccanismo di aggiustamento prezzo negoziato con il venditore (verifica sub iv, del precedente § 5.17). Peraltro, tenuto conto del fatto che la strategia intenzionale avrebbe dovuto produrre i propri effetti a far tempo dal 2012 e pienamente negli anni successivi (addirittura successivi al 2014), l'utilizzo dei multipli per la stima del valore di acquisizione connesso alla strategia intenzionale appare poco affidabile e scarsamente significativa, per quanto già precisato al precedente § 5.15. Nel seguito del presente paragrafo, pertanto, si procede alla stima del valore di acquisizione mediante il solo criterio finanziario. A tal fine, vengono dapprima riepilogate le proiezioni economico-finanziarie del *Business Plan*, espresse dal *management* ed analizzate da BCG, poste alla base del procedimento di stima del valore; successivamente, dopo aver richiamato i principali parametri utilizzati ai fini della stima del tasso di attualizzazione, si presenta il *range* di valori ottenuti con il criterio finanziario e le connesse analisi di sensitività, nonché il *range* dei multipli impliciti connessi alla strategia intenzionale.

I dati economici di riferimento

8.2 Nella Tabella 20 vengono riportate le previsioni analitiche contenute nel *Business Plan* di LAG e relative al periodo 2012-2014, stimate sulla base di assunzioni complessivamente validate da BCG all'esito del proprio lavoro. Poiché tale piano si caratterizza per un consistente investimento in azioni di *marketing* e in un conseguente tasso di crescita atteso impegnativo e superiore a quello del mercato nel suo complesso, si è reso necessario ipotizzare una fase di progressivo rientro verso livelli di crescita e di investimenti commerciali in linea con le aspettative di lungo periodo, da utilizzare ai fini della stima del valore terminale. E ciò secondo una prassi largamente utilizzata nel caso di strategie non ancora giunte ad una situazione di sostanziale regime al termine del periodo di previsione esplicita. Nel caso specifico, sono state utilizzate le stime relative al periodo di progressivo rallentamento che si sarebbe dovuto realizzare negli anni 2015-2018, formulate e condivise dal *management* di Parmalat e da Mediobanca. Anche le previsioni relative a questa fase di assestamento sono riportate nella Tabella 20. Per quanto riguarda gli esercizi successivi, non sono state formulate proiezione analitiche dei flussi di cassa di LAG, essendo stato invece ipotizzato il loro sviluppo sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari all'1,5%.

Tabella 20 – LAG *Base CaseBusiness Plan*

LAG

	Dati consuntivi		Business Plan			Periodo di graduale rientro			
USD mln	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Volumi (tonn mln)	415,6	480,7	506,8	542,0	594,5	642,1	680,6	707,9	722,0
% crescita		*15,7%*	*5,4%*	*7,0%*	*9,7%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*2,0%*
Prezzo ($ / tonn)	1,91	1,90	1,94	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
% crescita		*(0,5%)*	*2,0%*	*0,7%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ricavi	**791,8**	**912,9**	**983,3**	**1.052,3**	**1.157,0**	**1.254,4**	**1.329,6**	**1.382,8**	**1.410,5**
% crescita		*15,3%*	*7,7%*	*7,0%*	*9,9%*	*8,4%*	*6,0%*	*4,0%*	*2,0%*
Margine di contribuzione	**124,7**	**120,8**	**158,4**	**177,9**	**196,3**	**212,0**	**224,7**	**233,7**	**238,4**

omissis

EBITDA	**83,1**	**81,0**	**88,3**	**93,2**	**101,3**	**114,7**	**126,8**	**137,3**	**145,6**
% margin	*10,5%*	*8,9%*	*9,0%*	*8,9%*	*8,8%*	*9,1%*	*9,5%*	*9,9%*	*10,3%*
D&A	(20,6)	(23,9)	(28,5)	(31,6)	(34,7)	(37,6)	(39,9)	(39,4)	(38,1)
% ricavi	*2,6%*	*2,6%*	*2,9%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,7%*
EBIT	**62,5**	**57,1**	**59,8**	**61,7**	**66,6**	**77,1**	**86,9**	**97,9**	**107,5**
% ricavi	*7,9%*	*6,3%*	*6,1%*	*5,9%*	*5,8%*	*6,1%*	*6,5%*	*7,1%*	*7,6%*
CAPEX	(41,9)	(15,3)	(36,3)	(32,6)	(32,7)	(37,6)	(39,9)	(39,4)	(38,1)
% ricavi	*5,3%*	*1,7%*	*3,7%*	*3,1%*	*2,8%*	*3,0%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,7%*
CAPEX/D&A	*2,0x*	*0,6x*	*1,3x*	*1,0x*	*0,9x*	*1,0x*	*1,0x*	*1,0x*	*1,0x*
NWC	58,1	81,2	89,6	97,6	107,5	112,9	119,7	124,5	126,9
% ricavi	*7,3%*	*8,9%*	*9,1%*	*9,3%*	*9,3%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*

8.3 Anche nel caso di LINT, in analogia a quanto fatto per LAG, i sottoscritti hanno utilizzato i dati contenuti nel *Business Plan* per gli anni 2012-2014, stante il giudizio di ragionevolezza formulato da BCG sulle assunzioni del Piano, e le stime condivise da Parmalat e dal suo *advisor* per il periodo (2015-2018) di graduale rientro verso livelli di crescita sostenibili nel medio lungo termine (cfr. Tabella 21).

Tabella 21 – LINT *Base Casebusiness plan*

LINT									
	Dati consuntivi		Business Plan			Periodo di graduale rientro			
USD mln	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Volumi (tonn mln)	19,1	20,8	23,9	28,6	32,4	35,6	38,3	40,2	41,2
% crescita		*8,7%*	*15,2%*	*19,7%*	*13,0%*	*10,0%*	*7,5%*	*5,0%*	*2,5%*
Prezzo ($ / tonn)	3,4	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
% crescita		*5,7%*	*5,6%*	*0,3%*	*(0,5%)*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ricavi	**65,6**	**75,3**	**91,6**	**109,9**	**123,6**	**136,0**	**146,2**	**153,5**	**157,3**
% crescita		*14,9%*	*21,6%*	*20,0%*	*12,5%*	*10,0%*	*7,5%*	*5,0%*	*2,5%*
EBITDA	**6,1**	**5,2**	**6,9**	**9,4**	**10,8**	**11,9**	**12,8**	**13,4**	**13,7**
% margin	*9,2%*	*6,8%*	*7,5%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*
D&A	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
% ricavi	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBIT	**6,1**	**5,2**	**6,8**	**9,4**	**10,8**	**11,9**	**12,8**	**13,4**	**13,7**
% ricavi	*9,2%*	*6,8%*	*7,5%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*
CAPEX			(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
% ricavi			*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*
CAPEX/D&A			*9,6x*	*11,5x*	*13,0x*	*14,3x*	*15,4x*	*16,1x*	*16,5x*
NWC			3,7	4,4	4,9	5,4	5,8	6,1	6,3
% ricavi			*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*

8.4 Per quanto riguarda, infine, la dinamica attesa delle sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione, si rimanda alle considerazioni già sviluppate nei §§ 7.16 -7.18 e ai conteggi riportati nelle Tabelle 14 e 15.

L'applicazione del criterio finanziario e lo sviluppo delle analisi di sensitività

8.5 Ai fini dell'applicazione del criterio finanziario si è fatto ricorso all'algoritmo di calcolo analitico in precedenza sviluppato sub [3], che ottiene l'*Enterprise Value* di una società come somma del valore attuale dei flussi di cassa netti degli anni oggetto di previsione analitica e del Valore Terminale.

8.6 Nel caso di LAG, i flussi di cassa del periodo di previsione analitica (vedi Tabella 22) sono stati, anzitutto, calcolati sulla scorta delle previsioni contenute nella Tabella 20, dopo aver dedotto dall'EBIT atteso gli oneri fiscali stimati sulla base dell'aliquota fiscale marginale individuata per gli Stati Uniti d'America nel 40% (vedi *supra* § 7.5.). La somma dei flussi di cassa attualizzati dal 2012 al 2018 è pari a USD 204 mln[74].

[74] Si precisa che, anche in questo caso, i flussi relativi all'esercizio 2012 sono stati assunti solo per la parte relativa al secondo semestre ipotizzata pari al 50% del flusso annuo.

Tabella 22 – Flussi di cassa di LAG per il periodo di previsione analitica

LAG							
	Business Plan			Estrapolazione di Mediobanca			
USD mln	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi	**982**	**1.057**	**1.161**	**1.254**	**1.330**	**1.383**	**1.410**
% crescita		*7,7%*	*9,9%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*2,0%*
EBITDA	**88**	**94**	**102**	**115**	**127**	**137**	**146**
% margin	*9,0%*	*8,9%*	*8,8%*	*9,1%*	*9,5%*	*9,9%*	*10,3%*
D&A	(29)	(32)	(35)	(38)	(40)	(39)	(38)
% ricavi	*2,9%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,7%*
EBIT	**60**	**62**	**67**	**77**	**87**	**98**	**107**
% ricavi	*6,1%*	*5,9%*	*5,8%*	*6,1%*	*6,5%*	*7,1%*	*7,6%*
Imposte	(24)	(25)	(27)	(31)	(35)	(39)	(43)
% aliquota	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
NOPAT	**36**	**37**	**40**	**46**	**52**	**59**	**64**
(+) D&A	29	32	35	38	40	39	38
(+/-) Delta NWC	(8)	(8)	(10)	(5)	(7)	(5)	(2)
(-) CAPEX	(36)	(33)	(33)	(38)	(40)	(39)	(38)
Free Cash Flow	**20**	**28**	**32**	**41**	**45**	**54**	**62**
WACC	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%
Tempo (anni)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5
Fattore di sconto	0,48	0,90	0,84	0,79	0,74	0,69	0,64
Valore attuale FCF	**9**	**25**	**27**	**32**	**33**	**37**	**40**

8.7 Per quanto concerne, poi, il calcolo del Valore Terminale, si è proceduto tenendo conto del fatto che, in questo diverso scenario, la strategia di LAG poggia sull'utilizzo di marchi di proprietà del Gruppo Lactalis, concessi in licenza a LAG sulla base di un contratto ventennale. Secondo BCG, *"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"* (Rapporto BCG, p. 10) Proprio per tenere conto della probabilità, ancorché minima, di un mancato rinnovo dei contratti nell'anno 2032 si è proceduto individuando all'interno del Valore Terminale *post* 2019 due componenti: la prima rappresentativa del valore attuale dei flussi di cassa relativi al periodo 2019-2032, ossia il periodo che precede il termine del contratto di licenza dei marchi Galbani e Président (in seguito, anche la "prima componente del Valore Terminale" o "PCVT"); la seconda rappresentativa del valore dei flussi di cassa relativi agli anni 2033 e

seguenti, ossia il periodo successivo al termine del contratto di licenza (in seguito, anche la "seconda componente del Valore Terminale" o "SCVT").

8.8 La prima componente, relativa al periodo di vigenza del contratto e non influenzata dal rischio di non rinnovo dello stesso, coincide con il valore attuale di una rendita crescente di durata limitata[75]. Per quanto riguarda, in particolare, i parametri accolti in tale formula, si segnala che il flusso di cassa operativo netto dei vari anni è stato calcolato, come richiesto dalla formula adottata, incrementando il flusso relativo all'anno precedente sulla base del tasso di crescita di lungo periodo, assunto, come nel caso della strategia operante e per le ragioni già chiarite in precedenza, pari all'1,5%. Il costo del capitale è posto pari al 7,05%, ossia al tasso già impiegato nella stima del valore attuale dei flussi di cassa relativi agli anni di previsione analitica.

Nella Tabella 23 vengono riportati i conteggi effettuati, da cui emerge che la prima componente del Valore Terminale assume, alla data del 30 giugno 2012, un Valore Attuale pari a USD 386 mln.

[75] Per semplicità, il valore di PCVT è stato ottenuto deducendo dal Valore Terminale complessivo calcolato in ipotesi di rinnovo (VTC) mediante la formula della rendita crescente di durata illimitata (VTC = FC_{t+1} / (Wacc – g)), il valore di SCVT in ipotesi di continuità (SCVT – C) , ossia il valore della società al 2033. Anche il valore di SCVT-C è calcolato mediante l'utilizzo della formula della rendita crescente illimitata, ancorché a partire dal 2033 (SCVT-C = FC_{2032+1} / (Wacc – g)).

Tabella 23 – Stima della prima componente del Valore Terminale (PCVT) e della seconda componente del Valore Terminale in ipotesi di piena continuità aziendale (SCVT-C)

	"PCVT" Terminal Value 2019-32	"SCVT - C" Terminal Value post 2032 in continuità
USD mln	Anno terminale: 2019	Anno terminale: 2033
EBIT	**109,1**	**134,4**
(-) Imposte	(43,6)	(53,7)
NOPAT	**65,5**	**80,6**
(+) D&A	38,7	47,6
(-) Capex	(38,7)	(47,6)
(+/-) Delta CCN	(1,9)	(2,3)
FCF *unlevered*	**63,5**	**78,3**
Crescita g	*1,50%*	*1,50%*
Wacc	*7,05%*	*7,05%*
Fattore di attualizzazione	0,64	0,25
TV complessivo al 30 giugno 2012	735,2	348,9
(-) Storno TV post 2032	(348,9)	
Terminal value al 30 giugno 2012	**386,3**	**348,9**
Terminal value totale in ipotesi di continuità		**735,2**

8.9 La seconda componente del Valore Terminale, invece, è quella direttamente interessata dalla possibilità del mancato rinnovo. La stima di questa componente è stata ottenuta come media dei valori che la stessa potrebbe assumere nei due scenari che si potrebbero manifestare a partire dal 2033 – lo scenario del rinnovo e quello del mancato rinnovo – ponderati per la probabilità di effettiva concretizzazione di detti scenari. A tal fine, dunque, si è reso necessario, anzitutto, attribuire, sulla sorta delle indicazioni qualitative contenute nella Rapporto BCG, una probabilità ai due diversi scenari e, in secondo luogo, stimare il valore di questa seconda componente in ciascuno di essi.

Quanto alle probabilità dei diversi scenari, sulla scorta delle indicazioni di BCG ("*La probabilità di mancato rinnovo dei contratti al termine dei venti anni previsti, seppur non nulla, è ritenuta comunque minima"* e *"Tale circostanza, per quanto non possa essere esclusa, è ritenuta improbabile poiché le due società sono già oggi altamente interdipendenti in tutte le fasi della catena del valore e lo diverranno sempre più col tempo*"; cfr. Relazione BCG, pp. 10 e 17) e in ottica prudenziale, si è ritenuto di assegnare allo scenario di mancato rinnovo una probabilità del 10%, ossia una percentuale che, verosimilmente, sovrastima la *"probabilità comunque minima"* di uno

scenario che *"per quanto non può essere escluso, è ritenuto improbabile"*. Per differenza allo scenario di rinnovo è assegnata una probabilità del 90%; la distribuzione di probabilità tra i due scenari è stata comunque utilizzata ai fini delle analisi di sensitività sulla seconda componente del Valore Terminale.

8.10 Per quanto riguarda, invece, la quantificazione della seconda componente del Valore Terminale nei due diversi scenari, si è così proceduto:

- ✓ a stimare la seconda componente del Valore Terminale nello scenario di rinnovo dei contratti di Licenza, utilizzando la tradizionale formula di una rendita crescente (al tasso di crescita dell'1,5%) di durata illimitata[76]. Sulla scorta di questa, si ottiene un Valore della SCVT–C al 2032 di USD 1.410 mln ed un valore attuale, al 30 giugno 2012, di USD 349 mln (cfr. *supra* Tabella 23);
- ✓ a rettificare, nello scenario di mancato rinnovo, tenendo conto tra l'altro di quanto espresso da BCG[77], l'importo della seconda componente del Valore Terminale (SCVT–T) sulla scorta del seguente ragionamento:
  - si è ipotizzato che, per effetto del mancato rinnovo, LAG possa subire, nei sotto-segmenti interessati dalla commercializzazione dei marchi in licenza, una contrazione del fatturato che potrebbe approssimarsi al 25%[78];
  - è stato previsto che la marginalità percentuale di lungo periodo possa di fatto allinearsi a quella già utilizzata per la strategia operante (10,1%), dato che la riduzione di marginalità derivante dal mancato rinnovo potrebbe essere in parte compensata dalla

[76] In particolare si tratta del seguente algoritmo: $SCVT = CF_{2033}/(Wacc - g)$.

[77] "*Nel caso improbabile in cui il contratto non fosse rinnovato, LAG avrebbe comunque la possibilità di trasferire buona parte dei volumi sotto licenza (che sono comunque un di cui del complessivo fatturato aziendale) a dei marchi già detenuti ovvero creati appositamente, facendo leva sulla capacità produttiva, il know-how e la presenza distributiva sviluppata nel corso dei 20 anni precedenti.*" (Rapporto BCG, p. 17).

[78] Questa ipotesi sembra agli scriventi ragionevole dato che i) il fatturato di LAG al termine del periodo considerato sarebbe generato per circa la metà da prodotti nel segmento B-to-B (prodotti per le industrie e la ristorazione) che utilizzano *brand* di proprietà di LAG, ii) permarrebbe in ogni caso una quota non irrilevante del fatturato nel segmento B-to-Crealizzataprivate label; e iii) l'azienda potrebbe fare leva sulla sua importante e ben avviata presenza distributiva sul territorio per promuovere i propri prodotti e recuperare parte del fatturato persa sui prodotti a marchio Galbani e Président. L'ipotizzata perdita del 25% rappresenta pertanto la perdita duratura, ovvero che permarrebbe dopo che l'azienda ha utilizzato le leve disponibili per contrastare tale dinamica.

riduzione delle *royalties* annue sostenute da LAG per l'utilizzo dei marchi Galbani e Président in licenza[79];

- si è, poi, previsto che la società debba sostenere, per un certo numero di anni, uno sforzo incrementale di *marketing* necessario per consentire il lancio e lo sviluppo di marchi alternativi a quelli in precedenza utilizzati. Tale sforzo incrementale è stato posto pari all'1,3%, ossia all'incidenza dell'*extra* investimento in *marketin*g previsto a Piano nella fase di transizione dai marchi Sorrento/Precious ai marchi Galbani/Président (differenza tra la media del 4,3% prevista a Piano e la media del 3% registrata nel triennio 2009-2011). In considerazione di questo maggiore sforzo, l'EBITDA *margin* verrebbe a collocarsi, almeno per un certo numero di anni, nell'intorno del 8,8%, inferiore, tra l'altro, al minimo registrato nel corso del triennio 2009-2011 e tale da determinare una riduzione dell'EBITDA di circa il 35%;
- nell'incertezza circa il numero di anni necessari per tornare al livello di EBITDA *margin* di regime, la seconda componente del Valore Terminale è stata calcolata, nello scenario di mancato rinnovo, come media dei valori ottenuti utilizzando, in un caso, un EBITDA *margin* a regime pari all'10,1% e, nel secondo caso, un EBITDA *margin* pari al 8,8%.

Sulla base di tale procedimento, la seconda componente del Valore Terminale nello scenario di mancato rinnovo (SCVT-T) risulta pari a USD 237 mln[80] alla data del giugno 2012 (valore che si confronta con una SCVT nell'ipotesi di continuità delle licenze di USD 349 mln).

[79] Si ricorda che, nel triennio 2009 -2011, LAG ha ottenuto, in assenza dei margini in licenza, un EBITDA *margin* medio del 10,5%.

[80] Si noti che secondo Amber, questa componente avrebbe dovuto essere posta pari al valore contabile dei beni come risultanti alla data di mancato rinnovo. Pare agli scriventi che questa ipotesi non tenga conto, come segnala anche BCG, del fatto che LAG possiede e continuerà ad arricchire il suo patrimonio di risorse e competenze. Pertanto l'ipotesi formulata da Amber non pare metodologicamente condivisibile. Si osserva in ogni caso che il valore ottenuto con il procedimento adottato dagli scriventi porta ad un valore di USD 237 mln, rispetto a quello indicato da Amber di USD 91 mln.

Tabella 24 – Stima della Seconda Componente del Valore Terminale in ipotesi di terminazione delle licenze (SCVT-T)

Terminal Value - Analisi di sensitività

LAG EBITDA margin al TV (%)

		% EBITDA perso							
		0,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
% Ricavi persa	25,0%					**10,3%**	**9,6%**	**8,9%**	**8,3%**

LAG Terminal Value (€mm)

		% EBITDA perso							
		0,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
% Ricavi persa	25,0%					**262**	**237**	**213**	**189**

8.11 A questo punto si è reso infine possibile stimare la seconda componente del Valore Terminale (SCVT) quale media dei valori ottenuti nei due diversi scenari (USD 349 mln, nello scenario di rinnovo, e USD 237 mln, nello scenario di mancato rinnovo), ponderati per la probabilità assegnata al verificarsi di tali scenari (90% allo scenario di rinnovo e 10% a quello di mancato rinnovo). Il ricercato valore è pari a USD 338 mln.

8.12 I valori al 30 giugno 2012 delle due componenti del Valore Terminale risultano, dunque, complessivamente pari a USD 724 mln (dati dalla somma di USD 386 mln, relativi alla prima componente, come indicato al § 8.8., e USD 338 mln relativi alla seconda componente, come risulta al § 8.11.). Sommando a tale valore il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti relativi al periodi di previsione analitica, pari a USD 204 mln (vedi *supra* § 7.6), si perviene all'*Enterprise Value* di LAG sulla base della strategia intenzionale elaborata dal *management* della società, pari a USD 928 mln.

8.13 Al fine di trarre ulteriori elementi di conforto sulla ragionevolezza del valore di acquisizione quale sopra indicato, è stata condotta un'analisi di sensitività. Ciò è apparso utile posto che, come noto e come già segnalato *supra*, le valutazioni del capitale economico, in quanto basate su dati prospettici e su variabili indipendenti di mercato, riflettono ontologicamente margini di soggettività. Dette analisi sono finalizzate a verificare la sensibilità del

risultato ottenuto al variare, all'interno di intervalli ragionevoli e con ipotesi non tra loro incoerenti, dei principali parametri impiegati nella stima. Nel caso di specie, chi scrive ha svolto un'analisi di sensitività, facendo variare le grandezze di tre parametri: il costo del capitale (*Wacc*) ed il tasso di crescita di lungo termine (g), per il quale sono state ipotizzate variazioni di +/- 15 punti base rispetto ai valori centrali di 7,05% e 1,50%, rispettivamente; la distribuzione di probabilità tra i due scenari (probabilità scenario mancato rinnovo), per la quale si sono ipotizzate variazioni di +/- 2,5% rispetto alla distribuzione base (90%).

Dall'analisi è emerso, anzitutto, che la sensitività dell'*Enterprise Value* di LAG rispetto alle variazioni della probabilità dello scenario di mancato rinnovo non è molto elevata: anche lasciando crescere tale probabilità sino al 20% (valore che pare ben poco allineato alle indicazioni qualitative fornite da BCG), il valore di LAG si ridurrebbe, rispetto allo scenario del 10% e a parità di ogni altra condizione, di USD 11 mln, corrispondente ad una riduzione del 1,2% circa (cfr. Tabella 25).

Tabella 25 – *Sensitivity* della stima della Seconda Componente del Valore Terminale (SCVT) e dell'*Enterprise Value* di LAG

	% di ponderazione dello scenario di continuità								
	100,0%	97,5%	95,0%	92,5%	90,0%	87,5%	85,0%	82,5%	80,0%
SCVT	349	346	343	341	**338**	335	332	329	327
% SCTV perso vs. "base"	*0,0%*	*(0,8%)*	*(1,6%)*	*(2,4%)*	***(3,2%)***	*(4,0%)*	*(4,8%)*	*(5,6%)*	*(6,4%)*
SCTV perso vs. "base"	0	3	6	8	**11**	14	17	20	22
EV LAG	940	937	934	931	**928**	926	923	920	917
% EV LAG perso	*0,0%*	*(0,3%)*	*(0,6%)*	*(0,9%)*	***(1,2%)***	*(1,5%)*	*(1,8%)*	*(2,1%)*	*(2,4%)*

In secondo luogo, nel loro complesso, le risultanze delle analisi condotte indicano che le verifiche di sensitività, applicate con logiche razionali (ovvero osservando i valori della distribuzione di sensitività ottenibili in corrispondenza di variazioni non incoerenti dei parametri suddetti) ed entro intervalli di variazione ragionevoli, tendono a confermare la significatività e la robustezza delle risultanze applicative emergenti dalle scelte valutative di base.

In terzo luogo, tali analisi rendono possibile individuare un intervallo di valori rappresentativo del valore di LAG, anche in considerazione della possibilità che la dinamica registrata dai diversi parametri utilizzati nell'analisi di sensitività assuma pure segno disomogeneo. Precisamente, tale intervallo è stato individuato assumendo: come valore minimo quello di USD 879 mln, ottenuto in uno scenario caratterizzato da una probabilità dello scenario di mancato rinnovo del 15%, da un aumento del costo del capitale e da una riduzione del tasso di crescita di lungo periodo, entrambi di 15punti base; come valore massimo quello di USD 983 mln, ottenuto in uno scenario caratterizzato da una probabilità dello scenario di mancato rinnovo del 5%, da una riduzione del costo del capitale di 15 punti base e dall'aumento del tasso di crescita di lungo periodo all'1,65% (cfr. Tabella 26).

Tabella 26 – *Sensitivity* della stima dell'*Enterprise Value* di LAG al variare del *Wacc* e del tasso di crescita g e della probabilità di rinnovo delle licenze

		% probabilità scenario terminazione licenze				
		20%	15%	10%	5%	0%
		Crescita g (%)				
		1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%
WACC (%)	6,75%	935	961	987	1.015	1.044
	6,90%	908	**932**	**957**	**983**	1.011
	7,05%	882	**905**	**928**	**953**	979
	7,20%	857	**879**	**901**	**925**	950
	7,35%	833	854	876	898	922

8.14 Infine si è stimato il valore di LINT, ripercorrendo di fatto lo stesso *iter* valutativo visto per LAG. In particolare, l'*Enterprise Value* di LINT è stato ottenuto come somma del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti relativi agli anni di previsione esplicita e del valore attuale del Valore Terminale della società al temine di tale periodo. Quest'ultimo, a sua volta può essere scomposto, come fatto per LAG, in una prima componente relativa al periodo di vigenza del contratto di distribuzione e in una seconda relativa al periodo successivo. Precisamente per quanto riguarda i flussi relativi al periodo di previsione esplicita si è fatto riferimento alle stime contenute nel

piano (2012 -2014) di LINT e a quelle condivise dal *management* di Parmalat e da Mediobanca relativamente agli anni (2015 – 2018) caratterizzati da un progressivo rientro verso livelli di crescita e di investimenti commerciali in linea con le aspettative di lungo periodo, da utilizzare ai fini della stima del valore terminale (cfr. Tabella 27)[81].

Tabella 27 – Stima dei Flussi di Cassa Operativi (FCF) di LINT nella strategia intenzionale nel periodo di piano

	Business Plan			Periodo di graduale rientro			
USD mln	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
EBIT	**6,8**	**9,4**	**10,8**	**11,9**	**12,8**	**13,4**	**13,7**
Imposte	(2,5)	(3,5)	(4,0)	(4,4)	(4,7)	(4,9)	(5,1)
% aliquota	*36,9%*	*36,9%*	*36,9%*	*36,9%*	*36,9%*	*36,9%*	*36,9%*
NOPAT	**4,3**	**5,9**	**6,8**	**7,5**	**8,0**	**8,4**	**8,7**
(+) D&A	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+/-) Delta NWC	(0,7)	(0,7)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)
(-) CAPEX	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
Free Cash Flow	**3,2**	**4,7**	**5,6**	**6,3**	**6,9**	**7,4**	**7,7**
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Tempo (anni)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5
Fattore di sconto	0,47	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,50
Valore attuale FCF	**1,5**	**4,0**	**4,3**	**4,3**	**4,3**	**4,1**	**3,9**

Per quanto riguarda le aliquote applicate ai fini del calcolo dei flussi delle imposte, i parametri utilizzati per il costo del capitale (*Wacc*) e il tasso di crescita di lungo periodo (g), si rimanda alle considerazioni già presentate in occasione della stima del valore di LINT sulla base della strategia operante (vedi *supra* §§ 7.12. e ss.)

Ai fini della stima della seconda componente del Valore Terminale in ipotesi di mancato rinnovo (SCVT–T), si è applicato al Valore Terminale *post* 2032 in caso di rinnovo (SCVT–C) una riduzione percentuale, forfettariamente assunta pari al 50%[82]. Ciò nella convinzione che, anche nel caso di LINT, l'attività distributiva radicata e avviata sull'intero continente americano potrebbe comunque essere utilizzata anche per la commercializzazione di altri prodotti (*in primis* quelli del gruppo Parmalat). Quanto alla distribuzione della probabilità di manifestazione dei due scenari, si è fatto riferimento alle

[81] Si precisa che, anche in questo caso, i flussi relativi all'esercizio 2012 sono stati assunti solo per la parte relativa al secondo semestre ipotizzata pari al 50% del flusso annuo.

[82] Ciò significa implicitamente ipotizzare un crollo del 50% del flusso operativo netto dell'esercizio 2033.

indicazioni formulate da BCG e alle ipotesi già formulate nei paragrafi precedenti, quantificandola nel 10%. Dai conteggi effettuati e riportati nella Tabella 28, il Valore Terminale di LINT in base alla strategia intenzionale può essere stimato in USD 43,9 mln.

Tabella 28 – Stima del *Terminal Value* di LINT (USD mln)

	Terminal Value 2019 - 32	Terminal Value post 2032	
USD mln	2012	2033	
EBIT	**13,2**	**17,4**	
(-) Imposte	(4,9)	(6,4)	
NOPAT	**8,3**	**11,0**	
(+) D&A	0,8	1,1	
(-) Capex	(0,8)	(1,1)	
(+/-) Delta CCN	(0,1)	(0,2)	
FCF *unlevered*	**8,2**	**10,8**	
Crescita g	*2,00%*	*2,00%*	
Wacc	*11,22%*	*11,22%*	
Fattore di attualizzazione	0,50	0,11	
Valore al 31 Dicembre 2011	44,5	13,3	
(-) Storno TV post 2032	(13,3)		
Terminal Value	**31,3**	**13,3**	
1) scenario di continuità (100% TV post 2032)	44,5	Probabilità	*90,0%*
2) scenario di revoca della licenza (50% TV post 2032)	37,9	Probabilità	*10,0%*
LINT Terminal Value	**43,9**		

8.15 L'*Enterprise Value* di LINT può essere, pertanto, stimato in USD 70 mln, calcolato come somma dei valori al 30.06.2012 del Valore Terminale (USD 44 mln) e dei flussi di cassa relativi agli anni di previsione analitica (USD 26 mln). Anche nel caso di LINT, si è proceduto a trarre ulteriori elementi di conforto sulla ragionevolezza del valore sopra indicato mediante un'analisi di sensitività, condotta sulla scorta del procedimento già sviluppato per LAG. Da tale analisi emerge che le verifiche di sensitività, applicate con logiche razionali (ovvero osservando i valori della distribuzione di sensitività ottenibili in corrispondenza di variazioni non incoerenti dei parametri suddetti) ed entro intervalli di variazione ragionevoli, tendono a confermare la significatività delle risultanze applicative emergenti dalle scelte valutative di base. Inoltre, sulla base dei risultati di tali analisi, è stato individuato un intervallo di valori rappresentativo del valore di acquisizione di LINT, anche in considerazione

della possibilità che la dinamica registrata dai diversi parametri utilizzati nell'analisi di sensitività assuma anche segno disomogeneo. Precisamente, tale intervallo è stato individuato assumendo: come valore minimo quello di USD 69 mln, ottenuto in uno scenario caratterizzato da una probabilità dello scenario di mancato rinnovo del 15%, da un peggioramento del costo del capitale e del tasso di crescita di lungo periodo, entrambi di 15 punti base; come valore massimo quello di USD 72 mln, ottenuto in uno scenario caratterizzato da una probabilità dello scenario di mancato rinnovo del 5%, da una riduzione del costo del capitale e dall'aumento del tasso di crescita di lungo periodo, entrambi di 15 punti base.

Tabella 29 – *Sensitivity* della stima dell'*Enterprise Value* di LINT al variare del *Wacc* e del tasso di crescita g e della probabilità di rinnovo delle licenze

		% probabilità scenario terminazione licenze				
		20%	15%	10%	5%	0%
		Crescita g (%)				
		1,70%	1,85%	2,00%	2,15%	2,30%
WACC (%)	10,92%	72	72	73	73	74
	11,07%	70	**71**	**72**	**72**	73
	11,22%	69	**70**	**70**	**71**	71
	11,37%	68	**69**	**69**	**70**	70
	11,52%	67	67	68	68	69

8.16 Avendo così individuato i *range* rappresentativi dei valori di LAG (compresi tra USD 879 mln e USD 983 mln, come riportato al § 8.13.) e di LINT (compresi tra USD 69 mln e USD 72 mln, come riportato al precedente § 8.15.), si perviene al *range* compreso tra USD 947 mln e USD 1.055 mln, espressivo dei valori *on a stand alone basis* delle due società complessivamente considerate, sulla scorta della loro strategia intenzionale. Per quanto chiarito trattando delle questioni di metodo, per giungere al valore di acquisizione di LAG e LINT occorre aggiungere a tale *range* anche il valore delle sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione o, meglio, una

quota pari al 33% del loro valore[83]. Per il calcolo delle sinergie, è possibile rifarsi alle indicazioni, ai conteggi e ai risultati già discussi ai precedenti §§ 7.16. e 7.17., che avevano portato ad individuare un valore di USD 55 mln per il 33% delle sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione.

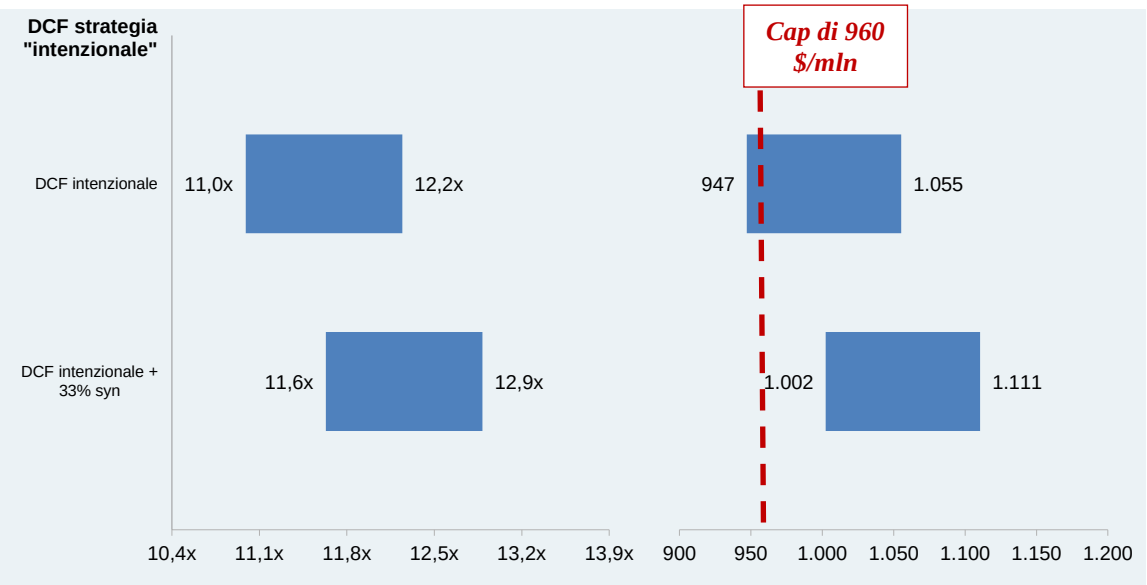
8.17 Sommando al *range* espressivo del valore *on a stand alone basis* il valore delle sinergie si perviene al *range* di valori di acquisizione di LAG e LINT sulla scorta della loro strategia intenzionale, compreso tra USD 1.002mln e USD 1.111 mln.

A tale *range* di valori corrisponde un *range* di multipli impliciti dell'EBITDA 2011 compreso tra 11,6x e 12,9x, superiore rispetto a quelli espressi alla data di riferimento dal mercato (pure dopo la rettifica per tenere conto della quota di sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione) e dalle transazioni comparabili. Ciò accade per le ragioni già illustrate: da un lato, il multiplo implicito pone a confronto due termini non omogenei, ossia il valore di acquisizione calcolato con il criterio finanziario (e poi impiegato come numeratore nella determinazione dei multipli impliciti), che fa riferimento ad una strategia intenzionale ancora da realizzare, mentre l'EBITDA (impiegato come denominatore) è quello del 2011, ossia quello realizzato con la strategia operante; dall'altro lato, i multipli di mercato sono calcolati ponendo a confronto termini (l'*Enterprise Value* e l'EBITDA) omogenei, ossia entrambi riferibili alla medesima strategia assunta in continuità. In particolare, la discontinuità strategica ipotizzata dal *management* di LAG e LINT si traduce in un'attesa di crescita delle *performance* superiore, almeno per un certo periodo di tempo rispetto a quella di mercato. Dunque, fino a che tali maggiori *performance* non saranno state raggiunte, il rapporto tra il valore come determinato (con il criterio finanziario) sulla base di tali più elevate *perfomance* attese e le *performance* (più contenute) storiche, risulterà più elevato rispetto a quello in media espresso dal mercato.

[83] Si ricorda che secondo dottrina nel valore di acquisizione andrebbero incluse tutte le sinergie ritraibili o trasferite per effetto dell'operazione. Nel caso di specie si è invece optato per una quota prudenzialmente pari al 33%.

8.18 In conclusione, dal Grafico 6, emerge che il *range* dei valori di acquisizione di LAG e LINT in base al loro strategia intenzionale si colloca al di sopra del *cap* negoziato da Parmalat alla data di riferimento della Valutazione. In altri termini, il prezzo massimo che gli Amministratori di Parmalat si sono dichiarati disponibili a riconoscere al venditore, in ipotesi di un miglioramento dell'EBITDA *adjusted* 2012 anche superiore rispetto alle aspettative contenute nel Piano 2012 -2014, è comunque inferiore al valore di acquisizione attribuibile alle due società, sulla scorta del medesimo Piano, alla data di riferimento. Si noti che positivi elementi di riscontro in merito al valore del *cap* vengono forniti anche escludendo dal conteggio del valore di acquisizione il valore di sinergie. Infatti, il *cap* di USD 960 mln rientra nel *range* dei valori delle due società considerate *on a stand alone basis* (USD 947mln – USD 1.055mln).

Grafico n. 6 – Sintesi dei *range* dell'*Enterprise Value* e del multiplo implicito EV/EBITDA di LAG+LINT determinati in base alla strategia intenzionale.



9 LA SINTESI VALUTATIVA

La sintesi dei valori economici

9.1 Tenuto conto delle finalità della valutazione richiesta (vedi *supra* § 1), 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. Come risulta dal Grafico 4 (vedi *supra* § 7.34.), i diversi metodi hanno portato all'individuazione di *range* di valori caratterizzati da significative sovrapposizioni, elemento questo che offre ulteriori motivi di conforto sulla ragionevolezza dei valori individuati. 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.

9.2 Nell'ambito di tale stima, i sottoscritti hanno poi rilevato che, come risulta dal Grafico 5 (vedi *supra* § 7.37.), alla data di riferimento il *range* dei multipli dell'EBITDA consuntivo (ossia il multiplo che sarebbe poi stato utilizzato per l'individuazione dell'aggiustamento prezzo, applicandolo all'EBITDA *adjusted* 2012) desunti dalla Borsa (e rettificati, come la dottrina e la prassi richiedono, per poter passare dal valore delle società *on a stand alone basis* al valore di acquisizione) e dalle transazioni comparabili è ricompreso tra 9,0x e 10,2x.

9.3 Gli scriventi hanno, poi, proceduto a stimare il valore di acquisizione di LAG e LINT alla data di riferimento, sul fondamento della strategia intenzionale contenuta nel *Business Plan* elaborato dal *management* di LAG e LINT e ritenuto nel suo complesso ragionevole da BCG, ad esito del lavoro di analisi condotto. Tale valutazione è stata condotta sulla base del solo metodo dell'*unlevered cash flow*. L'applicazione del metodo dei multipli, infatti, avrebbe richiesto di assumere a riferimento dati di *performance* espressivi della capacità a regime (o quasi) della strategia (e non già dati relativi alla strategia preesistente). Tuttavia la strategia intenzionale dovrebbe dispiegare i propri effetti, marginalmente, a far tempo dal 2012 e, pienamente, solamente in epoca successiva (probabilmente anche oltre il 2014): come noto, i multipli *leading* relativi ad anni così distanti, quand'anche disponibili, risultano essere meno significativi e più raramente utilizzati. Tenuto conto delle specificità della strategia intenzionale e del rischio, quantificato anche con il supporto delle considerazioni sviluppate da BCG, che i contratti di licenza di durata ventennale possano anche non essere rinnovati, il valore di acquisizione di LAG e LINT, sul fondamento della loro strategia intenzionale, è stato stimato in un *range* compreso tra USD 1.001mln e USD 1.111mln.

Le difficoltà della stima

9.4 Le principali difficoltà incontrate nella stima sono legate, da un lato, alle questioni di metodo, la cui descrizione e soluzione è stata presentata nell'ambito del § 5, e, dall'altro lato, all'ineliminabile incertezza dei dati previsionali che sono alla base di talune tecniche valutative utilizzate, nonché alla variabilità incontrollabile delle variabili di contesto e di mercato che incidono sulla stima.

Con particolare riguardo alla difficoltà valutativa rappresentata dall'impiego di dati previsionali, tratti dal *Business Plan* fornito dal *management* di LAG e LINT, gli scriventi hanno proceduto ad ottenere una valutazione della loro ragionevolezza da una primaria società di consulenza internazionale, la quale,

ad esito della propria attività, ha ritenuto che il Piano *"appare complessivamente coerente in termini di obiettivi di crescita ed azioni previste a supporto, presenta alcune aree di attenzione ma anche alcune aree di opportunità aggiuntive, e nell'insieme costituisce un piano ragionevole"* (Relazione BCG, p. 10). In tal senso, secondo BCG, *"L'effettivo raggiungimento degli obiettivi prefissati dipenderà, come insito nella natura di ogni piano industriale, da fattori interni ed esterni di difficile previsione che rientrano nel normale rischio imprenditoriale"* (Relazione BCG, p. 10).

9.5 Altri specifici elementi di incertezza sono direttamente ricollegabili al rischio che i contratti sottoscritti tra LAG e Lactalis possano non essere rinnovati in occasione della loro scadenza (prevista nel 2032) e alla stima delle sinergie registrabili nell'economia delle società *target* o del gruppo Parmalat a seguito dell'operazione di acquisizione. In entrambi i casi, gli scriventi hanno utilizzato le indicazioni (qualitative in un caso, quantitative nell'altro) formulate da BCG, a cui è stato chiesto uno specifico approfondimento, per trattare tali aree di incertezza nell'ambito del procedimento valutativo.

9.6 Infine, il quadro informativo alla data di riferimento della Valutazione scontava due specifici elementi di incertezza: l'assenza di puntuali indicazioni sull'andamento dell'esercizio 2012 e di un commento circa gli eventuali scostamenti rispetto al budget; i limiti connessi alle modalità di costruzione dei dati relativi al ramo di azienda di Lactalis International conferito in LINT (quali ad esempio indicati alla pagina 17 nella E&Y *Vendor Due Diligence* o alla pagina 5 della Financial *due diligence* condotta per conto dell'acquirente da Pricewaterhousecooper).

Tuttavia, il primo dei due elementi sopra menzionati trova un significativo rimedio nel meccanismo contrattuale di determinazione del prezzo, nonché nella impostazione accolta nella presente Valutazione. Infatti il fatto che, a termini del contratto, il prezzo definitivo venga individuato non già in base ai dati di budget, ma esclusivamente in base ai dati consuntivi del 2012, riduce l'importanza di disporre di un dato andamentale puntuale e motivato alla data

di riferimento della Valutazione. Inoltre, come si è chiarito nel corso della relazione, i dati del Piano 2012 -2014 (e dunque anche il primo anno di budget), validato da BCG, sono stati impiegati nella presente stima, solamente ai fini della determinazione del valore di acquisizione in base alla strategia intenzionale e non anche nella determinazione del valore di acquisizione in base alla strategia operante. Quest'ultimo, in particolare, è stato ottenuto (oltre che con il metodo dell'UDCF applicato a flussi diversi da quelli di Piano) anche con il metodo dei multipli applicati ai dati consuntivi del 2011 e non ai dati *expected* del 2012.

Per quanto riguarda, invece, il secondo elemento di incertezza (i limiti nei dati contabili di LINT), pare agli scriventi che lo stesso trovi rimedio, quantomeno parziale, nel meccanismo contrattuale di definizione del prezzo. Infatti quest'ultimo è basato su dati consuntivi (relativi all'anno 2012) oggetto di apposite verifiche e, perciò, ragionevolmente esenti dai limiti sopra indicati. Quanto, poi, al fatto che tali limiti possano, invece, aver influenzato la stima del valore di acquisizione in base alla strategia operante (ottenuto mediante l'applicazione del metodo dei multipli all'EBITDA 2011 e sulla base di flussi di cassa che muovevano da quelli storici) e di quello connesso alla strategia intenzionale (ottenuto sulla base di flussi di cassa che muovevano da quelli storici) vi è da dire che l'incidenza del valore di LINT sul valore complessivo risulta modesta (nell'intorno del 5%), sicché anche un suo eventuale ridimensionamento (all'esito dei risultati consuntivi del 2012) non porterebbe a modificare il senso delle conclusioni raggiunte.

Il giudizio conclusivo sul prezzo negoziato

9.7 Posto che alla data di riferimento della Valutazione il prezzo definitivo degli *asset* compravenduti non era ancora stato individuato, la valutazione degli scriventi si è incentrata sugli elementi che all'epoca erano stati effettivamente concordati e, in particolare: l'intervallo di valori all'interno del quale l'*Enterprise Value* si sarebbe dovuto, poi, collocare e il meccanismo che

avrebbe dovuto essere utilizzato per individuare il prezzo all'interno di tale intervallo.

9.8 Riguardo a tali elementi si osserva che:

- ✓ la ragionevolezza del valore negoziato come estremo inferiore di tale intervallo, fissato in USD 760 mln, trova conferma nel *range* espressivo del valore di acquisizione delle due società in base alla strategia operante. Infatti, risulta che il valore che Parmalat avrebbe, comunque, dovuto come minimo riconoscere al venditore, ossia a prescindere dal miglioramento delle *performance* previsto a Piano per il 2012, si colloca al di sotto del valore di acquisizione attribuibile a tali società sul fondamento della loro strategia operante e delle relative prospettive di miglioramento;
- ✓ la ragionevolezza del valore negoziato come estremo superiore di tale intervallo, fissato in USD 960 mln, trova conferma nel *range* espressivo del valore di acquisizione delle due società sul fondamento della loro strategia intenzionale. Infatti, risulta che il valore che Parmalat avrebbe potuto riconoscere come massimo, ossia in ipotesi di miglioramenti realizzati nel corso del 2012 addirittura superiori a quelli previsti a Piano, si colloca al di sotto del valore di acquisizione che LAG e LINT avevano, alla data di riferimento, in base all'andamento prospettato nel Piano medesimo;
- ✓ in sintesi, gli Amministratori hanno fissato una soglia minima di prezzo che era giustificata dai risultati delle società anche a prescindere dai miglioramenti prospettati nel *Business Plan*, tutelandosi così dal rischio che nel 2012 e negli anni successivi questi non venissero effettivamente conseguiti, e una soglia massima che avrebbe consentito loro, nel caso in cui le società si fossero effettivamente avviate lungo il sentiero di miglioramento delle *performance* previsto a Piano, di non pagare un prezzo maggiore del valore che tale nuova strategia avrebbe potuto assicurare;

- ✓ la ragionevolezza, infine, del meccanismo di individuazione del valore effettivo – basato sull'applicazione di un multiplo di 9,5 volte all'EBITDA consuntivo del 2012 – trova conferma nel *range* dei multipli che alla data di riferimento potevano essere desunti dal mercato e dall'analisi di transazioni comparabili. E' bene ricordare che tale riscontro si fonda su due assunti, peraltro pacifici nella prassi e nella dottrina:
  - i) i multipli da considerare nell'ambito delle operazioni di acquisizione sono rappresentati dai multipli relativi alle transazioni comparabili e ai multipli di mercato rettificati per un coefficiente espressivo del c.d. premio di acquisizione;
  - ii) il valore dei multipli, la cui determinazione viene sostanzialmente rimessa al mercato sulla base di un criterio analogico, riflette in realtà il valore e la dinamica di taluni fondamentali parametri di ambiente o di azienda[84]. Di conseguenza, in uno scenario di ambiente e di settore sufficientemente stabile, è ragionevole attendersi ed ipotizzare che il valore di un multiplo (nel caso in questione il multiplo $EV/EBITDA_{t-1}$ o corrente) presenti un andamento tendenzialmente stabile nel tempo attorno al suo valore medio. In altri termini, in assenza di variazioni strutturali dei parametri fondamentali che spiegano valore e dinamica del multiplo in questione[85], è ragionevole ipotizzare che la grandezza espressa per tale multiplo alla data di riferimento possa approssimare quella che lo stesso multiplo avrebbe potuto

[84] In particolare, si tratta dei seguenti parametri: il costo del capitale, la crescita attesa nel medio termine, l'aliquota fiscale e il rapporto tra ammortamenti ed EBITDA (in tal senso ad esempio, Massari M., Zanetti L., Valutazione finanziaria, 2004, McGraw-Hill, pag. 249).

[85] Come si è avuto modo di precisare tra l'altro, nel parere reso in data 26 ottobre 2012 sui metodi e sui parametri valutativi adottati da Mediobanca nelle valutazioni di LAG e LINT, per quanto emerso dall'analisi della documentazione esaminata e da altri informazioni disponibili, alla data di riferimento della presente Valutazione secondo gli scriventi, non vi erano elementi di ambiente e di settore tali da far ritenere probabile una rilevante variazione nei parametri fondamentali che spiegano valore e dinamica del multiplo (EV/EBITDA) e, dunque, era ragionevole in quel quadro assumere una relativa stabilità del parametro ($EV/EBITDA_{201x-1}$), ipotizzando quindi che lo stesso avrebbe continuato a mostrare valori medi e mediani analoghi a quelli rilevati nel maggio del 2012.

assumere quando, nel corso del 2013, si fosse dovuto procedere ad applicarlo alla grandezza dell'EBITDA consuntivo 2012;

- ✓ ad ulteriore conforto della ragionevolezza del multiplo selezionato, occorre segnalare che l'art. 2.2.5 del contratto prevede che l'EBITDA consuntivo del 2012 sia calcolato al netto delle spese di *marketing* previste a *budget* o "*in any case, in the ordinary course of business and in accordance with the best management practices*". Poiché il Piano 2012 prevede, nell'ambito del processo di transizione verso la nuova strategia, un forte incremento delle spese di *marketing* (all'incirca USD 16,7 mln), il multiplo di 9,5x viene applicato ad una grandezza che comunque deve scontare l'effetto di tale impegnativo sforzo.

9.9 Pertanto, chi scrive, con i limiti indicati al § 1. e richiamate le difficoltà estimative segnalate al § 5 e al § 9.4, ritiene che il meccanismo di determinazione del prezzo di acquisto di LAG e LINT da parte di Parmalat possa essere giudicato congruo e ragionevole nel profilo economico.

Milano, 14 giugno 2013

Prof. Angelo Provasoli

Prof. Pietro Mazzola

PARTNERS
CONSULENTI E PROFESSIONISTI ASSOCIATI

- Allegato 1 -

PARTNERS
CONSULENTI E PROFESSIONISTI ASSOCIATI

- Allegato 2 -