



## Il collegio sindacale

### Relazione ex art. 2408, secondo comma, cod.civ. del Collegio sindacale all'Assemblea di Parmalat S.p.A.

#### Premessa

La presente relazione completa la Relazione ex art. 2408 cod. civ. (la Prima Relazione) già presentata dal Collegio sindacale di Parmalat all'assemblea della società tenutasi in data 29 aprile 2016, con cui il Collegio riferiva sulle indagini sino ad allora compiute relativamente ai fatti esposti nella denuncia presentata in data 7 marzo 2016 da Amber Capital UK LLP (la Denuncia).

Il testo della presente Relazione è stato elaborato e discusso nel corso di diverse riunioni del Collegio e formalmente approvato dal Collegio stesso a maggioranza nella seduta del 6 febbraio 2017, dove è stato registrato il dissenso e il voto contrario del Presidente del Collegio. I motivi di tale dissenso sono illustrati in calce alla presente relazione, dove sono altresì indicati oggetto e termini del dissenso stesso.

Ciò premesso, il Collegio ricorda anzitutto che le censure del denunziante riguardano soprattutto eventi, direttamente o indirettamente, connessi all'acquisizione da parte di Parmalat s.p.a. dell'intero capitale sociale di Lactalis American Group Inc. (LAG) nonché di Lactalis do Brasil e di Lactalis Alimentos Mexico (LINT), avvenuta in data 3 luglio 2012, acquisizione costituente una operazione tra parti correlate, dato il controllo esercitato dal venditore, il gruppo Lactalis (BSA), sull'acquirente Parmalat.

Con riferimento a tale operazione il denunziante lamenta (p. 30 della Denuncia) che "... Parmalat, a causa delle penetranti direttive del socio di maggioranza, ha patito ingenti danni a tutto vantaggio di BSA/Lactalis, sia quando la liquidità è stata concentrata nel *cash pooling*, sia quando Parmalat ha pagato un prezzo manifestamente eccessivo per l'acquisto di LAG/LINT, sia infine quando il *management* ha deciso di tagliare le spese di marketing". Alla luce di queste premesse il denunziante censura il fatto che il Consiglio di Amministrazione di Parmalat in carica non si sia ancora attivato per ottenere il ristoro degli ingenti danni patiti dalla società.

Nella già ricordata relazione all'assemblea del 29 aprile 2016 il Collegio procedeva ad un esame dei vari fatti indicati nella denuncia seguendo pedissequamente il filo della denuncia stessa, in modo da porre in evidenza tutte le questioni sollevate dal ricorrente. Con riferimento ad alcune di esse il Collegio riteneva di essere già allora in grado di esprimere una propria valutazione, mentre per altre segnalava la necessità di ulteriori approfondimenti.

Successivamente alla indicata data del 29 aprile 2016, il Collegio ha proceduto nella sua attività di riscontro delle censure contenute nella Denuncia, ha approfondito alcune indagini che non era stato in precedenza possibile portare a compimento e ha esaminato alcuni fatti di cui non era stato possibile dare pienamente conto nella Prima Relazione.



## Il collegio sindacale

Nel frattempo il Collegio ha ricevuto anche una integrazione di denuncia ex art. 2408 cod. civ. in data 21 settembre 2016 (Integrazione di Denuncia), proveniente dallo stesso denunciante e contenente alcune puntualizzazioni ed approfondimenti relativi sostanzialmente agli stessi eventi già stigmatizzati nella denuncia originaria.

Le indagini hanno richiesto un laborioso riesame di numerosi e complessi documenti e una serie di valutazioni, anche di natura tecnico-finanziaria, dei fatti cui detti documenti si riferiscono. Tali indagini sono state compiute con l'ausilio dei due esperti indipendenti la cui nomina era stata dal Collegio sollecitata alla società nelle persone del Prof. Maurizio Dallochio (Prof. Dallochio), Professore di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Prof. Francesco Denozza (Prof. Denozza), Professore di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano.

La parte più strettamente tecnica e fattuale di tali indagini, condotte con il costante intervento di direzione e indirizzo del Collegio, è sfociata nella compilazione di una relazione redatta dal Prof. Dallochio (Analisi conclusiva), che completa una prima, provvisoria, relazione in data 27 aprile 2016, già effettuata dallo stesso Prof. Dallochio e allegata alla Prima Relazione. Detta Analisi conclusiva viene a sua volta allegata alla presente relazione, di cui deve essere considerata parte integrante.

Alla luce dei risultati cui sono pervenute le indagini di cui sopra il Collegio ritiene di potere riferire all'assemblea dei soci di Parmalat quanto segue.

### **Cash Pooling**

Con riferimento all'operazione di *cash pooling* la Denuncia di Amber lamenta che l'operazione imposta a Parmalat dalla controllante avrebbe creato alla società un danno, pari a svariati milioni di Euro, derivante dalla differenza tra il rendimento ottenuto dal *cash pooling* e quello che avrebbe potuto ottenere da investimenti alternativi.

Sempre in connessione con il tema dell'investimento della liquidità, Amber prospetta inoltre, punto ripreso e ribadito nella Integrazione di Denuncia (pag.2), la possibilità che Parmalat abbia subito un ulteriore danno, sempre in forma di mancato guadagno, in conseguenza della "decisione di non reinvestire - a partire dal mese di giugno del 2011 - una parte della liquidità in previsione del *cash pooling* prima e, successivamente a partire dal secondo trimestre 2012, in attesa che la liquidità fosse utilizzata per finanziare l'acquisizione di LAG".

L'analisi condotta nella relazione del Prof. Dallochio in data 27 aprile 2016, allegata alla Prima Relazione di questo Collegio all'assemblea, aveva confrontato i rendimenti rinvenuti dall'adesione di Parmalat al contratto di *cash pooling* con quegli investimenti alternativi cui Parmalat avrebbe potuto in prima istanza accedere, in coerenza con la propria precedente politica di tesoreria. Tale analisi evidenziava che "a parità di orizzonte temporale di riferimento ed a parità di movimentazioni di liquidità in entrata ed in uscita, l'investimento diretto nel *cash pooling* non ha generato alcun pregiudizio economico per la Società".

Successivamente, l'analisi è stata approfondita, ampliando l'orizzonte temporale considerato nella precedente relazione al periodo dicembre 2010 – settembre 2011 e al periodo luglio 2012 - dicembre 2012, e incentrando l'analisi su sotto-periodi mensili e non più (come nella precedente relazione del 27



## Il collegio sindacale

aprile 2016) su valorizzazioni medie calcolate per l'intero periodo di adesione al *cash pooling*.

Riassumendo i risultati più significativi raggiunti in questa nuova analisi (dettagliati nella allegata Analisi conclusiva) si può rilevare che:

- i titoli di Stato francesi e tedeschi hanno costantemente raggiunto rendimenti inferiori rispetto al rendimento realizzato attraverso l'investimento in *cash pooling*;
- il portafoglio di conti correnti e depositi a vista (*Liquidity*) in cui Parmalat ha comunque investito liquidità nel periodo considerato hanno avuto, nel periodo dall'ottobre 2011 fino al febbraio 2012, rendimenti inferiori a quelli che la società ha ottenuto dall'investimento in *cash pooling*;
- i depositi a breve termine (*Investment*) in cui Parmalat ha mantenuto investite risorse anche nel periodo di esistenza del *cash pooling* hanno avuto rendimenti superiori a quelli garantiti da quest'ultimo a partire dal gennaio 2012 e fino all'estinzione di quest'ultimo.

Ciò premesso, l'allegata Analisi conclusiva procede al confronto tra i rendimenti ottenuti con l'investimento in *cash pooling* (pari a 16,3 milioni, dal 17 ottobre 2011 fino al 4 luglio del 2012<sup>1</sup>) e i rendimenti che si sarebbero potuti ottenere ipotizzando di investire, con una logica di ricerca di rendimenti ottimali, il saldo del *cash pooling* oltre che nel *cash pooling* stesso, alternativamente *Liquidity*, ovvero in *Investment* (in cui la Società ha effettivamente investito).

Dal confronto è emerso che tra il rendimento ottenuto dal *cash pooling*, e quello che si sarebbe potuto ottenere da una gestione ottimale ispirata dalla logica di cui sopra, esiste una differenza a favore di quest'ultimo per un ammontare pari a 4,3 milioni di Euro, somma che rappresenta il maggiore rendimento potenziale che Parmalat avrebbe potuto ottenere se non fosse stata vincolata al *cash pooling*, e, dunque, anche il danno arrecato al patrimonio della società dalla scelta di ricorrere all'investimento in *cash pooling*.

Sulla base delle analisi compiute dai consulenti del Collegio di cui si è dato or ora conto, sembra che la suddetta somma di 4,3 milioni di Euro possa rappresentare un danno risarcibile, di cui Parmalat può chiedere ristoro a coloro che lo hanno arrecato. Non sembra dubbio, infatti, che la decisione di impegnare la liquidità nel *cash pooling* sia stata assunta in conformità ad un preciso impulso della controllante e per assecondare la realizzazione di una politica rispondente alle esigenze di quest'ultima. Altrettanto certo sembra, inoltre, che la dannosità per Parmalat di questa decisione non potesse sfuggire né alla società controllante, né a coloro che all'interno di Parmalat avallarono la decisione stessa. Sembra pertanto che esistano i presupposti giuridici e fattuali per il potenziale esercizio di un'azione di risarcimento del danno subito dalla società e che sia perciò un preciso dovere del Consiglio di Amministrazione in carica, quello di porre in essere tutte le iniziative opportune al fine di ottenere il risarcimento del danno subito dalla società, nei confronti di tutti i soggetti responsabili.

Qualche profilo di maggiore delicatezza riveste un'ulteriore questione anch'essa analizzata nella Analisi conclusiva allegata. Si tratta del tema del possibile investimento della liquidità in titoli di Stato italiani. Come sottolineato in detta Analisi conclusiva, il ricorso ad un simile investimento avrebbe consentito a Parmalat di ottenere rendimenti ancora superiori rispetto ai 4,3 milioni di Euro di cui si è dato conto

<sup>1</sup> E non fino al 29 gennaio, come riportato, a causa di un errore materiale, a pag. 21 della relazione in data 27 aprile 2016 allegata alla Prima Relazione del Collegio.



## Il collegio sindacale

pocanzi. A titolo puramente indicativo, nella relazione allegata viene ipotizzato un investimento in titoli di Stato italiani contenuto, in ossequio all'ovvio canone della differenziazione del rischio, nei limiti di una percentuale non superiore al quarto della liquidità disponibile. Ciò che emerge dal confronto con questa ipotesi, è che il rendimento che la società avrebbe conseguito sarebbe risultato in questo caso superiore a quello ottenuto con il *cash pooling* per un ammontare pari a 5,9 milioni di Euro.

Motivi di riflessione nascono però qui dal fatto che l'investimento in titoli di Stato italiani fu sostanzialmente trascurato da Parmalat nel periodo considerato. Non si tratta perciò di confrontare qui il rendimento del *cash pooling* con quello di altri investimenti pur praticati dalla società, ma di ipotizzare che una diligente gestione della tesoreria avrebbe dovuto imporre alla società il ricorso ad una forma di investimento cui essa, nel periodo in esame, non aveva mai ritenuto di ricorrere in misura rilevante e che presentava elementi di rischio affatto peculiari.

Va considerato, infatti, che i titoli di Stato italiani presentavano all'epoca, a fronte di un elevato rendimento, un correlativamente elevato grado di rischiosità, grado di rischiosità implicito nell'altezza dello *spread* sin almeno dall'autunno 2011, e che trovò nel gennaio 2012 ufficiale riconoscimento in una decisiva diminuzione del loro merito di credito decretata dalle agenzie di *rating*. È quindi lecito chiedersi se in una prospettiva che deve essere necessariamente *ex ante* (deve cioè considerare la situazione quale si presentava all'epoca, con le informazioni allora disponibili e non quale può essere osservata oggi a posteriori) possa essere lecito sindacare il fatto che sia stata sostanzialmente ignorata la possibilità di investimento in titoli di Stato italiani.

Il problema nasce ovviamente dalla presenza dei già illustrati conflitti di interesse. In condizioni normali (in assenza cioè di conflitti) è probabilmente da ritenere che una scelta come quella compiuta nella gestione della tesoreria di Parmalat sarebbe coperta dalla c.d. *business judgment rule*. Sarebbe cioè da considerare come non sindacabile a posteriori la scelta di non collocare liquidità in un investimento che all'epoca ben poteva (e in parte, dati i giudizi delle agenzie di rating, doveva) essere considerato alquanto rischioso.

Il ricorso al principio della non sindacabilità a posteriori sembra però che nella specie sia, come si è detto, escluso dalla presenza del conflitto di interessi e dalla conseguente impossibilità di presumere un esercizio imparziale della discrezionalità gestionale di competenza degli amministratori.

Resta però d'altro canto discutibile la possibilità di accollare agli amministratori dell'epoca la responsabilità non solo per i danni alla società che avrebbero potuto evitare usando la diligenza dell'avveduto tesoriere, ma anche quella per i guadagni non conseguiti in conseguenza dell'omissione di un comportamento (investimento di una parte rilevante della liquidità a disposizione in titoli di Stato italiani) che un avveduto tesoriere ben avrebbe potuto decidere di non seguire.

Oltre al danno derivato alla società dal ricorso al *cash pooling*, il denunziante prospetta anche, come si è anticipato, l'eventualità che ulteriori danni siano derivati a Parmalat dalla cattiva gestione (o meglio, nella prospettazione della denuncia, dalla mancata gestione) della liquidità, che si sarebbe verificata sia nel periodo antecedente la stipulazione dell'accordo di *cash pooling* (deliberata il 6 ottobre 2011) dove la cattiva gestione sarebbe stata provocata proprio dalla prospettiva (imposta dalla controllante) di preparare la società ad accettare ed eseguire tale accordo, sia, successivamente, nel periodo intercorrente tra la progressiva smobilizzazione del *cash pooling* (iniziata con due prelievi in data



## Il collegio sindacale

rispettivamente del 9 maggio e del 22 giugno 2012) e il momento dell'acquisto di LAG/LINT (cattiva gestione che sarebbe stata anche qui determinata dalla controllante e dall'interesse di quest'ultima a che Parmalat tenesse la sua liquidità pronta ad essere impiegata nell'acquisto di LAG dalla controllante stessa).

Alla luce delle analisi effettuate, e del modo in cui è stato calcolato il danno subito da Parmalat, si può peraltro escludere la configurabilità di una autonoma voce di danno ulteriore rispetto a quella già riscontrata e di cui si è dato conto pocanzi. In effetti il danno derivante dal non avere ritirato, e avere lasciato invece nel *cash pooling*, le somme destinate a pagare il prezzo convenuto per l'acquisizione di LAG/LINT è già conteggiato nei 4,3 (5,9) milioni di cui si è detto.

Quanto al periodo precedente (dicembre 2010 - settembre 2011), come risulta dalla nota 7 dell'Analisi conclusiva allegata, il differenziale di rendimento tra *Investment*, da una parte, e *Liquidity*, dall'altra, è stato, nel periodo considerato, molto modesto o addirittura nullo.

### La clausola di aggiustamento del prezzo e la sua effettiva applicazione

Il contratto di vendita di LAG/LINT conteneva, all'art. 2.3, una clausola denominata di *Price Adjustment*. In tale clausola si ricorda che le parti hanno concordato il prezzo di acquisto di LAG/LINT sul presupposto di un EBITDA realizzato, dalle società vendute, al 31 dicembre 2012, pari a 95,2 milioni di dollari e quindi di un *Enterprise Value* delle stesse società pari a 904 milioni di dollari, valore ottenuto moltiplicando l'indicato EBITDA (95,2 milioni) per un coefficiente pari a 9,5. La clausola provvede poi a definire in generale la nozione di *Enterprise Value*, identificato con l'EBITDA delle società per l'anno fiscale chiuso al 31 dicembre 2012 moltiplicato per 9,5.

La nozione di EBITDA (insieme a quella di EBIT) è a sua volta definita dalla stessa clausola, mentre la precedente clausola 2.2.5 stabilisce, anche ai fini del calcolo dell'EBITDA al 31 dicembre 2012, che le parti riconoscono e concordano che le spese di marketing devono essere realizzate in coerenza con il *business plan*, o in ogni caso "*in the ordinary course of business*" e "*in accordance with the best management practices*".

Il contratto stabilisce infine che se l'ammontare dell'*Enterprise Value*, calcolato applicando il moltiplicatore pari a 9,5 all'EBITDA conseguito al 31 dicembre 2012 ricalcolato nel rispetto dei criteri fissati dalla clausola di aggiustamento prezzo e alla luce del precedente art. 2.2.5, avesse ad essere diverso da 904 milioni di dollari, il prezzo di acquisto sarà coerentemente modificato per riflettere l'effettivo valore d'impresa delle società, con il limite per cui non si sarebbe tenuto conto di un valore d'impresa superiore a 960 milioni e di uno inferiore a 760 milioni. In pratica era quindi previsto che il venditore non potesse ottenere un aggiustamento in aumento superiore a 56 milioni e il compratore uno in diminuzione superiore a 144 milioni.

La questione dell'aggiustamento prezzo viene qui in rilievo sotto due distinti profili. Il primo attiene alla stessa formulazione della clausola e, in particolare, alla parte di essa in cui viene fissato un limite massimo alla correzione del prezzo che può essere richiesta dal compratore. Il dubbio al riguardo nasce dalle condizioni in cui il contratto di vendita di LAG/LINT venne stipulato, e in particolare dalla considerazione del conclamato conflitto di interessi per conto della controllante venditrice in cui si



## Il collegio sindacale

trovavano amministratori di Parmalat che gestivano l'operazione. Questa circostanza autorizza il sospetto - esplicitamente sollevato dal denunciante - che la clausola in questione ponesse alla correzione del prezzo che poteva essere richiesta da Parmalat un limite massimo non ragionevole, che non sarebbe stato accettato in una contrattazione tra parti completamente indipendenti, ed idoneo a creare le condizioni per un potenziale danno al patrimonio di Parmalat stessa.

Il secondo profilo di potenziale rilevanza dell'aggiustamento attiene alla concreta applicazione che venne data alla clausola e che condusse ad un accordo in base al quale l'aggiustamento comportò la restituzione a Parmalat di un ammontare pari a 130 milioni, a fronte di 144 milioni che erano stati richiesti da Parmalat e che erano previsti dalla clausola contrattuale come l'ammontare massimo della correzione del prezzo possibile a favore di Parmalat. Anche qui il denunciante avanza il sospetto che la transazione finale sull'aggiustamento prezzo (per un ammontare come si è detto pari a 130 milioni di dollari) possa essere stata contrattata non nel migliore interesse di Parmalat, ma per favorire invece la controllante venditrice.

Entrambi i profili rinviando a situazioni oramai completamente esaurite e, nel complesso, note.

La prospettiva di potenziali gravi irregolarità riguarda perciò anche qui non i fatti in sé considerati, ma l'eventuale omissione da parte dell'attuale organo amministrativo di Parmalat, dell'esercizio di azioni risarcitorie a favore della società, di cui ricorrano tutti i presupposti di fatto e di diritto.

Esaminando la questione da questo punto di vista, e cominciando dall'analisi del secondo profilo (modalità dell'effettiva applicazione della clausola di aggiustamento del prezzo), va anzitutto notato, sul piano formale, che alla trattativa (relativa alla determinazione dell'aggiustamento del prezzo) con la venditrice, Parmalat applicò la procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di amministrazione di Parmalat dell'11 novembre 2010 e che alla trattativa stessa prese anche parte il Prof. Angelo Manaresi, Commissario *ad acta* nominato dal Tribunale di Parma con decreto in data 28 marzo 2013, con il compito, tra l'altro, di compiere una serie di verifiche rilevanti ai fini dello svolgimento della procedura di aggiustamento del prezzo di acquisto di LAG/LINT e di affiancare i consulenti nominati da Parmalat per assisterla in detta procedura.

Sul piano sostanziale si trattava di valutare l'EBITDA risultante dai bilanci, procedere alla eventuale correzione dello stesso in base ai criteri desumibili dalla definizione convenzionale di EBITDA contenuta nella clausola di aggiustamento prezzo, pervenire in tal modo alla quantificazione dell'EBITDA (rispondente alla definizione contenuta nell'accordo di aggiustamento del prezzo) conseguito dalle società oggetto della vendita al 31 dicembre 2012 e di stabilire infine, mediante la moltiplicazione per il coefficiente di 9,5, l'entità dell'*Enterprise Value* e quella dell'eventuale aggiustamento dovuto, con i limiti di cui già si è detto, dall'acquirente al venditore o viceversa.

Di questa serie di passaggi il più delicato è ovviamente quello attinente alla "correzione" dell'EBITDA risultante dai bilanci e alla sua "trasformazione" in un EBITDA rispondente alla definizione contenuta nella clausola di aggiustamento del prezzo.

I fattori da cui dipendeva l'esito di questa operazione possono essere raggruppati in due categorie: le rettifiche di natura contabile e le altre rettifiche rese necessarie dallo scostamento delle spese di marketing effettivamente effettuate rispetto alle spese di marketing previste nel *business plan*.



## Il collegio sindacale

L'incarico di procedere ad una valutazione di questi fattori fu affidato dal Comitato per il Controllo interno, la gestione rischi e per la Corporate Governance e dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat a PricewaterhouseCoopers s.p.a. (PwC). Relativamente alle correzioni contabili, quest'ultima prendeva in considerazione l'EBITDA pro- forma determinato da LAG in 96,1 milioni (superiore dunque ai 95,1 presi nel contratto a base del calcolo del valore d'impresa) e riteneva di apportare a tale risultato correzioni contabili distinte in due categorie: correzioni imposte dal rispetto delle clausole 2.2 e 2.3 del contratto di acquisizione LAG/LINT (per un ammontare pari a 3,1 milioni di dollari) e correzioni relative ad altre questioni meritevoli di considerazione (per un ammontare pari a 1,7 milioni di dollari), per un totale complessivo di 4,8 milioni di dollari di correzioni contabili.

Relativamente alle spese di marketing PwC identificava uno scostamento negativo pari a complessivi 13,3 milioni di dollari.

La relazione di PwC veniva poi sottoposta al vaglio di un Collegio di Esperti Indipendenti (i Proff. Cattaneo, Andrei e Ziliotti) che era stato nominato in data 24 gennaio 2013 dal Comitato per il Controllo Interno e il 25 gennaio dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat. Nella sua relazione in data 30 aprile 2013, detto Collegio di Esperti, dopo accurata analisi delle valutazioni e delle conclusioni di PwC, riteneva corretto procedere ad una rideterminazione delle correzioni contabili in misura alquanto inferiore a quella complessivamente ritenuta da PwC, giungendo a rideterminare l'EBITDA convenzionale, ante analisi delle spese di marketing, in 92,2 milioni di dollari (v. pag. 54 della Relazione in data 30 aprile 2013).

Relativamente alle spese di marketing il Collegio degli Esperti riteneva di poter accogliere in via di principio l'argomento avanzato dal *management* di LAG/LINT in ordine ad una pretesa azione di razionalizzazione che avrebbe consentito di non interpretare efficienze per 2 milioni di dollari come una mancata realizzazione degli obiettivi.

Nel complesso il Collegio degli Esperti riteneva che l'aggiustamento complessivo dell'EBITDA a termini di contratto dovesse comportare un conguaglio di prezzo a favore di Parmalat per un ammontare pari a poco più di 134 milioni di dollari (pag. 82 della Relazione in data 30 aprile 2013).

Il parere degli Esperti indipendenti passava poi al vaglio del Comitato per il Controllo Interno il quale riteneva (Parere in data 10 maggio 2013, p. 17) di "aderire ad una interpretazione parzialmente difforme" da quella adottata dal Collegio degli Esperti e riesaminate varie voci, ritenuto che lo scostamento negativo delle spese di marketing andasse conteggiato per intero (13,3 milioni di dollari), determinava l'ammontare dell'EBITDA da prendere a base per il calcolo dell'aggiustamento del prezzo in 80,41 milioni di dollari, con un conseguente *Enterprise Value* pari a 763,89 milioni di dollari e un conguaglio a favore di Parmalat di circa 140 milioni di dollari.

In seguito a tale parere il Consiglio di Amministrazione di Parmalat deliberava, in data 10 maggio 2013, di inviare al venditore una richiesta, a titolo di aggiustamento del prezzo, di ammontare pari a 144 milioni di dollari, corrispondente al massimo consentito dalla clausola contrattuale relativa.

Seguivano trattative con la controparte e infine quest'ultima (con lettera in data 30 maggio 2013) si dichiarava disposta a versare a Parmalat la somma di 130 milioni di dollari, al fine di pervenire ad un definitivo accordo transattivo sulla questione relativa all'aggiustamento del prezzo.



## Il collegio sindacale

L'offerta passava anzitutto al vaglio del Comitato di Controllo Interno che riprendeva in esame le varie questioni controverse, le diverse argomentazioni della controparte al riguardo, e alla fine riteneva ragionevole apportare un'ulteriore correzione alla stima dell'*Enterprise Value*, elevato a 772,4 milioni di dollari, valore implicante una rettifica di prezzo di ammontare pari a circa 131,5 milioni.

Considerato lo scarto ormai pressoché trascurabile rispetto alla proposta della controparte, considerati i vantaggi di chiudere la questione senza ulteriori ritardi e senza dover affrontare il dispendioso e incerto giudizio del terzo arbitratore il cui intervento era previsto dal contratto come necessario per il caso di disaccordo tra le parti, il Comitato a maggioranza esprimeva parere favorevole all'accettazione dell'accordo transattivo proposto dalla controparte.

Nella stessa data, 30 maggio 2013, si riuniva anche il Consiglio di Amministrazione di Parmalat che deliberava, a maggioranza, di accettare l'offerta transattiva che ha comportato il versamento da parte del venditore a Parmalat della somma di 130 milioni di dollari a titolo di aggiustamento prezzo.

Così ricostruita, sia pure per sommi capi, la vicenda che ha condotto alla transazione sull'aggiustamento del prezzo, va ricordato che le riserve del denunziante riguardano sia il profilo attinente alla somma infine ottenuta, inferiore a quanto originariamente richiesto dalla società e al massimo contrattualmente previsto, sia il profilo attinente al fatto che il contratto avesse fissato un limite quantitativo alla possibilità per Parmalat di ottenere una rettifica del prezzo a proprio favore.

Il Collegio rileva anzitutto che il denunziante non porta argomenti specifici in grado di sostenere le tesi prospettate su nessuno dei due profili, né con riferimento, perciò, alla tesi per cui l'accettazione dell'offerta di 130 milioni di dollari in luogo dei 144 milioni di dollari originariamente previsti avrebbe comportato un concreto danno per Parmalat, né con riferimento a quella per cui la clausola di aggiustamento prezzo non sarebbe stata conforme alle normali prassi commerciali e avrebbe rappresentato invece uno stretto cappio illegittimamente imposto alla concretizzazione dei diritti di Parmalat.

In questa situazione il Collegio ritiene di poter rilevare che la possibilità di accettare la proposta transattiva venne attentamente vagliata dal Comitato per il Controllo Interno, prima ancora che dal Consiglio di Amministrazione, e che la decisione di dare parere favorevole all'accettazione risulta congruamente motivata, con adeguato e ragionevole bilanciamento di tutti gli effetti positivi e negativi per la società che avrebbero potuto derivare dalla scelta dell'una o dell'altra soluzione.

Questo sembra al Collegio sufficiente per ritenere che non sarebbe corretta una rivalutazione a posteriori di questa scelta discrezionale, tanto più in assenza, come si diceva, di specifiche censure all'uno o all'altro degli assunti su cui il Comitato ebbe a basare la sua decisione. Si può solo osservare, per completezza, che le pretese potenzialmente nascenti dalla clausola di aggiustamento del prezzo non sono ovviamente assimilabili, sul piano della certezza, a quelle nascenti dalla presenza di una obbligazione *ab origine* quantificata, e che la parte della clausola che fa riferimento al dato più facilmente accertabile (la differenza tra le spese di marketing programmate e quelle realmente effettuate) ha trovato nella specie piena applicazione con l'integrale conteggio del totale (13,3 milioni di dollari) di tutte le spese di marketing non effettuate.

Quanto all'altro profilo (pretesa irragionevolezza dei tetti posti dalla clausola alla possibilità di ottenere la correzione del prezzo, e in particolare del tetto che limita a 144 milioni di dollari la correzione possibile





## Il collegio sindacale

a favore di Parmalat) il Collegio, in assenza, come si è detto, di argomentazioni del denunciante sul punto, non vede nella formulazione della clausola particolari profili di irragionevolezza che possano indurre a considerarla come concepita in danno di Parmalat.

Muovendosi anzitutto su un piano generale, sembra possibile osservare che l'apposizione di limiti ben può normalmente trovare ragionevole giustificazione nella volontà delle parti di limitare il rischio che un meccanismo automatico e incontrollabile, il cui operare dipende da eventi futuri ed incerti, costringa una di loro a pagare (o, rispettivamente, l'altra a ricevere) un prezzo al quale non sarebbe stata in nessun caso disposta a comprare (o, rispettivamente, a vendere) il bene in questione (si pensi, nella specie, alla possibilità di eventi eccezionali e irripetibili idonei a determinare una anomala crescita, o una anomala decrescita, dell'EBITDA del 2012, destinata a non ripetersi negli anni successivi).

Con riferimento al caso specifico si può anche osservare che nessuna delle diverse stime della entità delle variabili rilevanti è pervenuta alla determinazione di valori che avrebbero potuto comportare una correzione di prezzo radicalmente e cospicuamente superiore al massimo contrattualmente previsto. Anzi, come già si è notato, la variabile meno incerta e quantitativamente più rilevante (la differenza nelle spese di marketing) è stata conteggiata per intero senza che ciò avesse a comportare alcun superamento del limite contrattualmente previsto.

Sembra in conclusione, e in assenza di più puntuali osservazioni del denunciante al riguardo, che il limite posto dal contratto agli aggiustamenti di prezzo ammissibili non fosse in linea di massima irragionevole e comunque, che il limite posto all'aggiustamento che poteva essere chiesto da Parmalat non abbia giocato un ruolo rilevante nel determinare l'entità della correzione concordata ed effettivamente ottenuta dalla società.

### **Il taglio delle spese di marketing e le assunzioni alla base del *business plan* di LAG**

Il tema delle spese di marketing viene in rilievo anche da un altro punto di vista, là dove il denunciante lamenta che il *management* di Parmalat avrebbe agito in danno di Parmalat stessa "tagliando le spese di marketing correnti e cercando di mantenere un risultato - in termini di EBITDA - in linea con le previsioni, all'unico scopo da un lato di celare i cattivi risultati di LAG e l'evidente irrealizzabilità - a soli 5 mesi dall'acquisizione - delle assunzioni a base del *business plan* di LAG, e dall'altro, di evitare a Lactalis di dover corrispondere un saldo prezzo ai sensi di contratto."

Se ben si intende il riferimento ai cattivi risultati di LAG e alle assunzioni del *business plan*, il denunciante sembra qui adombrare un collegamento nel senso che la riduzione delle spese di marketing al disotto del preventivato, sarebbe stata motivata non da ragioni di strategia aziendale di mercato, ma dallo scopo di evitare un'enfaticizzazione degli scostamenti tra il piano e i risultati effettivi, scostamenti che avrebbero potuto indurre a dubitare della ragionevolezza delle assunzioni poste a base del piano stesso, con conseguente possibile ulteriore aggiustamento di prezzo in favore di Parmalat e a danno della controllante venditrice.

Questa prospettazione del denunciante (se effettivamente da intendere nel senso qui ipotizzato) sembra oggi essere resa poco credibile dagli accertamenti relativi alla ragionevolezza delle assunzioni del *business plan* che sono stati nel frattempo compiuti. In particolare il Prof. Mario Massari nel suo parere



## **Il collegio sindacale**

in data 18 marzo 2016 rileva (par. 9.11) che “ a parere di chi scrive non si ravvisano elementi oggettivi per affermare che le proiezioni (di piano) contenute nella VDD siano irragionevoli ...”.

Accantonato questo aspetto (ragionevolezza delle ipotesi del piano) della questione, la censura del denunziante si appunta sul fatto in sé della scelta del *management* di Parmalat - LAG/LINT, di ridurre le spese di marketing al di sotto di quanto previsto nel piano, scelta di fatto attuata nel 2012 e negli anni seguenti fino al 2015.

La rimodulazione delle spese di marketing viene giustificata dall' A.D. e D.G. della società (lettera al collegio sindacale di Parmalat in data 15 aprile 2016) con la necessità di adattare la politica commerciale agli andamenti del prezzo del latte (un cui forte aumento riduce i margini e l'utilità delle spese di marketing) e con la valutazione di altre situazioni relative sia all'andamento del mercato, sia alle politiche commerciali più generali perseguite dalla società.

Il Collegio ritiene, alla luce delle ulteriori indagini svolte, i cui risultati sono dettagliatamente esposti nella Analisi conclusiva allegata (par. 5, pag. 64 ss.) che non esistano allo stato motivi per mettere in discussione la ragionevolezza delle scelte compiute dai *manager* di Parmalat - LAG/LINT, in ordine al dimensionamento delle spese di marketing.

Sembra importante sottolineare che l'andamento del prezzo del latte ha effettivamente subito fluttuazioni del tipo di quelle indicate dai manager a giustificazione delle loro scelte (p. 65 Analisi conclusiva allegata) e che i volumi di vendita mostrano dal 2009 al 2015 un *trend* di pressoché costante crescita (grafico 14).

Anche l'analisi comparata tra le spese di marketing effettuate da LAG/LINT e quelle effettuate dai concorrenti (grafico 18) non consente di rilevare anomalie posto che le spese di marketing di LAG/LINT espresse in misura percentuale rispetto ai ricavi realizzati dalla società in ogni anno tra il 2012 ed il 2015, risultano all'interno dei valori estremi fatti registrare dai concorrenti di Parmalat riscontrati.

### **L'operazione che ha condotto all'acquisto da parte di Parmalat dell'intero capitale sociale di LAG/ LINT**

La questione principale intorno a cui ruotano molti dei fatti oggetto della Denuncia riguarda, come si è già ricordato, la vendita a Parmalat delle società LAG/LINT da parte della controllante della stessa Parmalat.

Il denunziante riprende a questo riguardo molti fatti e problemi che furono già esaminati nel corso del procedimento ex art. 2409 cod. civ., aggiungendo nuovi particolari e nuove osservazioni.

Le censure riguardano sia il processo decisionale, e il suo esito, che condussero Parmalat ad optare per l'acquisto di LAG/LINT, sia il modo in cui venne condotta da Parmalat la trattativa (che sfociò in data 3 luglio 2012 nella stipulazione del contratto avente ad oggetto l'acquisto da parte di Parmalat dell'intero capitale di LAG/LINT al prezzo, come si è visto, di 904 milioni di dollari salva la possibilità di aggiustamento di cui si è già parlato) sia, infine, il contenuto del contratto stesso e in particolare l'ammontare del prezzo pattuito e pagato da Parmalat.

Sul primo punto (decisione di investire le risorse liquide di Parmalat nell'acquisto di LAG/LINT) il Collegio ha già osservato nella sua Prima Relazione di non avere trovato agli atti alcun elemento in grado di



## Il collegio sindacale

giustificare una censura di tale decisione in sé considerata e che neppure il denunciante ha offerto alcuna specifica indicazione in questo senso.

Sul secondo aspetto (modalità di svolgimento della trattativa) il denunciante sottolinea la gravità di alcuni comportamenti di componenti gli organi amministrativi o di dipendenti di Parmalat, nonché dello stesso *advisor* (Mediobanca) nominato per assistere il Comitato per il Controllo Interno, comportamenti tutti volti a favorire un esito della trattativa più favorevole, soprattutto per quanto attiene alla valutazione dell'oggetto dell'acquisto e alla determinazione del prezzo, alla controparte venditrice che non alla società acquirente.

Alla descrizione di alcuni di tali comportamenti, già peraltro emersi nel corso della procedura *ex art. 2409* cod. civ., il denunciante aggiunge ulteriori particolari e circostanze volte a meglio precisare i meccanismi con cui questi comportamenti avrebbero potuto incidere sfavorevolmente (ovviamente dal punto di vista di Parmalat) sull'esito dell'accordo. Si ricordano, ad esempio, le pressioni esercitate su Mediobanca per indurla ad una valutazione dell'oggetto dell'acquisto superiore a quelle emerse in sede di prima approssimazione al tema, oppure l'enfatizzazione delle sinergie che l'operazione avrebbe consentito di realizzare, il tutto sempre nella stessa direzione di esagerare la convenienza dell'operazione per Parmalat, creando così la possibilità di giustificare il pagamento di prezzi potenzialmente eccessivi rispetto ai valori reali.

Quanto al terzo punto, va ricordato che la questione relativa alla congruità del prezzo pagato da Parmalat per l'acquisto di LAG/LINT è già stata oggetto di ampia disamina e del pronunziamento di vari esperti. Il denunciante, senza entrare nel merito delle precedenti stime e senza addurre elementi di valutazione ulteriori rispetto a quelli già presi in considerazione in dette stime, assume che il prezzo pagato da Parmalat sarebbe stato eccessivo e che la società dovrebbe assumere appropriate iniziative al fine di ottenere ristoro dei danni subiti.

Con riferimento a tutte queste tre questioni sollevate dal denunciante, il Collegio ricorda ancora, anzitutto, che la vicenda in questione, e con essa i fatti oggetto delle censure del ricorrente, è oramai da tempo esaurita e che su di essa sono già stati compiuti numerosi e approfonditi accertamenti i cui risultati sono in larga misura a disposizione del pubblico. Riesaminando la questione dal punto di vista della potenziale esistenza di gravi irregolarità tuttora in atto, sembra al Collegio che l'unico profilo di irregolarità potenzialmente configurabile come in atto, riguardi l'esistenza di un danno subito dalla società per il quale gli amministratori attuali potrebbero attivare rimedi, e specialmente azioni di risarcimento danni, che invece omettono di attivare. In questa prospettiva la grave irregolarità attuale consisterebbe nella omissione dell'esercizio di azioni a tutela della società pur in presenza di presupposti di fatto e di diritto idonei a far ritenere le azioni stesse ragionevolmente fondate. Questa posizione sembra essere del resto implicitamente condivisa dallo stesso denunciante che a conclusione della Denuncia (p. 29) indica appunto come fatto censurabile sottoposto all'attenzione del Collegio il fatto che "il Consiglio di Amministrazione di Parmalat non si sia ancora attivato per ottenere il ristoro degli ingenti danni patiti".

L'affermazione dell'esistenza attuale di una grave irregolarità implica perciò un giudizio che non attiene semplicemente all'accertamento di fatti materiali, ma implica, invece, anche delicate e potenzialmente opinabili valutazioni di carattere giuridico.



## Il collegio sindacale

Ciò premesso, il Collegio ricorda che nella specie i presupposti di diritto per l'utile esercizio di azioni contro terzi sono notoriamente costituiti fondamentalmente da tre elementi: un comportamento illecito e colpevole, un danno subito dalla società e un nesso di causalità tra questi due elementi.

Come emerge dai precedenti accertamenti cui si è già accennato, corroborati dagli ulteriori elementi forniti dal denunziante Amber, la ricorrenza di comportamenti di amministratori dell'epoca, non corrispondenti agli obblighi che essi avevano nei confronti della società amministrata, sembra più che verosimile, se non addirittura certa.

Il problema si concentra perciò essenzialmente su quello che pocanzi abbiamo indicato come il terzo profilo di censura del ricorrente, e cioè quello relativo al pagamento da parte di Parmalat di un prezzo sproporzionato rispetto al valore del complesso di beni acquistato, profilo che nella prospettiva attuale si configura come assolutamente decisivo: in assenza della prova della ricorrenza della sproporzione, mancherebbe la prova dell'esistenza del danno per Parmalat e quindi risulterebbe assente uno dei presupposti essenziali per l'esercizio di qualsiasi azione risarcitoria.

All'esame di questo profilo è dedicato il prosieguo della presente relazione.

### La valutazione di LAG/LINT e il prezzo pagato per l'acquisto

Come si è già notato, e come è ben noto, LAG/LINT è stata in passato oggetto di numerose valutazioni che hanno dato esiti contrastanti, in misura anche rilevante. Il Collegio, come anticipato nella Prima Relazione, non ha ritenuto che fosse suo compito quello di procedere a commissionare una ennesima valutazione, ed ha ritenuto più opportuno procedere ad un riesame delle valutazioni già effettuate al fine di individuare i fattori che determinano i già ricordati contrasti nelle conclusioni. Tale esame ha comportato le diverse analisi che sono esposte nella Analisi conclusiva allegata, ad esito delle quali il Collegio ritiene pienamente giustificata la conclusione (par. 4.2.5) dettagliatamente argomentata nella suddetta Analisi conclusiva, in ordine al fatto che il prezzo definitivo (quello stabilito dopo l'applicazione della clausola di aggiustamento prezzo di cui si è già dato conto) pagato per l'acquisto di LAG/LINT non possa essere considerato irragionevole.

Questa conclusione sembra al Collegio non contestabile neppure prendendo in considerazione alcuni elementi specifici dell'operazione su cui il denunziante svolge particolari osservazioni volte a rinforzare la sua tesi in ordine all'eccessività del prezzo pagato da Parmalat. Si allude in particolare al tema delle sinergie (che il denunziante lamenta siano state, durante la trattativa che condusse alla definizione dei termini del contratto, enfatizzate in misura eccessiva proprio, come si è detto, allo scopo di giustificare il pagamento da parte di Parmalat di un prezzo più elevato) e a quello della durata dei contratti di licenza, la cui scadenza venne inopinatamente anticipata alla vigilia della conclusione del contratto.

Relativamente al tema delle **sinergie** il Collegio osserva che l'esistenza di sinergie tra Parmalat e LAG/LINT sembra essere in realtà fuori discussione. Come risulta dalla tabella 5 al par. 4.2.4 dell'Analisi conclusiva allegata, tutti gli esperti che hanno proceduto ad una valutazione dell'operazione hanno riconosciuto l'esistenza di sinergie. Come risulta poi dalla stessa tabella, l'ammontare dei diversi valori riconosciuti a dette sinergie dalle relazioni dei diversi esperti presenta (se si esclude una stima eccezionalmente bassa presente nella valutazione Montanari/Venturelli), una variabilità non eccessiva,



## Il collegio sindacale

con una differenza pari, in valori assoluti, a ventiquattro milioni tra quella minima (esclusa come si è detto, la valutazione Montanari/Venturelli) e quella massima ipotizzata.

Va anche notato che comunque i valori assoluti delle diverse valutazioni delle sinergie sono relativamente modesti in rapporto al totale del prezzo previsto in contratto, ragion per cui non sembra che l'enfasi (in ipotesi eccessiva) posta sulle sinergie durante le trattative possa avere avuto una apprezzabile influenza sulla determinazione del prezzo contrattuale finale.

Quanto al tema degli **accordi commerciali e contratti di licenza**, questo viene in rilievo sotto due profili. Il primo riguarda un fatto segnalato in una nota informativa della Guardia di Finanza, riportata dal denunciante (p. 27), dove si sottolinea che a poche ore dall'annuncio dell'acquisizione la durata dei contratti originariamente fissata in quaranta anni, venne dimezzata senza che l'impatto di tale riduzione fosse mai stato minimamente preso in considerazione ai fini della valutazione di LAG/LINT. Il secondo riguarda il fatto, anch'esso oggetto della stessa informativa della Guardia di Finanza ricordata dal denunciante, per cui, a ridosso della firma del contratto definitivo venne proposta l'introduzione di una pattuizione che prevedeva l'efficacia retroattiva degli accordi commerciali, a partire dall'inizio del 2012, allo scopo, secondo la valutazione della Guardia di Finanza condivisa dal denunciante, di influenzare l'EBITDA del 2012 che sarebbe in tal modo risultato più elevato con conseguente incidenza (in negativo per Parmalat) sull'applicazione della clausola di aggiustamento prezzo parametrata appunto all'entità dell'EBITDA effettivamente conseguito alla fine del 2012.

Relativamente alla prima questione (modifica della durata delle licenze) l'A.D. e D.G. della società ha sottolineato (lettera al Collegio sindacale in data 15 aprile 2016) come la riduzione della durata dei contratti sia stata accettata da Parmalat in cambio della garanzia che le licenze avrebbero continuato a valere anche in caso di uscita di Parmalat dalla sfera del gruppo Lactalis, a fronte di una richiesta iniziale del venditore nel senso della immediata scadenza dei contratti in caso di cambio di controllo di Parmalat o di LAG (lettera al Collegio sindacale in data 15 aprile 2016; successiva esibizione di alcune bozze contrattuali datate al maggio del 2012).

In ogni caso, con riferimento all'incidenza della modifica della durata dei contratti sulla valutazione di LAG/LINT e quindi sul prezzo pagato da Parmalat, si può rilevare che il punto è stato oggetto di considerazione nelle perizie, che, in alcuni casi, ne hanno stimato l'incidenza sul valore.

Oltre a ciò sembra convincente quanto osservato da alcuni esperti sia (Provasoli-Mazzola; Boston Consulting Group) in ordine all'improbabilità del mancato rinnovo alla scadenza, dati gli elevati costi di transizione (*switching costs*) che tale evento genererebbe per la licenziante, sia (Esperti indipendenti) in ordine alla possibilità per LAG di sviluppare nel corso di un arco di tempo ventennale prodotti alternativi a marchio proprio.

Quanto, infine, alla retrodatazione degli effetti, le decisioni di rendere retroattivi, a far data dal 1 gennaio 2012, sia i contratti di licenza di marchio stipulati in data 3 luglio 2012 tra LAG e il gruppo Lactalis, sia una parte del contratto di distribuzione stipulato in pari data tra LEA (controllata al cento per cento da LAG) e BSA, vengono giustificate dall' A.D. e D.G. di Parmalat (lettera al Collegio sindacale di Parmalat in data 15 aprile 2016) nel seguente modo. Quanto alla prima, rilevando che in realtà LAG utilizzava già allora i marchi oggetto di licenza in virtù di accordi di fatto non formalizzati per iscritto.



## **Il collegio sindacale**

Quanto alla seconda, rilevando che "... l'efficacia retroattiva data alla clausola del contratto di distribuzione ove si prevede che i profitti delle vendite di prodotti Lactalis sul continente americano, effettuate da Lactalis International, debbano essere effettivamente attribuiti e pagati a LAG nei medesimi termini e alle medesime condizioni previsti nel contratto di distribuzione" ... "consente di acquisire, insieme alle società, i risultati di un intero esercizio della attività anche in quei casi in cui le stesse non erano già societarizzate".

Sembra, a questo riguardo, al Collegio che l'osservazione della Guardia di Finanza e del denunciante in ordine al fatto che la retrodatazione degli effetti dei patti in questione ebbe ad aumentare l'EBITDA 2012 di LAG rispetto all'ammontare che sarebbe stato registrato in assenza della retroattività, sia esatta.

Sembra tuttavia, anche, che alla pattuizione in questione ben possa essere riconosciuta una logica coerente con i termini in cui si stava andando a concludere la transazione principale, e cioè l'acquisizione di LAG/LINT. In effetti, la capacità di produrre EBITDA che Parmalat andava acquisendo con l'acquisto della totalità delle azioni di LAG/LINT sarebbe stata corrispondente a quella assicurata dalla vigenza e applicazione dei vari accordi (sia quelli di licenza, sia quello di distribuzione) e non quella che LAG aveva prima della entrata in vigore degli accordi stessi. Poiché l'EBITDA contrattuale di riferimento era però quello dell'intero 2012, e non solo quello che sarebbe stato prodotto dopo la stipulazione e la naturale entrata in vigore degli accordi, sembra che l'anticipazione degli effetti potesse rispondere alla logica contrattuale di stimare il valore di LAG misurando la capacità che la relativa impresa avrebbe avuto di produrre annualmente reddito, una volta che fosse stata posta nelle condizioni definite dai vari accordi che venivano contestualmente stipulati.

### **Valutazioni conclusive sulla possibilità di provare e quantificare un danno subito da Parmalat in conseguenza dell'acquisizione di LAG/LINT e di promuovere azioni per ottenerne il risarcimento**

Il Collegio, non riuscendo ad intravedere la possibilità di ulteriori utili approfondimenti delle vicende narrate dal denunciante, ritiene di avere in tal modo esaurita l'indagine a lui demandata dall'art. 2408 cod. civ. sui fatti denunciati inerenti all'acquisizione di LAG/LINT.

Da questa indagine non emerge l'esistenza di quel "... evidente danno grave ed attuale" (pag. 30 della Denuncia) che secondo il denunciante imporrebbe alla società di agire nei confronti degli autori del danno.

Ciò premesso, procedendo comunque ad una valutazione dei fatti accertati dal punto di vista della possibilità di promuovere un'azione di risarcimento danni nei confronti dei soggetti responsabili (e, quindi, per quanto si è già detto, dell'eventuale esistenza di una grave irregolarità consistente nell'omissione della sua promozione) sembra al Collegio che in questa situazione la possibilità di provare e quantificare con ragionevole certezza l'esistenza di un danno consistente nel fatto di avere acquistato un bene pagandolo un prezzo sicuramente superiore al valore del bene stesso, sia piuttosto remota. L'ammontare del prezzo pagato rientra, come si è già detto, nella fascia dei valori ragionevolmente attribuibili a LAG/LINT e non è possibile stabilire con certezza l'esistenza e l'entità di un danno subito da Parmalat in conseguenza della detta acquisizione.



## **Il collegio sindacale**

Con questo giudizio il Collegio non vuole ovviamente affermare che l'esercizio di una simile azione sarebbe da considerare temerario e votato necessariamente ad un totale fallimento. Ciò che si vuole affermare è soltanto che l'eventuale azione non pare così ragionevolmente certa da indurre a considerare la sua mancata promozione come una grave irregolarità. Ciò non esclude, come già accennato, che gli amministratori in carica o i soci, ciascuno per quanto di loro competenza, possano sulla base delle informazioni in loro possesso, comprese quelle qui fornite, decidere, nell'esercizio dei loro poteri, che sia comunque opportuno assumere qualche adeguata iniziativa nei confronti degli amministratori che gestiscono l'operazione di acquisto di LAG/LINT o di altri soggetti che, in violazione di doveri fiduciari o comunque di corretta gestione su di loro gravanti, comunque concorsero a determinare, in un ruolo o nell'altro, le condizioni dell'operazione, in maniera, in ipotesi, sfavorevole a Parmalat.

Da un altro punto di vista, esaminando in diversa prospettiva sempre gli stessi fatti accertati, un ulteriore profilo merita di essere considerato. Accertato che il prezzo pagato rientra nella forbice di valori che possono essere considerati equi, il Collegio non può ignorare che la questione del danno subito da Parmalat potrebbe essere impostata anche in un diverso modo, e cioè sostenendo che il dovere degli amministratori di Parmalat non era quello di non pagare un prezzo eccessivo rispetto al valore dei beni che andavano ad acquistare, ma era quello di pagare il prezzo più vantaggioso per Parmalat e, perciò, quello più basso possibile. Si può cioè ipotizzare che essi avessero il dovere di gestire la trattativa nel senso di tentare di arrivare ad una definizione del prezzo verso il livello più basso della forbice dei valori ragionevoli.

Che ciò non sia stato fatto e che siano stati tenuti da taluni comportamenti che andavano nella direzione addirittura esattamente opposta a questa, sembra ragionevolmente provato (v., ad es., e in particolare, la vicenda alquanto sconcertante della modifica del paniere delle transazioni comparabili elaborato da Mediobanca di cui si dà conto nell'Analisi conclusiva allegata, pag. 54 s.).

Resta però il dubbio relativo alla possibilità di dare rigoroso fondamento giuridico alla suddetta pretesa e soprattutto, anche qui, di dare una accettabile configurazione al calcolo del danno in ipotesi subito da Parmalat, tenuto anche conto della quantità di imponderabili che dovrebbero essere presi in considerazione a cominciare, ovviamente, dalla indisponibilità della controparte ad addivenire alla cessione ad un prezzo inferiore a quello che essa considerava, a torto o a ragione, il valore del complesso dei beni che stava vendendo.

### **Tardiva dichiarazione della soggezione all'attività di direzione e coordinamento di B.S.A. S.A**

Tra i fatti oggetto della Denuncia sui quali il Collegio ha riferito all'assemblea dei soci del 29 aprile 2016 vi era quello relativo alla tardività della dichiarazione, da parte di Parmalat, della soggezione all'attività di direzione e coordinamento di B.S.A. S.A. – dichiarazione effettuata, come noto, il 31 luglio 2012. In proposito, nella Prima Relazione il Collegio osservava che la circostanza della tardività della dichiarazione in questione appare acquisita. Il denunziante rileva in proposito, nella Integrazione della denuncia, di ritenere "doveroso un intervento del Collegio Sindacale al fine di rettificare le indicazioni contenute nel bilancio dove si persevera ad indicare che Parmalat è soggetta a direzione e coordinamento dal 31 luglio



## Il collegio sindacale

2012, quando invece, secondo quanto accertato dallo stesso Collegio, la situazione obiettiva di assoggettamento all'eterodirezione di BSA risale almeno al novembre 2011".

Il Collegio osserva, in proposito, che, su segnalazione dello stesso Collegio, l'informativa contenuta sul punto nella Relazione semestrale al 30 giugno 2016 è stata già presentata con una formulazione differente dal passato. Il Collegio, tuttavia, pur sottolineando che sia le valutazioni del Tribunale di Parma, sia quelle del Collegio sul punto sono già da tempo a disposizione del pubblico, concorda sulla opportunità di una maggiore chiarezza e darà quindi indicazione al Consiglio di Amministrazione di riformulare l'informativa nel senso che se si vuole mantenere il riferimento al 31 luglio 2012 si chiarisca che questa è la data in cui la soggezione di Parmalat all'attività di direzione e coordinamento di BSA è stata ufficialmente riconosciuta dal suo Consiglio di Amministrazione.

Resta fermo, per il resto, quanto il Collegio osservava sul punto nella Prima Relazione.

Milano, 6 febbraio 2017

Il Collegio Sindacale

Giorgio Loli

Alessandra Stabilini

Allegati:

1. Denuncia ex art. 2408 c.c. presentata da Amber Capital UK LLP al Collegio sindacale il 7 marzo 2016;
2. Integrazione di denuncia ex art. 2408 c.c. presentata da Amber Capital UK LLP al Collegio sindacale il 21 settembre 2016;
3. Analisi conclusiva in merito alla "Denuncia ex articolo 2408 del Codice Civile" del 7 marzo 2016 e alla "Integrazione denuncia ex art. 2408 cod. civ. presentata in data 7 marzo 2016" del 21 settembre 2016 da parte di Amber Capital UK LLP al Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A, redatta dal Prof. Maurizio Dallochio.

### Opinione dissenziente del Presidente del Collegio Sindacale dott. Marco Pedretti

"Il Presidente del Collegio Sindacale, pur condividendo l'impostazione della relazione del Collegio e la metodologia utilizzata, ha ritenuto di non poter approvare la relazione, non condividendo le conclusioni raggiunte dalla maggioranza del Collegio in relazione al paragrafo dedicato al prezzo pagato per l'acquisto di LAG/LINT.

Ad avviso del Presidente del Collegio Sindacale i risultati dell'indagine espletata dal prof. Dallochio andava interpretata in senso diverso.

16





## Il collegio sindacale

Nel momento in cui il Collegio ha correttamente rilevato la natura infragruppo dell'operazione e l'esistenza di una penetrante attività di direzione e coordinamento della capogruppo/venditrice, per giunta non dichiarata, avrebbe dovuto considerare in termini diversi l'affermazione del prof. Dallochio, secondo cui Parmalat avrebbe potuto pagare un prezzo inferiore.

In altre parole, appurato che risulta ragionevolmente provato che siano stati tenuti da taluno comportamenti che erano volti ad una definizione del prezzo verso il livello più alto della forbice dei valori ragionevoli, così come sembra essere ragionevolmente provato che i soggetti che hanno condotto la trattativa per conto di Parmalat non avessero alcuna autonomia negoziale nella gestione della trattativa, pare al Presidente che la conclusione dovesse essere che è certa l'esistenza di un danno per Parmalat.

A parte l'ovvia considerazione che la certezza è pressoché impossibile e che, ai fini dell'indagine demandata dal Collegio, sarebbe sufficiente ravvisare la probabilità di un danno per la Società, sembra al Presidente del Collegio che, una volta che sia accertato che la trattativa è stata 'turbata' e che Parmalat avrebbe potuto pagare un prezzo inferiore, sia difficile escludere l'esistenza di un danno per la Società.

Infine oltre valutare l'eventuale responsabilità degli amministratori doveva essere preso in esame anche il ruolo ricoperto da alcuni dipendenti, da alcuni consulenti della Società e, soprattutto, dal soggetto che (senza dichiararlo) esercitava una penetrante attività di direzione e coordinamento, e ciò anche nell'ottica di una possibile azione nei suoi confronti."

Marco Pedretti