



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“M. FANNO”**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE in
ECONOMICS AND FINANCE
Curriculum Banking And Finance**

TESI DI LAUREA

**“L'ACQUISTO DI PARTECIPAZIONI DA PARTI CORRELATE:
IL CASO PARMALAT - LACTALIS”**

RELATORE:

Ch.mo Prof. Fabio Buttignon

LAUREANDO/A: Michela Varesco

Matricola n. 1058106

Anno Accademico 2013/2014



Ringraziamenti

Padova, ottobre 2014

Desidero rivolgere innanzitutto un sentito ringraziamento al Prof. Fabio Buttignon, per i suoi preziosi consigli e per il suo costante supporto durante l'intero percorso di stesura della mia tesi di laurea; è stato un lavoro impegnativo, che mi ha permesso di approfondire ed applicare ad un caso reale diverse conoscenze acquisite durante il mio percorso universitario. L'analisi del caso Parmalat – Lactalis si è rivelata ricca di numerose sfaccettature, che hanno reso ancora più interessante la mia ricerca.

Vorrei rivolgere un ringraziamento speciale alla mia famiglia: senza il vostro aiuto e il vostro appoggio, sempre presenti, non sarei mai riuscita a raggiungere questo traguardo.

Grazie di cuore.

Un pensiero particolare va ad Eveline, cara amica, coinquilina e compagna di studio.

Grazie anche ad Arianna e Michela, con cui ho condiviso questo percorso universitario, e a tutti i miei compagni di corso.

Ringrazio infine le mie amiche Carlotta, Ellis, Jessica, Mara, e Michela: le serate passate con voi sono sempre una ricarica di energia... grazie!!



Abstract (Italiano)

L'acquisto di partecipazioni da Parti Correlate: il Caso Parmalat - Lactalis

La "nuova" Parmalat SpA è stata costituita e quotata in Borsa nel 2005, in seguito ad uno scandalo finanziario che ha avuto come protagonista principale l'allora amministratore delegato della società e maggiore azionista, Calisto Tanzi. Parmalat, che opera nel settore lattiero-caseario, è ad oggi controllata dal gruppo francese Lactalis, che per mezzo di un'offerta pubblica di acquisto completata nel 2011 ha raggiunto l'83,3% del capitale della società di Collecchio, diventandone l'azionista di maggioranza.

Nel corso del 2012, Parmalat SpA ha concluso l'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, società facenti parte del Gruppo Lactalis ed operanti sul mercato americano. La transazione ha configurato un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, in quanto sia l'acquirente sia le società oggetto di acquisizione erano sottoposte al controllo della medesima entità. Questa tipologia di operazioni merita una particolare attenzione dal punto di vista normativo: non sono rari, infatti, gli episodi di utilizzo fraudolento di tali transazioni, spesso ai danni degli azionisti di minoranza. Proprio per questo motivo, l'intero procedimento è stato oggetto di una stretta sorveglianza da parte delle autorità competenti. Il corrispettivo per l'acquisizione, ritenuto incongruo con il valore delle società acquisite, in primo luogo dal Fondo Amber Capital, azionista di Parmalat, è stato il tema centrale di numerose valutazioni da parte di organi societari ed esperti indipendenti; secondo l'interpretazione di diversi esperti indipendenti, tra i quali alcuni Professori specializzati in materia, esso sarebbe infatti stato incrementato a favore delle società venditrici. Questo anche considerando il fatto che, sulla base dei dati consuntivi, le parti hanno aggiustato il corrispettivo a favore dell'acquirente, come previsto dal contratto di acquisto iniziale. Si è parlato, quindi, di questa acquisizione come un'operazione volta meramente al trasferimento di ingenti somme di denaro liquido da Parmalat verso le casse di Lactalis, che ne avrebbe beneficiato per ridurre l'ingente livello di indebitamento raggiunto in seguito al finanziamento dell'OPA del 2011.

Obiettivo del presente lavoro è l'analisi dell'intero procedimento di acquisizione di LAG e LINT da parte di Parmalat, partendo innanzitutto da una digressione sulla storia della società, lo scandalo finanziario del 2003 e l'OPA di Lactalis, per giungere poi allo studio della documentazione relativa all'operazione con parti correlate conclusa da Parmalat, al fine di offrire una visione d'insieme sulla transazione, focalizzando in particolare l'attenzione sulle varie critiche sorte a proposito del corrispettivo e proponendo un parere personale sulla base del materiale esaminato.

Abstract (English)

The acquisition of participations from related parties: The Parmalat – Lactalis case

The "new" Parmalat SpA was founded and listed on the Stock Exchange in 2005, after a financial scandal that involved its former CEO and majority shareholder, Calisto Tanzi. Parmalat operates in the dairy industry; it is currently controlled by the French group Lactalis, which in 2011 successfully implemented an IPO reaching a majority stake (83,3%) in Parmalat.

In 2012, Parmalat concluded the acquisition of Lactalis American Group, Lactalis do Brazil and Lactalis Alimentos Mexico; they were all part of the Lactalis Group and operating on the American dairy market. The operation was defined as a *related-party transaction*, since both the buyer and the acquired companies were under the control of the same entity. This kind of transaction deserves a particular attention from the regulatory point of view: the episodes of abuse of such operations, in fact, are not rare, and they often cause damages to minority shareholders. For this reason, the whole procedure has been strictly monitored by the authorities. The acquisition price, judged as incongruous with respect to the value of the companies, first of all from Amber Capital, one of Parmalat shareholders, was the central topic of various valuations; according to the interpretations provided by various independent experts, among which some specialized Professors, the price had been increased in favour of the vendors. Such statements were made in view of the fact that, on the basis of the final financial statements, the parties adjusted the purchase price in favour of the buyer, as established by the initial purchase agreement. This acquisition has been frequently interpreted as an operation whose main reason was essentially the transfer of liquid funds from Parmalat towards Lactalis, which would have benefited from it by reducing the high levels of debt accumulated after the financing of Parmalat IPO in 2011.

The aim of this degree thesis is to analyze the whole acquisition procedure implemented by Parmalat, starting firstly from a digression about the company history, the financial scandal and the IPO from Lactalis, in order to subsequently examine the documents about the related-party transaction concluded by Parmalat, with the aim of providing an overview of the operation, focusing in particular on the various criticisms with regards to the purchase price and proposing a personal opinion on the basis of the examined material.

Indice dei Contenuti

1. Introduzione	9
2. Parmalat SpA	12
2.1 La Storia.....	12
2.2 Lo Scandalo Finanziario	14
3. OPA di Lactalis su Parmalat	24
3.1 Definizione e Normativa sull'OPA	24
3.2 Processo di Acquisizione e Dettagli dell'Operazione	25
3.3 Acquisto di <i>Equity Swap</i> e Trasparenza degli Assetti Proprietari	32
4. Operazioni con Parti Correlate	35
4.1 Definizione e Normativa.....	35
4.2 Analisi della Letteratura.....	40
5. L'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat SpA	52
5.1 Premessa: la Rilevanza dell'Operazione	52
5.1.1 Introduzione	52
5.1.2 Procedura: Pareri e Soggetti Coinvolti	57
5.2 L'Operazione	63
5.2.1 Logica Industriale	63
5.2.2 Dettagli dell'Operazione	67
5.2.2.1 Acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.....	68
5.2.2.2 Accordi Commerciali.....	70
5.3 Prezzo per l'Acquisizione.....	71
5.3.1 Modalità di Determinazione del Corrispettivo	71
5.3.2 Critiche degli Esperti e Aggiustamento del Corrispettivo	77
5.3.2.1 Il Prezzo Provvisorio.....	77
5.3.2.2 Business Plan delle Società Acquisite	79
5.3.2.3 EBITDA, Enterprise Value e Spese di Marketing	83

5.3.2.4	Metodo DCF e WACC	99
5.3.2.5	Multipli	109
5.3.2.6	Indipendenza di Mediobanca.....	116
5.4	Decreto del Tribunale Ordinario di Parma	119
5.5	Sviluppi Successivi ed Effetti dell'Operazione	122
6.	Conclusioni.....	128
7.	Bibliografia.....	133
7.1	Papers e Articoli	133
7.2	Libri	138
7.3	Sitografia	139
7.4	Fonti normative	144
7.5	Altre fonti	144

1. Introduzione

Parmalat SpA è una società italiana che opera nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti lattiero – caseari con posizioni di leadership o comunque rilevanti in numerosi mercati nel mondo. A partire dal 2003, è divenuta tristemente nota su scala mondiale a seguito dello scandalo finanziario che ha avuto come protagonista principale il *patron* Calisto Tanzi, e che ha provocato ingenti perdite a numerosi azionisti e obbligazionisti. L'attuale società è sorta nel 2005 dalle ceneri della "vecchia" Parmalat; alla guida della società di Collecchio è stato posto Enrico Bondi, in qualità di Commissario Straordinario, che è riuscito nel corso degli anni a far registrare importanti risultati.

Ad oggi, Parmalat fa parte del gruppo francese Lactalis, uno dei colossi mondiali sul mercato lattiero-caseario, al cui vertice siedono i membri della famiglia Besnier. Continui acquisti di partecipazioni in Parmalat hanno portato Sofil Sas, società veicolo di Lactalis, a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità del capitale della società di Collecchio, con lo scopo di ampliare ulteriormente il proprio mercato di riferimento, controllando un'importante società del settore. L'operazione si è ufficialmente conclusa l'8 luglio 2011, quando Sofil ha raggiunto una partecipazione in Parmalat pari all'83,3%.

Alle operazioni con parti correlate, tema centrale di questo lavoro, è stata dedicata molta attenzione, soprattutto negli ultimi anni, sia dal punto di vista normativo sia in letteratura. Questa definizione include transazioni quali acquisizioni, fusioni, trasferimenti di fondi, beni o servizi tra parti correlate, ovvero soggetti o società tra i quali sia presente un rapporto di collegamento, controllo, partecipazioni rilevanti o influenza notevole. La normativa in vigore, a livello nazionale ed internazionale, è finalizzata a favorire una crescente trasparenza di tali operazioni, con articolati obblighi informativi per il pubblico. La vasta letteratura in materia attribuisce generalmente due diverse tipologie di effetti alle operazioni con parti correlate: da un lato, la *teoria dell'efficienza* sostiene la positività di tali transazioni per le società coinvolte, che possono ampliare i propri orizzonti di mercato, sfruttare sinergie di costi e ricavi e le loro reciproche complementarietà; la *teoria del conflitto di interessi*, invece, vede spesso prevalere i benefici privati dei detentori del controllo societario a scapito della gestione societaria e degli azionisti di minoranza. Negli ultimi anni, diversi scandali hanno coinvolto importanti società in tutto il mondo, e tra questi rientra anche il crac Parmalat del 2003. L'impianto normativo è volto appunto ad evitare che le operazioni con parti correlate vengano implementate per la realizzazione degli interessi di manager o azionisti di controllo; l'emanazione di leggi sempre più severe punta a disincentivare l'utilizzo fraudolento di tali transazioni, anche se risulta decisamente complesso per il legislatore opporre un'efficace barriera a questo fenomeno. Se

condotte nel rispetto della normativa, le operazioni con parti correlate possono comunque essere foriere di innumerevoli vantaggi ed effetti positivi per le società coinvolte, con benefici per l'intera compagine degli azionisti.

Molta attenzione è stata dedicata al processo di acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat SpA nel 2012, transazione che è stata configurata appunto come operazione con parti correlate, in quanto sia l'acquirente sia le società acquisite sono sottoposte al controllo della medesima entità, BSA S.A., che fa parte del Gruppo Lactalis. L'ammontare fissato per il corrispettivo di acquisizione, provvisoriamente pari a \$904 milioni a livello di Enterprise Value (EV), ha attribuito all'operazione il carattere di maggiore rilevanza. Grazie all'operazione, Parmalat ha l'opportunità di espandere i propri orizzonti distributivi sul mercato statunitense, canadese e sudamericano, oltre alla possibilità di ampliare il proprio portafoglio prodotti e di sfruttare sinergie di ricavi e costi con le società americane di Lactalis. Molti *rumours*, tuttavia, hanno sollevato l'ipotesi che l'operazione fosse stata progettata dai vertici del gruppo francese con lo scopo di dirottare parte della liquidità accumulata da Parmalat verso le proprie casse, al fine di ridurre, almeno parzialmente, l'elevato livello di indebitamento raggiunto in seguito al finanziamento dell'OPA su Parmalat del 2011.

Nel rispetto della normativa, Parmalat ha provveduto alla pubblicazione dei documenti richiesti dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate; il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance*, il Collegio Sindacale, il Collegio degli Esperti Indipendenti e l'apposito Comitato per le Operazioni con Parti Correlate hanno redatto pareri autonomi riguardanti la valutazione dell'acquisizione. Molte sono state le critiche sollevate da diversi soggetti a proposito della congruità del corrispettivo pattuito, ritenuto eccessivo rispetto al valore delle società acquisite da Parmalat. Un esposto del Fondo Amber Capital, azionista della società di Collecchio, ha dato avvio ad un procedimento di carattere legale presso il Tribunale di Parma.

Il §5.2 analizza la logica industriale e i dettagli dell'operazione, riportando gli obiettivi strategici connessi con l'acquisizione per Parmalat e le potenzialità insite nei mercati di riferimento delle società americane; oltre all'acquisizione della totalità delle partecipazioni di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, il Contratto di Compravendita includeva anche la sottoscrizione di alcuni accordi commerciali, aventi ad oggetto i diritti di distribuzione e le licenze su alcuni marchi e prodotti di Lactalis.

Il tema cui è stata riservata la maggiore attenzione è stato il prezzo di acquisizione: il §5.3.1 analizza le modalità di determinazione del corrispettivo e del successivo aggiustamen-

to, sulla base dei dati consuntivi per l'esercizio 2012. Il successivo §5.3.2 riporta invece i diversi pareri, espressi da esperti in materia e dai vari Comitati e Collegi, a proposito della congruità del corrispettivo; in particolare, alcune critiche sono state avanzate riguardo le modalità di determinazione del Prezzo Provvisorio e del relativo aggiustamento; altro tema di analisi è stato il Business Plan delle società acquisite, contenente le stime dei flussi per il triennio successivo all'acquisizione, di centrale importanza per la valutazione. Il calcolo dell'Enterprise Value sulla base dell'EBITDA rettificato per l'esercizio 2012 è stato un ulteriore argomento di discussione, con particolare attenzione all'ammontare relativo alle spese di marketing di LAG e LINT, ai fini della determinazione dell'EBITDA. Altre valutazioni sono state condotte secondo i metodi DCF, dei Multipli di Borsa e dei Multipli di transazioni comparabili, al fine di pervenire al valore effettivo delle società americane di Lactalis. Infine, alcune critiche sono state espresse anche in merito alla concreta indipendenza dell'*advisor* finanziario Mediobanca, nominato dal Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat per la redazione di una *fairness opinion* e l'assistenza durante l'intero processo di acquisizione.

Infine, il §5.4 analizza le conclusioni raggiunte dal Tribunale di Parma con il Decreto emesso in data 11 novembre 2013, mentre alcuni sviluppi successivi al termine dell'operazione sono riportati nel §5.5. Il paragrafo 6 riporta in sintesi le conclusioni relative all'intero procedimento.

2. Parmalat SpA

2.1 La Storia

Parmalat SpA è una società per azioni di origine italiana, la cui sede principale si trova a Collecchio, in provincia di Parma. La "vecchia" Parmalat SpA venne fondata nel 1961 e cessò le proprie attività nel dicembre 2003, a seguito del famoso scandalo finanziario, che vide coinvolti numerosi azionisti, obbligazionisti e altri creditori. L'attuale società è stata costituita il 1° ottobre 2005, e soltanto pochi giorni dopo venne quotata alla Borsa di Milano (6 ottobre 2005).¹

L'azienda vanta una pluridecennale tradizione, da sempre basata sulla commercializzazione di prodotti in campo alimentare; fu alla fine degli anni '60 del secolo scorso che Calisto Tanzi, erede della famiglia Tanzi, favorì l'ingresso della società nel mercato lattiero – caseario, allargando poi notevolmente l'attività di Parmalat grazie a strategie di sponsorizzazione e, a partire dagli anni '70, tramite l'espansione verso il mercato sudamericano.² Gli anni '80 furono testimoni di un'ulteriore espansione del mercato dell'azienda, con l'ampliamento dell'offerta dei prodotti alimentari, che arrivò ad includere anche succhi di frutta e altri generi alimentari.

Proprio a partire dagli anni '80, però, si verificarono i primi eventi che, dopo parecchi anni, avrebbero portato l'azienda al collasso: il signor Tanzi, infatti, si avventurò all'interno di un mercato totalmente diverso, facendosi garante dei debiti di Odeon TV, un canale televisivo che qualche anno dopo fu dichiarato in bancarotta; ciò implicò il risarcimento dell'intero ammontare dei debiti da parte di Calisto Tanzi, ed il denaro per il rimborso fu illegittimamente prelevato dalle casse di Parmalat. Questo fu presumibilmente il primo episodio che vide Tanzi, l'attore principale dell'intera vicenda, sottrarre fondi alla società (di cui era Amministratore Delegato) al fine di ripagare debiti personali. Altri episodi degni di nota si verificarono negli anni a seguire: Parmalat espanse le proprie attività entrando nel mercato calcistico, con l'acquisizione del Parma Calcio (la cui guida nel 1996 fu affidata al figlio di Calisto Tanzi, Stefano), e nel ramo del turismo, sempre negli anni '90; di questo business era invece incaricata Stefania, la figlia di Calisto Tanzi.³ Tuttavia, questa diversificazione nelle attività dell'azienda ebbe come conseguenza l'accumulo di ingenti perdite e debiti, a causa del fatto che queste furono implementate non tanto per il mero scopo di ampliare e diversificare gli ambiti in cui

¹ Parmalat, Il gruppo, Storia, http://www.parmalat.net/it/il_gruppo/storia/storia_di_parmalat, data di consultazione 11.06.2014.

² Ferrarini, G. and Giudici, P. (2005), "Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case", *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n°40/2005*, pp. 5-6.

³ Ferrarini, G. and Giudici, P. (2005), cit., pp.6-7.

Parmalat operava, riducendo così il rischio complessivo, al contrario esse furono portate a termine sulla base di interessi economici personali e diversi da quelli della società (come si può notare dagli esempi precedenti, infatti, tali operazioni di acquisizione appaiono solamente come un modo per concedere a parenti e amici stretti un incarico sicuro e remunerativo).

Negli anni a venire, le acquisizioni proseguirono, così come il ricorso a diversi strumenti finanziari, tra cui l'emissione di bond. Parmalat Finanziaria SpA, la società a capo dell'intero gruppo, la cui impresa più importante era senz'altro Parmalat SpA, arrivò così ad essere, alla fine del 2002, una multinazionale quotata a capo di circa 200 società diffuse in oltre 50 Paesi, tra le prime in tutto il mondo nel campo della produzione e distribuzione di bevande e prodotti lattiero – caseari.⁴

L'attuale Parmalat SpA, costituita nel 2005, fa parte del Gruppo Parmalat, insieme a numerose altre società operanti in tutto il mondo. L'attività principale di Parmalat consiste nella produzione e commercializzazione di prodotti lattiero – caseari su un territorio che ricopre principalmente Europa ed America, ed in misura minore anche Asia, Africa ed Oceania, grazie ad un elevato numero di marchi, tramite i quali Parmalat distribuisce latte, prodotti derivati e bevande a base di frutta; tra questi, i più conosciuti e rinomati sul mercato alimentare italiano sono lo stesso marchio Parmalat, oltre a Santàl, Fibresse, Zymil e molti altri. Una rilevante porzione del fatturato, pari al 44% in riferimento ai dati dell'esercizio 2013, proviene dalle vendite di prodotti in Nord America.⁵ Come sarà descritto più approfonditamente nei paragrafi successivi, Parmalat SpA è attualmente controllata dal gruppo francese Lactalis, che da luglio 2011 ne possiede la quota maggioritaria, corrispondente al momento all'84,10%,⁶ mentre la percentuale rimanente è detenuta da piccoli azionisti con quote inferiori al 2%. In seguito allo scandalo finanziario, la "nuova" Parmalat ha cercato di dotarsi di un governo societario più trasparente, rispettando quanto previsto dal Codice Italiano di Corporate Governance; gli organi tramite i quali viene amministrata e gestita la società sono l'Assemblea dei Soci, il Consiglio d'Amministrazione, il quale è affiancato da alcuni comitati specializzati, il Collegio Sindacale e una Società di Revisione.⁷ Il Consiglio d'Amministrazione è composto

⁴ Ferrarini, G. and Giudici, P (2005), cit., p.8.

⁵ Parmalat, Il gruppo, http://www.parmalat.net/it/il_gruppo, data di consultazione 11.06.2014

⁶ Borsa Italiana, Profilo società, <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=IT0003826473&lang=it>, data di aggiornamento 14.03.2014, data di consultazione: 11.06.2014.

⁷ Parmalat, Corporate Governance, Come amministriamo, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/, data di consultazione 16.06.2014.

da sette membri, i quali hanno accertato la loro indipendenza al momento della candidatura per entrare a far parte di quest'organo amministrativo.⁸

2.2 Lo Scandalo Finanziario

Il caso del cosiddetto "Crac Parmalat" rientra certamente tra i casi di bancarotta fraudolenta ed aggio⁹ più famosi al mondo: come si arrivò a scoprire a seguito di numerose indagini, infatti, si era creato all'interno della società un buco pari a 14 miliardi di euro, che era stato coperto negli anni grazie al falso in bilancio. La vicenda coinvolse moltissimi azionisti e obbligazionisti, si parla di un numero pari a circa 130 mila risparmiatori, diffusi in tutto il mondo, anche a causa del carattere multinazionale della società,¹⁰ i quali proprio nel periodo natalizio si ritrovarono privati dei loro risparmi, così come numerosi azionisti. Il caso fu portato alla luce soltanto alla fine del 2003 e molte implicazioni emersero addirittura in seguito; tuttavia è rilevante notare come gli atti e gli eventi che condussero al crac finanziario fossero partiti già dall'inizio del decennio precedente. Il principale indiziato fu proprio Calisto Tanzi, assieme a revisori, dirigenti, sindaci e collaboratori.¹¹

Lo scandalo Parmalat sarebbe riconducibile, secondo Ferrarini e Giudici,¹² alla struttura societaria tipica dell'Europa continentale e, soprattutto, ai problemi che questa comporta: è possibile infatti sintetizzare l'intera vicenda dicendo che l'azionista di maggioranza ha sfruttato le risorse dell'azienda a proprio vantaggio piuttosto che tenere sotto controllo le attività degli amministratori. Sembra tuttavia eccessivo, secondo il parere della scrivente, far risalire le ragioni del crac Parmalat solamente alla struttura societaria europea: numerosi scandali di simile portata si sono verificati anche in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, basti pensare al caso Enron; si tratta purtroppo di abusi del sistema, ed è probabile che alcuni vengano perpetuati anche in futuro, ma la causa primaria sarebbe piuttosto da identificare nel comportamento fraudolento di amministratori e dirigenti (in questo caso anche azionisti di controllo), piuttosto

⁸ Parmalat, Corporate Governance, CdA, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/cda/, data di consultazione 16.06.2014.

⁹ Definizione di "aggio", art. 2637 del Codice Civile: "*Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni.*"

¹⁰ Scandali Finanziari, Il Crack Parmalat, <http://www.scandalifinanziari.it/index.php/tutti-gli-articoli/2-non-catego-rizzato/4-il-crack-parmalat>, Scritto da Alessandro De Salvo, data di creazione: 06.01.2014, data di consultazione: 10.06.2014.

¹¹ Wikipedia, Crac Parmalat, http://it.wikipedia.org/wiki/Crac_Parmalat, data di consultazione: 10.06.2014.

¹² Ferrarini, G. and Giudici, P (2005), cit., p.2.

sto che attribuirlo anonimamente ad una determinata tipologia di struttura societaria o di assetto istituzionale di una particolare area geografica.

Esaminando i fatti *a posteriori*, il caso Parmalat è accomunato ad altri episodi simili da fattori quali una crescita straordinaria (si fa riferimento alle continue e massicce acquisizioni), la falsificazione dei documenti contabili, una situazione dietro le apparenze tutt'altro che rosea, dubbi rapporti con i politici, una struttura del gruppo formata da un'intricata rete di società e un generale senso di mistero e segreti da nascondere.¹³ Soltanto recentemente, nel mese di marzo 2014, sono state emanate dalla Corte di Cassazione le condanne definitive per i responsabili del crac Parmalat, essenzialmente confermando le sentenze della Corte d'Appello, fatta eccezione per alcuni lievi sconti di pena: Calisto Tanzi dovrà scontare una condanna pari a 17 anni e 5 mesi, oltre agli 8 anni che sta già scontando per aggravi a partire dal 2011, con una pena consistente nella detenzione domiciliare presso l'ospedale Maggiore di Parma. Altre condanne definitive sono state assegnate a Fausto Tonna, stretto collaboratore di Tanzi, a Giovanni Tanzi, fratello del *patron* Parmalat, e a Luciano Silingardi, ex manager della società.¹⁴ Un articolo del Sole 24 Ore definì la Parmalat una "fabbrica internazionale di titoli tossici",¹⁵ in quanto la società mise in circolazione sul mercato finanziario globale una lunga serie di prodotti finanziari derivati altamente rischiosi, non certamente adeguati al profilo dei piccoli risparmiatori, ai quali furono invece venduti.

Un elemento che avrebbe dovuto suscitare qualche dubbio nelle autorità di vigilanza, così come negli istituti finanziari che perpetuavano la loro concessione di prestiti a Parmalat, era appunto la continua richiesta di autorizzazioni per l'emissione di prestiti obbligazionari; tutto ciò avveniva nonostante i bilanci della società vantassero una liquidità notevole, che si aggirava attorno ai 4 miliardi di euro. Tale disponibilità liquida si trovava presso i conti della Bank of America, per un importo corrispondente a 3,95 miliardi di euro; importo che, però, era attestato da un documento che successivamente si rivelò falso.¹⁶ Ecco spiegata, quindi, la continua richiesta di prestiti anche a fronte di una così ingente liquidità che, secondo i portavoce della società, doveva essere preservata per le operazioni di acquisizione. La falsificazione dei bilanci era ottenuta grazie ad intricati procedimenti contabili, ovviamente illegali, per

¹³ Miller, Geoffrey P., (2004), "Catastrophic Financial Failures: Enron and More", *Cornell Law Review*, Vol. 89, pp.424-438.

¹⁴ "Crac Parmalat, la Cassazione conferma le condanne", *Repubblica Parma*, 7 marzo 2014, http://parma.repubblica.it/cronaca/2014/03/07/news/crac_parmalat_la_cassazione_conferma_tutte_le_condanne-80457876/.

¹⁵ Oddo, G., "Parmalat, un solo colpevole e tante domande senza risposta", *Il Sole 24 Ore*, 19 dicembre 2008, <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/Finanza%20e%20Mercati/2008/12/parmalat-domande-senza-risposta.shtml?uuid=2bc277a2-cda5-11dd-ba22-4e78b5dda0bf&DocRulesView=Liberato&correlato>.

¹⁶ Scandali Finanziari, Il Crack Parmalat, cit.

mezzo dei quali venivano registrate fatture false, aumentando in tal modo il fatturato, e registrando fittizi incassi di crediti (che confluivano nel suddetto conto bancario "virtuale" esposto nel bilancio revisionato e certificato del gruppo).¹⁷ Al mercato, pertanto, Parmalat appariva come una società solida e in crescita, immagine che però era stata creata con l'inganno. Stando ad una dichiarazione dello stesso Tanzi in tribunale, la falsificazione dei bilanci d'esercizio era iniziata già nel 1993, quindi addirittura un decennio prima che la Consob avviasse un'indagine in merito.¹⁸ Per quanto riguarda i problemi connessi alle autorità di vigilanza del mercato, o piuttosto all'alquanto tardiva vigilanza, il punto della situazione non riguarda tanto la legislazione italiana in materia, che di per sé è presente e ben strutturata, quanto piuttosto l'applicazione della stessa.¹⁹

Tutto iniziò a partire dagli anni '80, quando Calisto Tanzi avviò la costruzione di una fitta rete di contatti con personalità importanti del mondo della politica, primo fra tutti Ciriaco De Mita,²⁰ che ricoprì la carica di Presidente del Consiglio dei Ministri dall'aprile del 1988 al luglio del 1989²¹ e che recentemente (26 maggio 2014), all'età di 86 anni, è stato eletto sindaco di Nusco, suo paese natale, con l'80% dei voti, una vittoria netta sulla sua avversaria.²² Da quest'amicizia nacque un'intricata rete di finanziamenti illeciti, che portarono Tanzi ad essere pesantemente influenzato nelle proprie scelte aventi come oggetto l'operatività della Parmalat. L'esempio più eclatante è l'apertura di uno stabilimento Parmalat proprio a Nusco:²³ questo episodio è lo specchio della situazione, in quanto evidenzia come le attività della società parmigiana fossero indirizzate ad interessi esterni e personali piuttosto che alla realizzazione della *mission* aziendale. Un servizio di Report dell'ottobre 2007 definisce addirittura "un mistero" il fatto che Parmalat fosse riuscita ad ottenere l'autorizzazione per aprire uno stabilimento alimentare (costruito, guarda caso, da Michele De Mita, fratello di Ciriaco) in una località tutt'altro che salubre, costellata di rifiuti tossici provenienti da La Spezia, come dichiarato dall'ex Vicesindaco di Nusco, Maria Grazia Valentino, di veleni e depuratori. Inoltre, ciò che

¹⁷ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/articolo/ContentItem-11deb48e-a31a-40df-94d2-6007bb7d051e.html>.

¹⁸ Rai3, Report, Puntata del 29 novembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-46786f82-036a-4fd8-a32e-ae0842c33f69.html>.

¹⁹ Ferrarini, G. and Giudici, P (2005), cit., p.26.

²⁰ Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

²¹ Corriere della Sera, Cinquantamila Giorni, Ciriaco De Mita, <http://cinquantamila.corriere.it/storyTellerThread.php?threadId=DE+MITA+Ciriaco>, scheda di Giorgio dell'Arti, data di aggiornamento 05.03.2014, data di consultazione 16.06.2014.

²² "Elezioni comunali 2014, Ciriaco De Mita eletto sindaco di Nusco a 86 anni", *Il Fatto Quotidiano*, 26 maggio 2014, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/05/26/elezioni-comunali-ciriaco-de-mita-eletto-sindaco-di-nusco-a-86-anni/1002125/>.

²³ Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

sorprende maggiormente è la concessione di 11 miliardi di lire di contributi, a fronte degli 8 miliardi richiesti, oltre tutto con una domanda presentata oltre la scadenza dei termini stabiliti.

Ciriaco De Mita, inoltre, fu tra gli organizzatori di un importante evento che, in data 27 novembre 1982 a Roma, vide Calisto Tanzi tra i vincitori del prestigioso premio Alcide De Gasperi assieme a Fellini e Bearzot, tutte personalità che con le loro azioni avevano prestato un contributo alla grandezza e al buon nome del nostro Paese.²⁴ È quasi superfluo sottolineare nuovamente l'innegabile connessione tra la presenza di Tanzi tra i premiati e l'organizzatore dell'evento, l'allora segretario del partito Democrazia Cristiana (1982-1989) De Mita.²⁵

Anche l'entrata nel business del turismo, come brevemente citato in precedenza, è da far risalire nuovamente a De Mita, il quale, secondo un operatore finanziario di Parmalat, fece in modo che Tanzi acquisisse alcune società del settore in modo da evitare che queste fossero dichiarate insolventi. Tutto ciò rappresentava uno scambio di favori, se così può essere definito: l'approvazione di una legge *ad hoc* sul latte a lunga conservazione, di cui Parmalat necessitava per portare avanti la propria attività, fungeva da ricompensa.²⁶

Da dichiarazioni dello stesso Tanzi risultano inoltre finanziamenti ad istituti bancari e a molti politici, tra i quali figurano nomi di personalità molto note quali D'Alema, Fini, Dini, De Mita, Scalfaro, Bersani, Prodi, Casini e molti altri,²⁷ spaziando quindi da fazioni di sinistra a quelle di destra. Finanziamenti che, stando a dichiarazioni rivolte ai magistrati da parte dello stesso Tanzi, erano iniziati già negli anni '60; tra i vari politici, alcuni negarono di aver ricevuto denaro dal *patron* della Parmalat, altri invece si giustificarono dicendo che non sapevano che i soldi fossero stati prelevati dalle casse della società di Collecchio. Emersero inoltre finanziamenti per le campagne elettorali di Prodi nel 1996 e di Berlusconi nel 2001, con un finanziamento di 430 milioni di lire,²⁸ assieme ad intricati meccanismi riguardanti vari sconti sugli spot pubblicitari sulle reti Mediaset, importi che sarebbero poi andati a finire nelle casse di Forza Italia. Tanzi non si fece mancare nulla, stipulando vari accordi anche con numerosi quotidiani, tra i quali rientrano Il Foglio e Il Manifesto.²⁹ I finanziamenti ai mass media cartacei costituivano, secondo un ex manager di Parmalat, una forma di tutela per il futuro.³⁰

Un tentativo portato a termine da Tanzi per risollevare la situazione, già allora critica, di Parmalat fu la quotazione in Borsa, che tuttavia non contribuì al risanamento dei conti: la so-

²⁴ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

²⁵ Corriere della Sera, Cinquantamila Giorni, Ciriaco De Mita, cit.

²⁶ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

²⁷ Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

²⁸ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

²⁹ Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

³⁰ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

cietà continuava a basare i propri bilanci su elevati livelli di indebitamento, e ciò può far sorgere qualche interrogativo a proposito della continua concessione di prestiti da parte degli istituti finanziari nonostante i già cospicui finanziamenti concessi. Non è affatto insolito che le società incrementino i loro livelli di indebitamento allo scopo di effettuare delle operazioni di acquisizione, utilizzando quindi il debito come fonte di finanziamento principale; anzi, questa modalità viene seguita con successo da molte imprese. Nel caso di Parmalat, però, fu il modo in cui questa strategia fu seguita che creò problemi e rischi per la società. È importante inoltre sottolineare che la grande maggioranza di queste acquisizioni si rivelò negativa per le casse di Parmalat.³¹ Tuttavia, a chiarire tali elementi interviene nuovamente l'intricata rete di contatti creata da Tanzi, che lo portò, grazie anche alla collaborazione dell'ormai noto De Mita, ad influenzare le nomine dei vertici di alcune banche, in particolare la Monte dei Paschi di Siena e la Cassa di Risparmio di Parma.

Da un certo punto di vista, le banche sembrano essere state truffate anch'esse da Calisto Tanzi, in quanto furono tenute all'oscuro (secondo il loro parere) della realtà dei fatti: esse vestirono infatti i panni delle vittime della truffa, allo stesso livello dei risparmiatori. Osservando però l'altro lato della medaglia, emerge come alcuni istituti finanziari abbiano registrato guadagni piuttosto ingenti sui prestiti concessi a Parmalat. Questo emerse a seguito di un'iniziativa legale avviata da Enrico Bondi,³² che a seguito del crac è stato incaricato di ricoprire il ruolo di commissario straordinario all'interno di Parmalat, andando quindi a sostituire il ruolo dell'amministratore delegato. Dall'indagine emerse che la Deutsche Bank aveva guadagnato un importo in interessi sul prestito pari a 217 milioni, corrispondenti ad un +140% sul totale; un simile guadagno fu registrato anche da Unicredit (212 milioni di euro, +124% sul prestito).³³ Esaminando pertanto la vicenda da quest'ultimo punto di vista, è possibile notare come le banche non possano definirsi totalmente vittime di una truffa perpetuata ai loro danni, in quanto anch'esse hanno potuto ottenere cospicui guadagni da tali operazioni.

Un ulteriore fatto degno di nota, posto in luce dalla trasmissione televisiva Report in un'intervista all'allora Procuratore Generale di Bologna Vito Zincani, riguarda la composizione della *Corporate Governance* di Parmalat, che a suo parere aveva suscitato stupore anche a livello internazionale, in quanto una società multinazionale operante in tutto il mondo aveva ai propri vertici innanzitutto il medesimo management da vent'anni, ed inoltre questo era composto unicamente da persone originarie delle zone di Parma e Collecchio. Segnale inequivo-

³¹ Dobson, W.D., (2004), "Parmalat", *Babcock Institute Discussion Paper* No.2004-4, p.6.

³² Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

³³ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

cabile di qualche segreto nascosto.³⁴ Nel 2003, infatti, tra i 13 membri del Consiglio di Amministrazione di Parmalat figuravano Calisto Tanzi nel ruolo di Amministratore Delegato, il figlio Stefano, il fratello Giovanni, la nipote Paola Visconte e, tra gli altri, Luciano Silingardi, qualificatosi come amministratore indipendente ma in realtà stretto amico di Tanzi, grazie all'influenza del quale era stato nominato presidente della Cassa di Risparmio di Parma.³⁵ Ciò sta chiaramente ad indicare il venir meno del carattere di indipendenza richiesto per svolgere un incarico di tale rilievo, all'interno di una società quotata di portata mondiale, la quale dovrebbe teoricamente aver cura di preservare e soprattutto accertare la dichiarata indipendenza degli amministratori, come previsto dalle norme di diritto societario.

Fu solo nel 2003 che la Consob decise di avviare delle indagini riguardanti la Parmalat; secondo la dichiarazione di un ex dirigente della Consob, Fabrizio Tedeschi, le grandi società italiane quotate in Borsa vengono sottoposte ad analisi soltanto in casi straordinari, quando se ne presenta la necessità. Ovvero, quando ormai è troppo tardi. Nel momento in cui Tanzi venne a sapere dell'indagine da parte della Consob, si rivolse addirittura a Silvio Berlusconi per chiedere un suo intervento in merito alla questione.³⁶ Scoperta la magnitudine del buco finanziario, la Consob rimosse Tanzi dal suo ruolo in Parmalat, sostituendolo con Enrico Bondi; inoltre, dopo che il titolo Parmalat fu sospeso dalle trattazioni in Borsa solamente per qualche giorno, esso fece registrare una diminuzione del valore delle azioni pari al 46,8%, arrivando ad un prezzo pari a 1,19 € per azione.³⁷

La vera goccia che fece traboccare il vaso, facendo scoppiare l'intera vicenda, fu la totale incapacità di Parmalat di rimborsare un euro-bond per 150 milioni di euro, nonostante all'apparenza sembrasse che gran parte del prestito fosse già stata ripagata. La scadenza ufficiale per il rimborso era fissata per il 9 dicembre 2003, ma la società riuscì a posticiparla al 15 dicembre.³⁸ A questo punto, la domanda sorse spontanea sui mercati: come poteva una società che vantava quasi 4 miliardi di euro in disponibilità liquide non essere in grado di rimborsare un prestito obbligazionario per "soli" 150 milioni di euro?³⁹

In seguito, il 19 dicembre 2003, emerse l'inesistenza dei 3,95 miliardi di euro presso la Bank of America, e poco dopo fu confermato che il documento comprovante tale deposito era stato falsificato. Inoltre, il titolo Parmalat subì un ulteriore e drastico abbassamento, arrivando

³⁴ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

³⁵ Ferrarini, G. and Giudici, P (2005), cit., p.19.

³⁶ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

³⁷ "Parmalat torna in Borsa e perde quasi il 50%", *Repubblica*, 11 dicembre 2003, <http://www.repubblica.it/2003/1/sezioni/economia/parmalat/riammessa/riammessa.html>

³⁸ Scandali Finanziari, Il Crack Parmalat, cit.

³⁹ Dobson, W.D., (2004), cit., p.7.

a quota €0,11 per azione⁴⁰, indice di un totale crollo nella fiducia del mercato e degli investitori. Lo stesso giorno, il titolo Parmalat fu declassato dal Standard & Poor's al livello di Default.⁴¹ La dichiarazione ufficiale di insolvenza per Parmalat SpA risale al 27 dicembre 2003, e in seguito si allargò per includere anche le altre società appartenenti al medesimo gruppo.⁴²

La Parmalat fu tuttavia tratta in salvo da un intervento congiunto tra lo Stato, che elargì alla società 150 milioni di euro,⁴³ e alcune banche; ciò permise la continuazione delle attività dell'impresa di Collecchio, che beneficiò del cosiddetto "decreto salva-imprese",⁴⁴ che le evitò la procedura fallimentare.⁴⁵ Grazie all'operato di Enrico Bondi, la nuova Parmalat SpA fu in grado di recuperare più di 2 miliardi di euro, permettendo così la continuazione della produzione; un intervento importante fu in seguito la legge Marzano,⁴⁶ che convertì in legge il decreto salva-imprese e che sembrò quasi creata *ad hoc* per l'occasione; grazie ad essa Parmalat poté trasformare i propri debiti in azioni e far quindi ripartire l'azienda da zero.⁴⁷

Ad integrare la già ricca vicenda della truffa perpetuata da Tanzi e collaboratori, possiamo nominare anche la fuga all'estero di collaboratori del *patron* Parmalat con oggetti di valore ed opere d'arte, come dichiarato da un ex uomo scorta di Tanzi ad un inviato di Report: pochi giorni prima che l'intera vicenda venisse a galla, infatti, tali oggetti vennero portati con dei furgoni fino al confine svizzero. Si parla di un valore delle opere d'arte (111 quadri) che, secondo il Procuratore della Repubblica di Parma Gerardo la Guardia, si aggirava intorno ai 28 milioni di euro.⁴⁸

Un altro aspetto riguarda l'ambito calcistico, dove Tanzi possedeva già il Parma Calcio; si scoprì in seguito che anche il Verona Calcio era nelle mani dello stesso Calisto, e ciò che arricchisce la vicenda è il fatto che l'acquisto fu completato con i fondi della società. La proprietà da parte di uno stesso soggetto di due diverse squadre all'interno dello stesso campionato configura un illecito sportivo, aggravato dal fatto che parecchi calciatori e anche allenatori passarono da Parma a Verona e viceversa, permettendo alle due società di realizzare ingenti

⁴⁰ Wikipedia, Crac Parmalat, cit.

⁴¹ "Le tappe della vicenda Parmalat", *Il Sole 24 ore*, 18 dicembre 2008, <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/Finanza%20e%20Mercati/2008/12/scheda-crac-parmalat.shtml?uuiid=29bd3c50-cd3a-11dd-8f0b-bdce7f887965>.

⁴² Parmalat, Investor Relations, Contenzioso, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/contenzioso, data di consultazione: 10.06.2014.

⁴³ "Parmalat, prestito di 150 milioni arriva il via libera del governo", *Repubblica*, 22 gennaio 2004, <http://www.repubblica.it/2004/a/sezioni/economia/parmalat7/marza/marza.html>.

⁴⁴ Decreto Legge n.347 del 23 dicembre 2003.

⁴⁵ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

⁴⁶ Legge 18 febbraio 2004, n.39 (legge di conversione del decreto legge n.347/2003, il cosiddetto "decreto salva-imprese").

⁴⁷ Rai3, Report, Puntata del 29 novembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", cit.

⁴⁸ Rai3, Report, Aggiornamento del 6 dicembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-f8811dfa-6db2-46e6-8445-46ded16f6f00.html>.

guadagni. Un sospetto, inoltre, sorge a proposito della penultima partita del campionato di serie A 2000/2001, giornata in cui sembra proprio che il Parma "permise" al Verona di vincere il match, implicando così la salvezza di quest'ultima e la retrocessione del Napoli, società che in seguito fallì. Ciliegina sulla torta, si scoprì che la Lega Calcio era al corrente dei fatti.⁴⁹

Sono episodi, questi, che mettono tristemente in risalto il fatto che notevoli quantità di denaro furono prelevate dalle casse della società per soddisfare interessi economici di Tanzi, dei suoi familiari e conoscenti, quando questi soldi provenivano dalle tasche di molti risparmiatori italiani e stranieri, che al termine della storia si trovarono senza più niente in mano.

È interessante riportare le opinioni di alcuni dipendenti di Parmalat e degli abitanti del posto in merito allo scandalo che coinvolse la società: da un servizio di Report, andato in onda su Rai3 il 28 ottobre 2007, sembra quasi affiorare un senso di lealtà nei confronti di Calisto Tanzi; la responsabilità del crac fu piuttosto attribuita ai politici, mentre il *patron* venne difeso e definito una "brava persona". Altri, tuttavia, non osarono sbilanciarsi e si racchiusero dietro un "ostinato mutismo",⁵⁰ non proferendo parola su un caso che nascondeva scottanti implicazioni e che avrebbe portato alla luce rapporti basati su corruzione e finanziamenti illeciti, nei quali era coinvolto un numero impressionante di persone, barricate dietro società fantasma. Nonostante praticamente tutti fossero a conoscenza della realtà dei fatti, come spesso succede nei piccoli centri di provincia. Degno di nota è anche un aspetto citato da Dobson,⁵¹ e approfondito da Ferrarini e Giudici,⁵² ovvero la "*poor quality of auditing*", come viene definita da Dobson, che certamente contribuì in misura significativa al protrarsi della situazione, ritardando anche notevolmente un intervento risolutivo da parte delle autorità competenti.

Il giorno 1° ottobre 2005 segnò la nascita della "nuova" Parmalat SpA, una società distinta dalla precedente, che andò a comprendere sia le attività sia le passività di 16 diverse società tra quelle che facevano parte del "vecchio" gruppo Parmalat.⁵³ Furono in seguito avviate diverse cause in tribunale e, come visto sopra, le condanne definitive sono state emanate solamente nel mese di marzo 2014; solo l'ennesimo esempio della celerità della giustizia italiana.

I primi giorni successivi alla quotazione hanno fatto registrare un'elevata volatilità nel titolo Parmalat, probabilmente riconducibile al procedimento giuridico in corso e legata alla sua incerta conclusione. Alcuni eventi collegati al percorso legale in cui era coinvolta Parmalat, infatti, hanno fatto percepire la loro influenza sull'andamento del titolo in Borsa: ad esempio,

⁴⁹ Rai3, Report, Aggiornamento del 29 novembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", cit.

⁵⁰ Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", cit.

⁵¹ Dobson, W.D., (2004), cit., p.19.

⁵² Ferrarini, G. and Giudici, P. (2005), cit., pp.4-58.

⁵³ Parmalat, Investor Relations, Contenzioso, cit.

un incremento del 2,76% è stato registrato all'inizio di febbraio 2006 in seguito alla ricevuta conferma della possibilità di poter ottenere maggiori risarcimenti, in caso di un esito positivo del procedimento legale.⁵⁴

Dopo la quotazione in Borsa, l'operato di Enrico Bondi alla guida della nuova Parmalat ha portato ad una svolta netta, con dati decisamente positivi fatti registrare già all'inizio del 2006 e previsti in miglioramento per l'intero esercizio,⁵⁵ con un fatturato relativo ai mesi di gennaio e febbraio che si è attestato a quota €613 milioni, in incremento del 9% sugli stessi mesi dell'esercizio precedente; ha subito un deciso rialzo anche l'EBITDA, aumentato del 18% fino a raggiungere €45 milioni nei primi due mesi dell'esercizio 2006.⁵⁶ Nei giorni successivi alla pubblicazione di tali dati di bilancio, il prezzo delle azioni di Parmalat è stato oggetto di un incremento sostanziale, raggiungendo in data 28 marzo 2006 un valore di €2,5925 per azione (+1,63% sul giorno precedente), proseguendo tuttavia il trend altalenante che lo aveva caratterizzato nell'ultimo periodo. Ciò sta ad indicare l'incertezza che ancora gravava sul mercato, con un numero di azioni scambiate nel periodo che abbassa decisamente la media, segni dell'attesa da parte degli investitori delle decisioni definitive da parte della Corte Costituzionale a proposito del crac della "vecchia" Parmalat.⁵⁷ Il 2006 ha rappresentato proprio l'anno della svolta per la società, come esplicitamente dichiarato dallo stesso Bondi.⁵⁸

L'Amministratore Straordinario ha inoltre espressamente affermato in Tribunale l'impossibilità del fatto che le banche finanziatrici di Parmalat non fossero a conoscenza della reale situazione in cui versava la società, in quanto sarebbe stato sufficiente per gli istituti di credito effettuare un confronto riguardante i debiti effettivi e quelli dichiarati in bilancio.⁵⁹ Soltanto l'anno successivo al crac sono emersi i nomi delle banche che, proprio prima dello scoppio dello scandalo, si erano liberate della quasi totalità dei titoli Parmalat (azionari ed obbligazionari) da loro detenuti, vendendoli ad ignari clienti in misura massiccia: basti affermare che se

⁵⁴ Adusbef Veneto, Crack Parmalat: archivio notizie obbligazioni azioni risparmiatori, data di consultazione 8 agosto 2014, <http://www.adusbef.veneto.it/parmalat/crack-finanziari/parmalat/crack-parmalat-archivio-notizie-obbligazioni-azioni-risparmiatori>.

⁵⁵ Barlassina, M., "Parmalat: per il 2006 previsto risultato netto in miglioramento", *Finanza.com*, 24 marzo 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Parmalat_per_il_2006_previsto_risultato_netto_in_migliorame-171056.

⁵⁶ Scozzari, C., "Parmalat, nei primi due mesi ricavi salgono a 613 milioni", *Finanza.com*, 27 marzo 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Parmalat_nei_primi_due_mesi_ricavi_salgono_a_613_milioni-171084.

⁵⁷ Osella, M., "Rimbalzo in azione su Parmalat", *Finanza.com*, 28 marzo 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Rimbalzo_in_azione_su_Parmalat-171258.

⁵⁸ Osella, M., "Parmalat: Bondi, il 2006 sarà l'anno decisivo per noi", *Finanza.com*, 5 aprile 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Parmalat_Bondi_il_2006_sara_l_anno_decisivo_per_noi-171816.

⁵⁹ Adusbef Veneto, Crack Parmalat: archivio notizie obbligazioni azioni risparmiatori, data di consultazione 8 agosto 2014, cit.

all'inizio del 2003 i titoli di proprietà delle banche ammontavano ad un totale di quasi €230 milioni, alla data del crac esse ne detenevano soltanto €31 milioni avendo ceduto la quota maggiore ai piccoli risparmiatori, salvando così le loro casse dal prospettato fallimento della società di Collecchio, andando invece ad infliggere ingenti perdite ai loro clienti.⁶⁰

La conduzione del Commissario Straordinario Enrico Bondi si è rivelata decisamente positiva per la nuova Parmalat, con dati di bilancio che hanno fatto registrare incrementi più o meno consistenti anche negli esercizi successivi. Un piccolo passo, ma alquanto significativo, è stata l'ufficializzazione, alla fine di aprile 2007, della decisione da parte della società di distribuire dei dividendi che, seppur minimi (€0,025 per azione), hanno rappresentato un'iniezione di fiducia e positività nei confronti della società, nonostante i procedimenti legali ancora in corso. La rinnovata fiducia degli investitori è stata riscontrata anche nella partecipazione all'assemblea e all'approvazione di un aumento di capitale, tentativo che era fallito l'anno precedente. Inoltre, i bilanci relativi all'esercizio 2006 riferiscono di un incremento del fatturato del 4,4% nei confronti del 2005, trend seguito anche dall'utile, pari a €192,5 milioni.⁶¹

Negli esercizi successivi l'operato di Bondi ha permesso alla società di proseguire il proprio trend positivo, con i ricavi del 2008 che hanno fatto registrare un aumento del 6,9%, arrivando a raggiungere quota €4.128,7 milioni. Tutto ciò, nonostante la critica situazione economica ed il peso sempre maggiore della concorrenza; tali risultati sono stati supportati grazie all'ampliamento dell'offerta, caratterizzata da una maggiore differenziazione dei prodotti.⁶²

Un introito di particolare rilevanza è stato registrato all'inizio del 2009, quando Parmalat ha incassato €105 milioni da diversi istituti bancari, in seguito ad accordi in merito al procedimento legale successivo al crac della "vecchia" società.⁶³ Anche questo esercizio offre ottimi riscontri in termini di valori di bilancio, con fatturato ed utile intermedi (al 30 settembre 2009) in ulteriore crescita rispetto all'esercizio precedente; oltre a ciò, il Commissario Straordinario ha espresso l'intenzione della società di procedere all'espansione del portafoglio prodotti, per includere anche un'offerta specifica per l'infanzia, oltre a progetti di acquisizione.⁶⁴

⁶⁰ Adusbef Veneto, Crack Parmalat: archivio notizie obbligazioni azioni risparmiatori, data di consultazione 8 agosto 2014, cit.

⁶¹ "Bondi: Parmalat è diventata una grande public company", *La Stampa*, 29 aprile 2007, <http://www.lastampa.it/2007/04/29/economia/bondi-parmalat-diventata-una-grande-public-company-zd8RO4UYSovSz3HHMZEMqM/pagina.html>.

⁶² "I conti 2008 di Parmalat: +6,9% il fatturato. Bondi: "Il gruppo tiene in un contesto difficile"", *La Gazzetta di Parma*, 30 settembre 2009, <http://www.gazzettadiparma.it/news/economia/10984/I-conti-2008-di-Parmalat-.html>.

⁶³ "Parmalat, Bondi incassa 105 milioni da quattro banche", *Il Piccolo GeLocal*, 7 febbraio 2009, http://ricerca.gelocal.it/ilpiccolo/archivio/ilpiccolo/2009/02/07/NZ_07_PRIM.html.

⁶⁴ "Parmalat, cala utile netto. Bondi: "Baby-food interessa"", *La Repubblica di Parma*, 7 novembre 2009, <http://parma.repubblica.it/dettaglio/parmalat-cala-utile-netto-bondi:-baby-food-interessa/1772116>.

3. OPA di Lactalis su Parmalat

3.1 Definizione e Normativa sull'OPA

Le principali fonti normative riguardanti le offerte pubbliche di acquisto sono il D. Lgs. n.58/1998 (TUF) e il Regolamento n. 11971/99 della Consob (il Regolamento Emittenti). Il Testo Unico della Finanza definisce l'offerta pubblica di acquisto come *"ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari [...]"*⁶⁵; l'offerta deve essere promossa ad almeno 100 soggetti e deve avere come oggetto un importo minimo di €2,5 milioni.⁶⁶ In altre parole, l'Offerente propone ai titolari di prodotti finanziari di acquistare i titoli da loro detenuti in cambio di un corrispettivo prestabilito (normalmente maggiore rispetto al prezzo delle azioni sul mercato in quel dato momento) ed entro un certo limite temporale, che varia in base alla tipologia dell'offerta.⁶⁷ L'Offerente, ovvero il soggetto che promuove l'offerta riguardante le azioni dell'Emittente, ha l'obbligo di darne comunicazione alla Consob, inoltrando diversi documenti indicanti i dati specifici dell'offerta. Tali informazioni verranno in seguito fornite anche alla società interessata dall'offerta e divulgate al mercato di riferimento.⁶⁸ L'obiettivo dell'Offerente è quello di acquisire il controllo della società tramite l'acquisto della quota di maggioranza; la promozione dell'OPA può avvenire per mera volontà dell'Offerente (si parlerà in questo caso di OPA volontaria totalitaria) oppure per l'osservanza di norme relative agli assetti proprietari e agli obblighi in merito (OPA obbligatoria).⁶⁹ Secondo l'art.106 del TUF, viene a sussistere l'obbligo di promozione di un'offerta pubblica di acquisto nel caso in cui un soggetto assuma la posizione di titolare di una partecipazione in una società quotata superiore al 30% del capitale sociale.⁷⁰

La finalità del legislatore nel predisporre una norma contenente tale principio viene ricondotta all'obiettivo di porre rimedio all'asimmetria informativa tra le varie parti coinvolte, che

⁶⁵ art. 1, comma 1, lettera v, D. Lgs. n.58/1998 (TUF), "Offerta pubblica di acquisto o scambio".

⁶⁶ Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Bari, Offerta Pubblica di Acquisto, Relatore Dott. Ezio Tartaglia, http://www.disag.uniba.it/ALLEGATI/mat_dida_giur/OFFERTA_PUBBLICA_DI_ACQUISTO.pdf, data di consultazione 1° luglio 2014.

⁶⁷ Seconda Università degli Studi di Napoli, "Le offerte pubbliche di acquisto", http://www.economia.unina2.it/suneco/front/showbindata/clazzAttachmentBinDataDAO/3718/Lezione_OPA_P&R.pdf, data di consultazione 1° luglio 2014.

⁶⁸ Borsa Italiana, Notizie, OPA, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>, data di aggiornamento 24 febbraio 2006, data di consultazione 1° luglio 2014.

⁶⁹ Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Bari, Offerta Pubblica di Acquisto, cit.

⁷⁰ art. 106, comma 1, D. Lgs. n.58/1998 (TUF), "Offerta pubblica di acquisto totalitaria": *"Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso"*.

inevitabilmente viene a crearsi in tali circostanze; viene pertanto offerto agli azionisti di minoranza il diritto di cedere la loro quota di partecipazione nella società ad un prezzo pari o superiore al premio di maggioranza,⁷¹ nel caso in cui questi non gradiscano il nuovo azionista di maggioranza o di controllo della società. Tuttavia, l'interpretazione della normativa varia a seconda del punto di vista: se gli obiettivi del legislatore possono essere definiti come la tutela degli azionisti di minoranza e l'efficienza del mercato, dal punto di vista giuridico il primo punto è quello maggiormente rilevante, su di esso è focalizzato l'intero impianto normativo; dal punto di vista economico, invece, la protezione degli azionisti di minoranza è vista come un elemento funzionale all'efficienza economica del mercato.⁷²

3.2 Processo di Acquisizione e Dettagli dell'Operazione

La storia del Gruppo Lactalis ebbe inizio nel 1933 a Laval, in Francia, per opera di André Besnier. L'azienda fu da subito protagonista di un'incredibile ascesa, con fatturati in continuo incremento grazie anche all'apertura di nuovi stabilimenti e alle numerose acquisizioni di marchi, inizialmente solo entro i confini nazionali e successivamente anche all'estero.

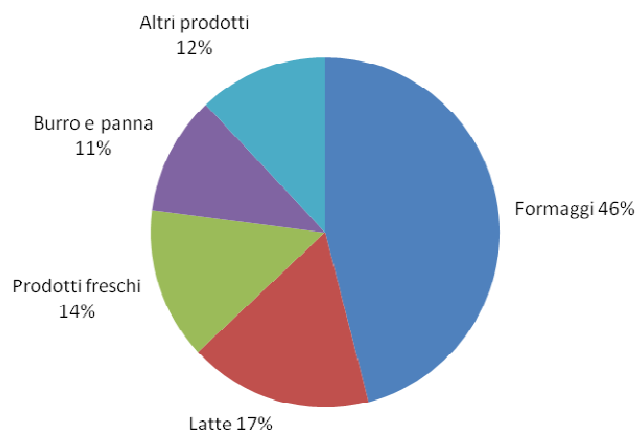
Nell'anno 2000, i comandi della società vennero ceduti da Michel Besnier al figlio Emmanuel, il quale ancora oggi ricopre la più alta carica all'interno del gruppo, che è controllato interamente dalla famiglia fondatrice. Nel settore dell'industria lattiero-casearia, il Gruppo Lactalis ha conquistato posizioni prossime al vertice, arrivando a raggiungere addirittura la vetta della classifica mondiale dopo aver portato a termine l'OPA su Parmalat, operazione che ha permesso alla società francese di sfruttare importanti opportunità di crescita e sviluppo.⁷³

⁷¹ Vianelli, G., "Opa obbligatoria, esenzioni e relative elusioni: Italia ed UK a confronto", *Altalex*, 27 marzo 2014, <http://www.altalex.com/index.php?idnot=66990>.

⁷² Rabitti Bedogni, C., (1999), "OPA e mercato", Roma, pp.38-39. Su questo tema, Shleifer e Vishny (1997) affermano che tanto la tutela legale degli azionisti quanto un certo livello di concentrazione della proprietà sono elementi essenziali per un buon sistema di *corporate governance*. Da un lato, la presenza di grandi azionisti serve ad assicurare che i manager distribuiscano gli utili; dall'altro lato, per essere incentivati ad investire in una società, gli azionisti di minoranza richiedono una certa tutela di tipo legale, per evitare il rischio di espropriazione da parte di manager e azionisti di maggioranza. In realtà, i sistemi di *corporate governance* di maggior successo sono proprio quelli basati su una combinazione di questi due elementi (ad esempio Stati Uniti, Germania e Giappone). Le nazioni basate su ordinamenti di *common law* risultano fornire una maggiore tutela agli azionisti di minoranza rispetto a quelli di *civil law*, quali Francia e Italia; inoltre, un'elevata concentrazione della proprietà, caratteristica diffusa in questi ultimi ordinamenti, sembra essere una risposta alla scarsa protezione legale degli azionisti (LaPorta, Lopez-de-Silanes et al., 1996).

⁷³ Lactalis, Groupe, Historique, <http://www.lactalis.fr/english/groupe/historique.htm>, data di consultazione 1° luglio 2014.

Le attività dell'azienda si concentrano principalmente sulla produzione e distribuzione di latte e prodotti derivati, con i formaggi che ricoprono la porzione più consistente del fatturato di Lactalis. Le strategie espansionistiche hanno portato la società non solo in tutta Europa, ma anche in America, Asia ed Africa; ad oggi, Lactalis può contare circa 150 nazioni in cui vengono commercializzati i suoi prodotti. Anche in Italia l'operato del gruppo è stato rilevante, esso infatti ha implementato con successo l'acquisizione di importanti marchi tra i quali rientrano Locatelli, Galbani e Invernizzi; all'ultimo posto, in ordine cronologico ma non per rilevanza, si trova infine il completamento dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria su Parmalat SpA.⁷⁴



Al fine di ricostruire in maniera cronologica le varie tappe del percorso che hanno portato il Gruppo Lactalis a completare l'OPA su Parmalat, si può fare riferimento ai documenti che, secondo gli obblighi di trasparenza imposti dalle autorità competenti in materia, sia l'Offerente (il Gruppo Lactalis) sia l'Emittente (Parmalat SpA) hanno reso pubblici alle dovute scadenze.

Il primo episodio rilevante nell'intera vicenda è un comunicato stampa promosso dal Gruppo Lactalis in data 17 marzo 2011:⁷⁵ il gruppo lattiero-caseario francese comunicò al pubblico e ai mercati di aver acquisito una rilevante quota delle partecipazioni nella società di Collecchio, arrivando a detenere una percentuale pari all'11,42% del capitale sociale; parte di questa partecipazione era detenuta da Lactalis direttamente (7,28%), mentre il rimanente 4,14% corrispondeva ad azioni acquistate da Lactalis tramite l'utilizzo di *equity swap*. I contratti di *equity swap* stipulati da Lactalis si sarebbero in ogni caso conclusi il 2 aprile 2012 con la cosiddetta *physical delivery*, ovvero il trasferimento delle azioni alla stessa Lactalis, per una partecipazione potenziale complessiva del 7% sul capitale sociale, la quale sarebbe andata ad aggiungersi alla partecipazione del 7,28%, già detenuta direttamente dalla società francese.

L'intento principale di Lactalis nel promuovere queste acquisizioni era essenzialmente quello di integrare due dei maggiori esponenti mondiali nell'ambito della produzione e com-

⁷⁴ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Documento di Offerta, maggio 2011.

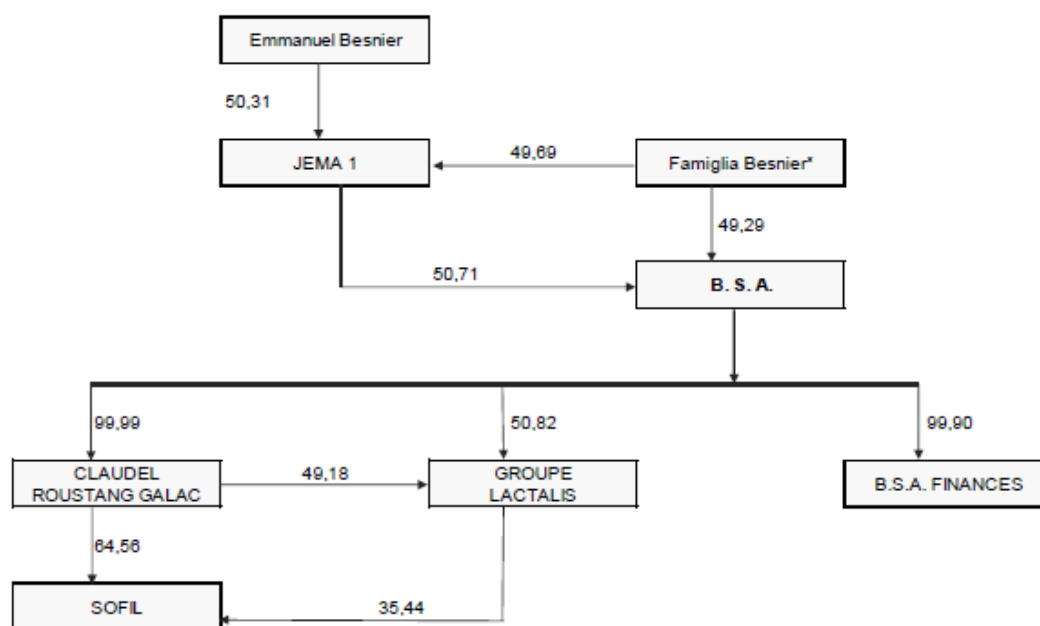
⁷⁵ Comunicato stampa del Gruppo Lactalis, 17 marzo 2011, <http://www.imagebuilding.it/static/pdf/Comunicato%2017032011%20Lactalis.pdf>.

mercializzazione di latte e prodotti derivati, sfruttando le sinergie che ne sarebbero derivate e la complementarietà dei due gruppi per quanto riguarda la presenza su diversi mercati di riferimento. In particolare, Parmalat avrebbe potuto sfruttare la già notevole espansione del mercato di Lactalis per ampliare ulteriormente i propri orizzonti. Lactalis puntava al raggiungimento della posizione di "azionista industriale di riferimento" per la società italiana, al fine di porre in essere strategie mirate che avrebbero permesso alle società di espandere i propri orizzonti di vendita verso nuovi mercati, sfruttando i punti di forza di entrambe.⁷⁶

Poco più di un mese dopo, il 26 aprile 2011, Lactalis rese pubblica al mercato la propria intenzione di mettere in moto il procedimento per un'offerta pubblica di acquisto volontaria, avente ad oggetto la totalità delle azioni di Parmalat SpA. Il corrispettivo stabilito sarebbe stato pari ad € 2,60 per azione.⁷⁷ Allo stesso giorno fa riferimento anche la comunicazione obbligatoria alla Consob, relativa alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria riguardante le azioni di Parmalat SpA, da parte di Sofil Sas (Société pour le Financement de l'Industrie Laitiere Sas), che potrebbe essere definita una "società veicolo" del Gruppo Lactalis. Sofil, infatti, eseguì la comunicazione "anche per conto di BSA S.A. e di Groupe Lactalis S.A."; è opportuno infatti specificare che, alla data della comunicazione, la porzione maggiore (65%) del capitale sociale di Sofil era nelle mani della società francese Claudel Roustang Galac S.A. (CRG), mentre il Gruppo Lactalis era titolare del rimanente 35%. A sua volta, però, BSA S.A. detiene il 99,99% del capitale sociale di CRG e controlla anche Groupe Lactalis; a capo di questa rete di società siede la famiglia Besnier: ad ognuno dei tre fratelli spetta infatti un terzo delle azioni di BSA S.A.

⁷⁶ Comunicato stampa del Gruppo Lactalis, 17 marzo 2011, cit.

⁷⁷ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Comunicato stampa del Gruppo Lactalis, 26 aprile 2011.



Per quanto riguarda Parmalat, in data 26 aprile 2011 tra gli azionisti principali figuravano appunto Lactalis, che già il successivo 30 marzo incrementò la propria partecipazione, raggiungendo il 28,969% del capitale sociale (attraverso BSA S.A. con il 27,967% e Groupe Lactalis con l'1,002%) grazie all'anticipata conclusione dei contratti di *equity swap* e al conseguente trasferimento delle azioni sottostanti, Blackrock Inc. (4,951%) e Intesa Sanpaolo SpA (2,438%); in tale data, erano queste le uniche partecipazioni che superavano la quota del 2% sul capitale sociale, quota che secondo il TUF⁷⁸ implica l'obbligo di comunicazione della partecipazione rilevante sia alla Consob sia alla società stessa.⁷⁹

Il mercato ha salutato positivamente la notizia riguardante la promozione dell'OPA su Parmalat da parte di Lactalis: il titolo della società italiana ha infatti subito un rialzo del 10,73%, arrivando a quota €2,56 per azione (valore molto prossimo al corrispettivo unitario pattuito per la transazione), indicando grande fiducia e speranze di gran lunga positive per la realizzazione dell'operazione.⁸⁰ Il fatturato previsto dall'unione dei due colossi del settore lattiero-caseario si aggira intorno a 14 miliardi di euro, fornendo così un solido appoggio alla visione ottimistica del mercato. È interessante notare, inoltre, come alcune azioni messe a punto dal Governo del nostro Paese per contrastare il gruppo francese abbia sortito l'effetto opposto,

⁷⁸ art. 120 D. Lgs. n.58/1998 (TUF), Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

⁷⁹ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Comunicazione di Sofil Sas del 26 aprile 2011 ai sensi dell'art. 102 D. Lgs. n. 58/1998 e dell'art. 37 del Regolamento Consob n.11971/1999 – Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria promossa da Sofil Sas avente ad oggetto massime 1.298.186.659 azioni ordinarie di Parmalat SpA.

⁸⁰ Olivieri, A., "Svolta su Parmalat: Lactalis lancia l'Opa. Per i francesi debiti a 5 miliardi dopo l'offerta", *Il Sole 24 Ore*, 27 aprile 2011, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-26/svolta-parmalat-lactalis-lancia-210254.shtml?uuid=AaroMCSD>.

ovvero quello di sollecitare indirettamente Lactalis ad avviare i procedimenti necessari per l'offerta.⁸¹

La documentazione relativa all'OPA è stata depositata da Sofil alla Consob il 29 aprile 2011.⁸² I dettagli dell'operazione sono ampiamente descritti nel Documento di Offerta:⁸³ l'Offerente, come illustrato precedentemente, è Sofil Sas, società veicolo che fa da tramite per Groupe Lactalis e BSA; Parmalat SpA viene anche definita come "l'Emittente".

L'offerta pubblica di acquisto promossa da Sofil Sas ha come oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Parmalat SpA, alle quali però deve essere sottratta la percentuale già detenuta dal Gruppo Lactalis (28,969% del capitale sociale); a tale percentuale (71,031%) devono essere aggiunte altre "potenziali" 63.725.992 azioni, che la società potrà decidere di emettere durante il periodo di adesione all'offerta (23 maggio – 8 luglio 2011) e che saranno riservate ai creditori. In conclusione, l'OPA promossa da Sofil riguarda un totale di massime 1.298.186.659 azioni Parmalat, dal valore nominale di €1,00 ciascuna. Come sottolineato dall'Offerente stesso, il *delisting* delle azioni Parmalat dal Mercato Telematico Azionario non rientra tra gli obiettivi dell'operazione.

Lactalis, tramite l'offerta pubblica di acquisto totalitaria, vuole ora superare la posizione di "azionista industriale di riferimento" per divenire la società controllante di Parmalat: tra le condizioni necessarie per l'attuazione dell'offerta rientra infatti anche una clausola secondo la quale Lactalis deve arrivare a detenere una partecipazione pari almeno al 55% delle azioni ordinarie di Parmalat, ai fini dell'efficacia dell'operazione.

Come l'art. 108 del TUF,⁸⁴ anche il Documento di Offerta prevede che, qualora Lactalis si trovi nella posizione di titolare di una quota di azioni Parmalat compresa tra il 90,5% e il 95% del capitale sociale, essa avrà l'obbligo di ripristinare il flottante entro il termine di 90 giorni previsto dalla legge. Nel caso in cui la partecipazione detenuta da Lactalis superi la quota del 95% entrerà in gioco l'obbligo di acquisto della quota di azioni rimanenti.

Il Documento di Offerta predisposto da Sofil Sas fu ufficialmente approvato dalla Consob il 13 maggio 2011, e dal giorno successivo fu reso disponibile per la consultazione da parte

⁸¹ "Lactalis lancia l'Opa su Parmalat. Berlusconi: «Non è un atto ostile»", *Corriere della Sera*, 26 aprile 2011, http://www.corriere.it/economia/11_aprile_26/lactalis-parmalat-opa_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml.

⁸² Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Comunicato Stampa del Gruppo Lactalis del 29 aprile 2011, ai sensi dell'art. 114 D. Lgs. n. 58/1998

⁸³ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Documento di Offerta, maggio 2011.

⁸⁴ art. 108 D. Lgs. n.58/1998, Obbligo di acquisto.

degli utenti pubblici. La data di pagamento del corrispettivo (€2,60 per azione) fu stabilita per il 15 luglio 2011.⁸⁵

In un comunicato stampa del 20 maggio 2011, il Consiglio di Amministrazione di Parmalat riporta, oltre ai dati principali dell'operazione, anche alcune valutazioni relative all'offerta promossa da Sofil. Numerosi aspetti positivi emergono dall'analisi del CdA di Parmalat, quali ad esempio la possibilità di espansione della società parmense e dei suoi marchi sui mercati coperti da Lactalis, e a questo proposito viene anche posta in evidenza la complementarietà dei mercati, intesi in senso geografico, sui quali operano le due società. Inoltre, sia Parmalat sia Lactalis incentrano la loro attività sul mercato *dairy*, che include principalmente latte e prodotti derivati; ciò sta quindi ad indicare una quasi perfetta coincidenza del principale ramo di attività sul quale le due aziende concentrano le loro strategie produttive e distributive.

Tuttavia, alcune criticità emersero a proposito del corrispettivo, fissato in €2,60 per azione: Parmalat SpA decise di affidarsi a Goldman Sachs International come consulente finanziario, al fine di operare una valutazione in merito al prezzo; questo non fu valutato congruo, pertanto il *financial advisor* non poté rilasciare la cosiddetta *fairness opinion*, ovvero un giudizio di congruità del corrispettivo. Ciò fu motivato a seguito di un'approfondita analisi, condotta con diversi metodi di valutazione, tra i quali rientrano il metodo dei *Discounted Cash Flow*, i multipli relativi ad operazioni simili effettuate da altre società all'interno del settore *dairy* e i premi impliciti pagati in offerte pubbliche di acquisto precedenti, relative ai mercati italiano ed europeo. In ognuno di questi casi, il corrispettivo di €2,60 era appena superiore o addirittura inferiore al prezzo minimo risultante dalle analisi, implicando quindi la non congruità dello stesso con il valore di Parmalat relativo all'operazione in questione.⁸⁶

In corrispondenza della scadenza del periodo di adesione all'offerta, ovvero in data 8 luglio 2011, Sofil Sas emanò un comunicato stampa dichiarando il raggiungimento di una partecipazione in Parmalat dell'83,308%, anche per mezzo di BSA e Groupe Lactalis, indicando inoltre l'avvenuta efficacia dell'operazione.⁸⁷ La netta maggioranza raggiunta dal gruppo francese consente un notevole potere decisionale, controbilanciato però da un ingente esborso, pa-

⁸⁵ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Comunicato stampa del 13 maggio 2011, ai sensi dell'art. 114 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato (il "TUF") e dell'art. 66 del Regolamento adottato da Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato ed integrato (il "Regolamento Emittenti").

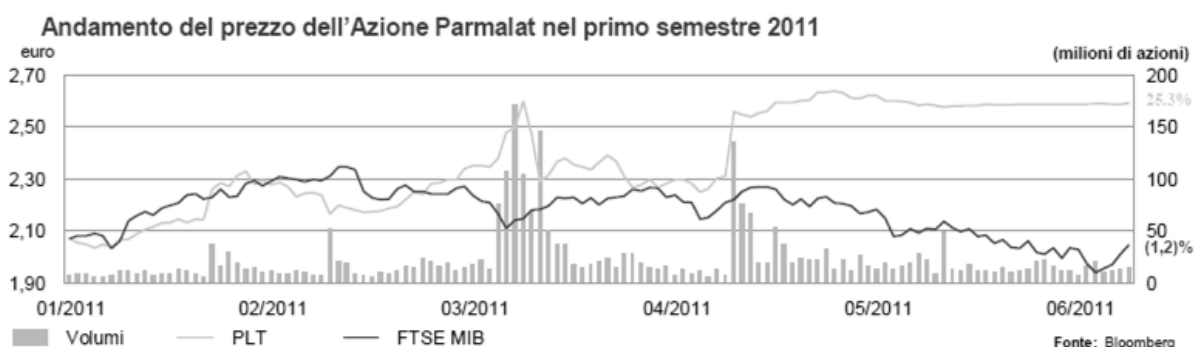
⁸⁶ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Comunicato del Consiglio di Amministrazione di Parmalat SpA del 20 maggio 2011, ex art. 103 D. Lgs. n.58/1998, in relazione all'OPA promossa da Sofil Sas.

⁸⁷ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Risultati provvisori dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Sofil Sas su azioni ordinarie Parmalat SpA, Comunicato stampa, 8 luglio 2011.

ri a €2,455 miliardi, somma che, stando a quanto dichiarato dal vertice di Lactalis Emmanuel Besnier, rappresenta un investimento per portare le due società ad uno sviluppo sempre maggiore su scala mondiale.⁸⁸

I risultati definitivi furono pubblicati il 14 luglio 2011, in un comunicato stampa in cui venne specificato che, alla data di pagamento del corrispettivo (15 luglio 2011), la partecipazione definitiva detenuta da Lactalis era pari all'83,330% del capitale sociale di Parmalat, per un prezzo pari ad €2,60 per azione⁸⁹

Il grafico seguente illustra l'andamento del titolo Parmalat in Borsa per il primo semestre dell'esercizio 2011; si può notare che il prezzo delle azioni della società di Collecchio ha seguito un *trend* piuttosto variabile, influenzato molto probabilmente dalle voci che circolavano sul mercato in merito alla realizzazione dell'offerta pubblica di acquisto da parte di Lactalis su Parmalat SpA. Quando il gruppo francese ha reso pubblica la sua intenzione di promuovere l'OPA su Parmalat, in data 26 aprile 2011, il titolo ha subito un notevole incremento, assumendo per i due mesi successivi un valore pressoché stabile attorno a €2,60 per azione (valore che corrisponde al corrispettivo unitario per azione pattuito per l'OPA).⁹⁰



Un drastico decremento si è verificato in seguito, tra la fine di giugno e l'inizio di luglio 2011, da ricondursi alla difficile situazione economica del periodo, con la crisi finanziaria che ha accomunato un rilevante numero di Paesi europei e non; tale riduzione del prezzo di Parmalat in Borsa ha tuttavia riportato il titolo su un andamento simile a quello fatto registrare dall'indice FTSE MIB per il periodo considerato.⁹¹

⁸⁸ "L'Opa di Lactalis su Parmalat si è conclusa con successo", *Repubblica*, 8 luglio 2011, http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l_opa_di_lactalis_su_parmalat_si_chiuse_con_succe-18863798/.

⁸⁹ Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis, Avviso sui risultati definitivi dell'offerta – Data di pagamento, Comunicato stampa, 14 luglio 2011

⁹⁰ Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazione Finanziaria Semestrale al 30.06.11, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/bilanci_relazioni/relazioni_infra_annuali/.

⁹¹ Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazioni e bilancio 2011, p.15, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/bilanci_relazioni/bilanci_annuali/.

3.3 Acquisto di *Equity Swap* e Trasparenza degli Assetti Proprietari

Un *equity swap* è un prodotto finanziario derivato tramite il quale due parti si scambiano flussi finanziari relativi ad un certo sottostante, a scadenze predeterminate. Solitamente, uno dei due flussi finanziari è fissato in partenza, mentre l'altro è variabile, collegato a tassi quali il LIBOR o l'EURIBOR.

Nei contratti di *total return equity swap*, le parti si scambiano l'intero profilo di rischio relativo ad un sottostante, che generalmente è una società quotata. Viene concordato tra le parti un capitale nozionale, l'importo del quale viene poi rapportato al prezzo delle azioni della società quotata. I flussi finanziari che le parti si scambieranno possono essere così descritti: il cliente paga alla banca un certo tasso di interesse, paragonabile a quello che il cliente avrebbe dovuto pagare qualora avesse acquistato le azioni direttamente sul mercato, mentre la banca si impegna a corrispondere al cliente i dividendi che (eventualmente) la società quotata distribuirà in futuro. Fino a questo momento, ai fini del contratto non rileva il fatto che la banca abbia acquistato o meno le azioni sul mercato. Nel momento della conclusione del contratto, le parti si scambieranno ulteriori finanziari allorché il prezzo delle azioni sarà diverso rispetto al valore iniziale; in particolare, se il prezzo delle azioni sarà incrementato, la banca dovrà pagare la differenza al cliente, nel caso opposto sarà il cliente che dovrà versare la differenza alla banca.

La banca, tuttavia, per una finalità di copertura del proprio rischio connesso con la stipula del contratto, acquistando realmente le azioni della società quotata ha la possibilità di neutralizzare il rischio dell'operazione, qualsiasi sia il valore finale dell'azione. La conclusione del contratto può verificarsi in tre modalità diverse: con il trasferimento delle azioni sottostanti dalla banca al cliente (*physical delivery*), il trasferimento di ulteriori flussi di denaro in base alla variazione del valore delle azioni (*cash settlement*), oppure quest'ultima alternativa con inclusa l'opzione per il trasferimento delle azioni sottostanti al cliente.⁹²

Per quanto concerne il caso in esame, nel mese di marzo 2011, quindi pochi giorni prima della pubblicazione del comunicato stampa contenente l'intenzione di Lactalis di diventare l'azionista industriale di riferimento di Parmalat, il gruppo francese stipulò tre diversi contratti con due istituti bancari distinti. Tra le varie alternative per la conclusione del contratto, quella prevista dagli *equity swap* sottoscritti dal Gruppo Lactalis coincideva con la terza sopra descritta, con l'opzione di trasferimento fisico delle azioni anche in anticipo rispetto alla data di scadenza (prevista per il 2 aprile 2012); tale opzione fu poi realmente esercitata da Lactalis, la

⁹² A. Lupoi, *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Padova, CLEUP SC, 2012, pp.73-77.

quale il 30 marzo 2011 si trovò ad essere titolare di un'ulteriore quota delle azioni Parmalat, pari al 15% del capitale sociale, raggiungendo in questo modo il 28,969% di partecipazione.

Il tema degli *equity swap* è spesso collegato a discussioni in materia di trasparenza degli assetti proprietari. Osservando un tale contratto dal punto di vista economico, troviamo che la banca ha una posizione neutra (nel caso in cui abbia acquistato realmente le azioni), mentre il cliente ricopre la posizione che avrebbe il titolare delle azioni sottostanti (in quanto riceve gli eventuali dividendi distribuiti dalla società e sopporta il rischio di variazione del prezzo delle azioni). Dal punto di vista giuridico, però, troviamo la banca nella posizione di titolare delle azioni e, di conseguenza, del diritto di voto; l'interesse economico, tuttavia, è in capo al cliente, il quale sarà interessato all'andamento del valore delle azioni sottostanti.⁹³

Questo insieme di circostanze che vengono a crearsi tramite l'utilizzo di *equity swap* è conosciuto anche con i termini inglesi di *empty voting* e *hidden ownership*, introdotti da Hu e Black.⁹⁴ a seguito del vertiginoso aumento nella diffusione dei prodotti finanziari derivati verificatosi negli ultimi decenni, è incrementato anche l'utilizzo fraudolento di prodotti quali gli *equity swap*. Essi, infatti, permettono il cosiddetto *decoupling* (ovvero la separazione) tra la titolarità delle azioni, il diritto di voto e l'interesse economico. Il termine *empty voting* esprime proprio lo svuotamento del voto dall'interesse economico, pertanto l'esercizio del voto diventa disinteressato e non è più finalizzato al buon andamento della società. Parallelamente, con il termine *hidden ownership* gli autori intendono porre in evidenza il fenomeno degli azionisti fantasma, i quali sono appunto "nascosti" dietro lo schermo protettivo del contratto di *equity swap*.

Per utilizzo fraudolento di tali prodotti finanziari derivati vengono intesi i mancati obblighi di trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate: in altri termini, queste ultime, come pure il mercato finanziario, sono interessati a conoscere le identità degli azionisti che sono titolari di partecipazioni superiori rispetto a certe percentuali, in modo da poter essere in grado eventualmente di prevenire o comunque, in ogni caso, di essere informati riguardo la suddivisione del capitale sociale e la possibilità di eventuali scalate aggressive. Negli ultimi anni, la normativa sulla trasparenza degli assetti proprietari si è notevolmente ampliata ed approfondita, instaurando obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti superiori ad un certo limite; questo varia nei diversi ordinamenti: in Italia il TUF⁹⁵ prevede obblighi di

⁹³ A. Lupoi, cit., pp.73-77.

⁹⁴ Black, B., Hu H.T.C., (2006), "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 56/2006, pp.2-23.

⁹⁵ art. 120 D. Lgs. n.58/1998, Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

comunicazione alla società quotata e alla Consob in caso la partecipazione superi la quota del 2%, negli Stati Uniti il limite è fissato al 5%, mentre nel Regno Unito all'1%. Ciò che conta, in realtà, non è tanto la percentuale a partire dalla quale scattano gli obblighi di comunicazione, quanto piuttosto l'intento normativo nel portare alla luce le partecipazioni rilevanti. Oltre a questo, il Regolamento Emittenti della Consob⁹⁶ introduce il concetto di "partecipazione potenziale": gli obblighi di comunicazione si allargano ad includere anche le partecipazioni potenziali, pertanto anche coloro che sono titolari di un interesse economico nei confronti di una società quotata e potenzialmente potrebbero divenire proprietari delle azioni sottostanti dovranno comunicare la loro situazione alla Consob ed alla società, al fine di rendere gli assetti proprietari delle società quotate i più trasparenti possibile.

Rispettando la normativa in vigore, Lactalis comunicò al mercato e alla Consob la partecipazione detenuta in Parmalat anche per mezzo di *equity swap*; in occasione della promozione dell'offerta pubblica di acquisto, pertanto, l'assetto proprietario in Parmalat era trasparente e ben definito. Se, per ipotesi, la normativa attuale non fosse stata in vigore, Lactalis non avrebbe dovuto rispettare alcun obbligo di trasparenza, e allo stesso tempo avrebbe dovuto dichiarare soltanto la partecipazione detenuta in maniera diretta, mentre la quota potenzialmente raggiungibile grazie ai contratti di *equity swap* sarebbe rimasta nascosta al mercato e alla società stessa.

Gli obblighi di trasparenza previsti, come descritto in precedenza, da varie fonti normative hanno lo scopo di portare alla luce qualsiasi dato o informazione che possa essere utile al pubblico, agli investitori, agli azionisti, agli operatori finanziari e alla società stessa, in modo che ciascuno di questi soggetti possa essere in grado di prendere decisioni in merito alla società quotata (come ad esempio, dal punto di vista di un azionista, l'acquisto o la vendita di un pacchetto azionario) avendo a propria disposizione tutte le informazioni necessarie allo scopo.

⁹⁶ Regolamento Consob n.11971/99, art.119, Criteri di calcolo per le partecipazioni potenziali e la posizione lunga complessiva.

4. Operazioni con Parti Correlate

4.1 Definizione e Normativa

Le principali fonti normative all'interno delle quali si trovano riferimenti alle operazioni con parti correlate sono il Codice Civile, il Regolamento Operazioni con Parti Correlate della Consob (delibera n.17221 del 12 marzo 2010) e la Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate adottata da Parmalat SpA.

Il Codice Civile, all'articolo 2391-bis (Operazioni con parti correlate), stabilisce quanto segue: *"1. Gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione. 2. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea."* Il Codice Civile, quindi, mette in evidenza l'importanza della correttezza e della trasparenza nel corso delle operazioni con parti correlate, al fine di rendere le contrattazioni e lo svolgimento dell'operazione i più corretti possibile, al pari livello di un'operazione svoltasi sul mercato tra parti non correlate.

Il 12 marzo 2010 la Consob ha adottato uno specifico regolamento in materia di operazioni con parti correlate,⁹⁷ successivamente modificato in data 23 giugno 2010. Come visto per quanto concerne il Codice Civile, anche il Regolamento Consob pone da subito l'attenzione sulla correttezza e sulla trasparenza delle operazioni e dei processi aziendali in cui sono coinvolte parti tra loro correlate (art.2). L'obiettivo dell'intero impianto normativo, pertanto, è quello di assicurare una svolgimento corretto delle trattative e delle operazioni che coinvolgono (nel caso in questione) società tra loro collegate o controllate, in modo tale che esse vengano svolte secondo le stesse modalità con le quali vengono portate a termine operazioni simili, concluse sul mercato tra società non correlate tra loro.

⁹⁷ Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010).

Prima di esaminare più approfonditamente il regolamento Consob, è opportuno soffermarsi per definire alcuni termini ricorrenti nella normativa. Innanzitutto, il regolamento (all'allegato 1) definisce un soggetto come "parte correlata ad una società" se esso:

- a) *direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone:*
 - i. *controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;*
 - ii. *detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima;*
 - iii. *esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;*
- b) *è una società collegata della società;*
- c) *è una joint venture in cui la società è una partecipante;*
- d) *è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;*
- e) *è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);*
- f) *è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;*
- g) *è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.*

Stando al regolamento Consob, una società esegue un'operazione con una parte correlata qualora vengano portate a termine operazioni quali ad esempio fusioni o scissioni, ed in generale vengono incluse anche tutte le operazioni che implicano il passaggio di fondi, beni, servizi o risorse tra le società correlate, come sono state definite in precedenza; il pagamento di un corrispettivo in denaro non è requisito necessario per far sì che l'operazione rientri nella casistica appena esposta.

Il regolamento, inoltre, distingue due tipologie di operazioni con parti correlate (di maggiore o minore rilevanza), e in base a tale differenziazione saranno in seguito applicate delle norme differenti alle varie operazioni. Le operazioni di minore rilevanza sono una categoria residuale, in quanto il regolamento fa rientrare in questa voce tutte le operazioni che non appartengono alla classe delle operazioni di maggiore rilevanza. I criteri da applicare per definire la maggiore rilevanza di una determinata operazione sono di carattere quantitativo, ed includono indici quali ad esempio il rapporto tra il valore dell'operazione (che corrisponde al corrispettivo pagato o il *fair value* degli strumenti finanziari che sono stati trasferiti) e il patrimonio netto della società, oppure il rapporto tra l'attivo patrimoniale delle due società coin-

volte nell'operazione, ed infine il rapporto tra il totale passivo della società oggetto di acquisizione e l'attivo della società acquirente; qualora uno degli indici quantitativi riportati superi il limite del 5%, l'operazione analizzata rientrerà tra quelle di maggiore rilevanza. In caso di operazioni che vedono coinvolta la società controllante quotata, è sufficiente che uno degli indici superi il 2,5% affinché l'operazione risulti di maggiore rilevanza.

L'articolo 4 del regolamento stabilisce che i provvedimenti relativi ad operazioni con parti correlate debbano essere sottoposti all'approvazione di un apposito comitato (Comitato per le Operazioni con Parti Correlate), i cui membri devono essere qualificati come amministratori indipendenti. Per quanto riguarda il tema della trasparenza, posto in primo piano tanto dal Codice Civile quanto dal regolamento Consob, l'articolo 5 dello stesso regolamento impone obblighi di informazione al pubblico in caso di operazioni di maggiore rilevanza, tramite la predisposizione e la pubblicazione di un documento informativo, il quale deve indicare specificatamente determinate informazioni riguardanti ognuna delle società coinvolte, le trattative e l'operazione stessa, come ad esempio le modalità di determinazione del corrispettivo, le conseguenze attese in seguito all'implementazione dell'operazione e le motivazioni che hanno portato le parti a voler concludere tale operazione.

La stessa Parmalat SpA ha predisposto un regolamento interno⁹⁸ per disciplinare le operazioni con parti correlate; anche in questo caso viene sottolineata l'importanza di osservare la trasparenza e la correttezza nelle varie fasi delle trattative e della successiva esecuzione delle operazioni. La Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate⁹⁹ è stata ufficialmente approvata dal Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat in data 9 novembre 2010. Come il regolamento Consob, anche la Procedura per le operazioni con parti correlate di Parmalat si apre con le definizioni di parti correlate e l'individuazione delle operazioni ad esse relative.

Per le operazioni di maggiore rilevanza, la Procedura prevede che l'approvazione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (che può eventualmente avvalersi della consulenza di un esperto esterno alla società) sia necessaria affinché il Consiglio di Amministrazione possa avviare l'intero procedimento.

⁹⁸ Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate, Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura/, data di consultazione 15.06.2014, versione modificata il 7 marzo 2014.

⁹⁹ Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate, Parere del Comitato del Controllo Interno e per la Corporate Governance sull'adozione della Procedura sulle Operazioni con Parti Correlate, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura/, data di consultazione 15.06.2014.

Un punto rilevante, che sarà di fondamentale importanza nell'analisi che segue, è quello che stabilisce che la Procedura per le operazioni con parti correlate non deve essere applicata alle operazioni di carattere ordinario, che sono state concluse a prezzo di mercato (si parla in questo caso di *ordinary course of business*, per indicare il carattere di routine delle operazioni in questione).

Come stabilito dal regolamento Consob, allorché vengano poste in essere operazioni di maggiore rilevanza Parmalat avrà l'obbligo di pubblicare un dettagliato documento informativo entro 7 giorni dalla data di approvazione. La Procedura stilata da Parmalat indica in maniera specifica anche le soglie numeriche che permettono di definire un'operazione di maggiore o minore rilevanza:¹⁰⁰

SOGLIE RELATIVE ALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE			
TIPOLOGIA PARTI CORRELATE	OPERAZIONI		
	di maggiore rilevanza	di minore rilevanza	di importo esiguo
Persone Fisiche e Associazioni Professionali	Maggiori di €100 mln	fra €100 mln e €250.000	minori di €250.000
Persone Giuridiche		fra €100 mln e €1 mln	minori di €1 mln

Oltre alle descritte fonti normative nazionali e societarie riguardanti le operazioni con parti correlate, vige anche un codice, interno a Parmalat, il quale disciplina gli obblighi di comportamento e di comunicazione in materia di *Internal Dealing*.¹⁰¹ Questo codice, seppur breve, ha il fine di regolare gli obblighi di comunicazione riguardanti le operazioni che vengono poste in essere dai "soggetti rilevanti" e dalle persone fisiche collegate a Parmalat. Nello specifico, tra i soggetti rilevanti rientrano i membri degli organi di direzione e controllo della società, oltre a tutti i soggetti (persone fisiche e giuridiche) che detengono una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale. Costoro hanno l'obbligo di dare comunicazione ad un soggetto incaricato di ogni operazione da loro effettuata che superi il valore di €5000, per la successiva comunicazione anche alla Consob e al mercato di riferimento, entro i termini temporali previsti.

¹⁰⁰ Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate, Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, cit.

¹⁰¹ Parmalat, Corporate Governance, Internal Dealing, Codice di comportamento in materia di Internal Dealing, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/, data di consultazione 02.07.2014.

A tale proposito, nel corso dell'esercizio 2011 i soggetti rilevanti di Parmalat hanno assolto ai loro obblighi informativi in tre occasioni; in dettaglio, la società francese BSA S.A. (che, come visto in precedenza, controlla Groupe Lactalis) ha dichiarato di aver acquistato, in data 22 marzo 2011, degli *equity swap* aventi come sottostante 172.379.724 azioni di Parmalat SpA (dal valore di €2,80 ciascuna), per un ammontare complessivo di €482.663.227,20.¹⁰² Allo stesso modo, BSA ha inviato una comunicazione a seguito dell'acquisto di 260.688.000 azioni Parmalat, effettuato tramite la conclusione anticipata dei contratti di *equity swap* menzionati precedentemente, per un controvalore complessivo pari ad €701.420.488,507.¹⁰³ Infine, Sofil Sas ha dichiarato di aver acquisito in data 15 luglio 2011 (la data di pagamento del corrispettivo per l'OPA lanciata da Sofil su Parmalat) 944.749.093 azioni Parmalat, ad un prezzo di €2,60 (come concordato tra le parti), per un ammontare finale pari ad €2.456.347.641,80;¹⁰⁴ quest'ultimo importo corrisponde all'incremento della partecipazione del Gruppo Lactalis in Parmalat a seguito del completamento dell'offerta pubblica di acquisto, che ha permesso alla società francese di diventare azionista di controllo di Parmalat detenendo una percentuale pari all'83,33% del capitale sociale.

¹⁰² Parmalat, Corporate Governance, Internal Dealing, Dichiarazione di Internal Dealing del 22.03.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014.

¹⁰³ Parmalat, Corporate Governance, Internal Dealing, Dichiarazione di Internal Dealing del 30.03.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014.

¹⁰⁴ Parmalat, Corporate Governance, Internal Dealing, Dichiarazione di Internal Dealing del 01.08.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014.

4.2 Analisi della Letteratura

La letteratura sull'argomento delle operazioni con parti correlate, definite in lingua inglese *related party transactions*, è piuttosto vasta; questo paragrafo cercherà di prendere spunto da diverse ricerche e di riportare le conclusioni salienti ottenute da vari autori, spaziando anche tra contesti nazionali diametralmente opposti, al fine di fornire un quadro d'insieme su questa tipologia di transazioni e sulle modalità in cui vari ordinamenti hanno affrontato tale tematica, oltre che su diverse analisi empiriche sulle conseguenze derivanti dall'implementazione di operazioni con parti correlate.

Alle operazioni con parti correlate vengono attribuite generalmente due tipologie di effetti: se da un lato queste transazioni possono incrementare il valore delle società aumentandone l'efficienza, dall'altro lato queste potrebbero essere utilizzate per sfruttare in modo fraudolento le risorse aziendali e, talvolta, anche per dirottare i fondi verso altre società controllate dalla capogruppo.¹⁰⁵ Il tema delle operazioni con parti correlate si collega anche al tema del premio di controllo e ai benefici privati che derivano da una posizione di controllo: questi potrebbero essere piuttosto ingenti nel caso di proprietà concentrata, con possibili costi (inclusi mancati benefici) per gli altri azionisti "terzi", ai quali non pervenga alcuno di questi benefici.¹⁰⁶ Le operazioni con parti correlate, infatti, permettono alle società capogruppo, in maniera più o meno diretta, di gestire e trasferire a propria discrezione le risorse appartenenti a varie società controllate, ricavando i benefici che derivano da una posizione di controllo, come l'elevato (se non assoluto) potere decisionale in merito alla gestione della società.

La crescente globalizzazione verificatasi negli ultimi decenni ha condotto ad un vertiginoso aumento nel numero di operazioni infragruppo che vengono effettuate ogni anno; le operazioni con parti correlate appartenenti allo stesso gruppo stanno divenendo ormai una pratica abituale, esse inoltre permettono alle società di influenzare anche in maniera significativa le attività di società controllate. Corlaci e Tudor (2011) hanno effettuato una breve ricerca su alcune implicazioni che sorgono inevitabilmente a seguito di transazioni infragruppo, quali le registrazioni contabili, le revisioni e gli obblighi di natura fiscale. Per quanto riguarda il primo elemento, gli autori sottolineano l'importanza della trasparenza dei documenti contabili, in particolar modo in riferimento alle operazioni effettuate con parti correlate; ciò è oltremodo rilevante poiché accade spesso che le società facciano un utilizzo improprio di tali transazioni.

¹⁰⁵ Amzaleg, Y., Barak, R., (2013), "Ownership Concentration and the Value Effect of Related Party Transactions (RPTs)", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 9, n.2, pp.239-255.

¹⁰⁶ Barclay, M.J., Holderness, C.G., (1989), "Private Benefits From Control of Public Corporations", *Journal of financial economics*, Vol. 25, pp. 371-395 e Dyck, A., Zingales, L., (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59, n.2, pp. 537-600.

Di conseguenza, si rivela fondamentale anche la qualità delle revisioni dei bilanci, che dovrebbero portare alla luce le eventuali frodi. Infine, le operazioni con parti correlate possono risultare in prezzi che divergono dalle condizioni di mercato, implicando valori distorti di profitti e debiti fiscali; si sottolinea quindi nuovamente l'importanza di un impianto normativo efficiente in materia, al fine di evitare la possibilità di frodi perpetrate ai danni degli azionisti di minoranza in seguito ad operazioni con parti correlate.¹⁰⁷

Corlaci e Tudor (2013) hanno effettuato un'ulteriore analisi, successiva a quella appena descritta, approfondendo i diversi punti di vista sotto i quali possono essere esaminate le operazioni con parti correlate. In generale, si può pensare che tali transazioni vengano effettuate per ampliare gli orizzonti operativi delle società, per la creazione di sinergie di ricavi e costi, per sfruttare le capacità produttive e le complementarità in vari ambiti di attività. Tuttavia, gran parte della letteratura sull'argomento propone essenzialmente due teorie distinte per spiegare le ragioni sottostanti ad un'operazione con parti correlate, ovvero la *teoria dell'efficienza* e la *teoria del conflitto di interessi*. Stando alla prima teoria, questo tipo di transazioni viene implementata con l'obiettivo di incrementare l'efficienza della società sotto vari punti di vista, per soddisfare determinati bisogni dell'azienda e per favorirne lo sviluppo, mentre secondo la *teoria del conflitto di interessi* le operazioni con parti correlate arrecano un danno agli azionisti di minoranza, a favore dei benefici ottenuti da dirigenti e azionisti di controllo. Si verifica pertanto un conflitto di interessi, in quanto i dirigenti (che rivestono il ruolo di "agente", secondo la cosiddetta *principal – agent theory*) perseguono i propri interessi piuttosto che agire nell'interesse degli azionisti (nel ruolo di "principale").¹⁰⁸

Per la loro ricerca, Corlaci e Tudor (2013) hanno preso spunto anche da uno studio effettuato da Michele Pizzo, pubblicato nel 2011, il quale analizza più a fondo il tema delle operazioni con parti correlate, oltre alle motivazioni e agli effetti ad esse collegati. Innanzitutto, l'autore stabilisce una doverosa premessa: la definizione normativa di "parti correlate" e i criteri per identificare le operazioni compiute con esse da una società variano inevitabilmente da un ordinamento nazionale all'altro, pertanto risulta praticamente impossibile riuscire a fornire una definizione universalmente valida di "operazioni con parti correlate".

Solamente in seguito agli scandali che hanno coinvolto alcune grandi società negli ultimi anni, tra i quali è impossibile non ricordare il crac Parmalat, si è iniziato a riservare maggiore attenzione alle operazioni con parti correlate, in quanto strumenti nelle mani di dirigenti e a-

¹⁰⁷ Corlaci, A., Tudor, A.T., (2011), "Related Party Transactions – Overview", *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 13(2), pp.241-248.

¹⁰⁸ Corlaci, A., Tudor, A.T., (2013), "Investigation about the Complex of Related Party Transactions", *EuroEconomica*, Issue 2(32)/2013, pp.101-116.

zionisti di controllo utilizzati in modo fraudolento per il profitto personale, a scapito degli azionisti di minoranza. La normativa in materia si sta rapidamente evolvendo, ma sono tutt'ora presenti alcune lacune legislative, difficili da colmare.

Secondo la *teoria del conflitto di interessi*, i dirigenti perseguono unicamente il loro profitto personale a scapito degli azionisti di minoranza, trasferendo indebitamente fondi dalla società verso le casse di qualche altro ente o persona fisica. Gli effetti di tali comportamenti ricadono immancabilmente anche sulla società stessa, il cui rendimento negativo rispecchia la minore fiducia da parte del mercato e l'incertezza degli investitori nei confronti della società, le cui risorse sono state utilizzate impropriamente. Una più stretta sorveglianza sulle attività dirigenziali e una maggiore vigilanza sull'indipendenza effettiva dei vertici societari, oltre a normative più stringenti a proposito degli obblighi informativi in materia, potrebbero rivelarsi alquanto utili per la prevenzione di comportamenti fraudolenti in occasione di transazioni con parti correlate.

La vasta letteratura sull'argomento non fornisce tuttavia un quadro preciso e ben definito: le conclusioni raggiunte si rivelano addirittura contraddittorie, in quanto non vi sono prove evidenti a dimostrazione del fatto che le operazioni con parti correlate si limitino a dar vita ai conflitti di interessi di dirigenti e azionisti di controllo, provocando unicamente effetti negativi. Al contrario, tali transazioni possono essere foriere di effetti positivi per la società e di conseguenza anche per gli azionisti. Non è infatti scontato, secondo l'autore, che il trasferimento di fondi verso altre società del medesimo gruppo venga effettuato soltanto con scopi opportunistici, ciò infatti potrebbe avvenire per salvaguardare la performance di quest'altra società collegata.

L'ipotesi opposta alla teoria appena descritta dipinge invece le operazioni con parti correlate come transazioni efficienti e produttive per la società interessata, così come per l'intera compagine degli azionisti. Al momento non esiste ancora, in letteratura, una dimostrazione del fatto che le operazioni con parti correlate producano unicamente risultati positivi per la società: sostenere tale idea risulta, secondo l'opinione di Pizzo (2011), in una posizione che potrebbe essere definita quasi ingenua, in quanto si rivelano troppo pressanti i rischi nascosti dietro tali transazioni, come descritti precedentemente.

Le teorie sopra riportate risultano pertanto diametralmente opposte, e come tali inadatte a descrivere la realtà dei fatti, che non è possibile far coincidere perfettamente con l'una né tantomeno con l'altra ipotesi. L'autore propone quindi di adottare una prospettiva che pondera diversi fattori nel valutare l'operazione con parti correlate e sovrapponendo anche diversi elementi delle due teorie. Sono molti, infatti, gli elementi che intervengono a determinare le con-

seguenze di una transazione, quali anche ad esempio fattori di carattere sociale e giuridico, che variano notevolmente a seconda dei Paesi cui si fa riferimento. Di conseguenza, risulta difficile anche effettuare un confronto tra episodi verificatisi in contesti normativi e culturali diversi, in quanto questi si fondano su principi a volte diametralmente opposti.¹⁰⁹

La distinzione fra le due teorie sopra descritte a proposito delle operazioni con parti correlate viene seguita anche da Gordon, Henry e Palia (2004). Questi autori si concentrano per lo più sulla relazione tra la realizzazione di operazioni con parti correlate e varie caratteristiche del management; a tale riguardo, essi evidenziano il fatto che spesso i problemi connessi a tale tipologia di transazioni nascono a causa dell'asimmetria informativa tra i dirigenti e gli azionisti della società.

Secondo il punto di vista degli autori, la *teoria del conflitto di interessi* implica che il ruolo di "agenti" spettante ai manager non venga rispettato appieno, in quanto questi svolgono gli incarichi loro assegnati non nell'interesse degli azionisti e della società, ma per il loro profitto personale; ciò è correlato con un sistema di gestione aziendale piuttosto debole. Inoltre, si prevede che il rendimento del titolo di tali società sia oggetto di un trend negativo. Secondo l'opposta *teoria delle transazioni efficienti*, non dovrebbe esservi necessità di aumentare i controlli sul comportamento dei vertici societari, in quanto le transazioni sono compiute appunto in maniera efficiente per l'interesse della società nel suo complesso. Non sarebbero pertanto evidenziati legami tra le operazioni con parti correlate e le modalità di gestione aziendale, così come con l'andamento del titolo sul mercato. Tuttavia, la società può decidere anche in questi casi di incrementare la sorveglianza, al fine di eliminare anche ogni minimo dubbio riguardo la possibile presenza di conflitti di interessi; in casi del genere, è ragionevole aspettarsi una correlazione positiva tra le operazioni con parti correlate ed un forte sistema di gestione aziendale.

L'analisi di un campione composto da 112 società quotate ha evidenziato un elevato numero di transazioni con parti correlate negli anni 2000 e 2001: la grande maggioranza (oltre l'80%) di queste società, infatti, ha implementato almeno un'operazione di questo genere. Un interessante risultato emerso dallo studio riporta che l'andamento del titolo delle società era correlato negativamente con il numero di operazioni concluse con parti correlate e con il loro valore monetario, ad indicare pertanto una generalizzata percezione negativa del mercato nei

¹⁰⁹ Pizzo, M., (2011), "Related Party Transactions under a Contingency Perspective", *Springer Science and Business Media*, pp.309-330.

confronti di tali transazioni. Inoltre, società dotate di una *corporate governance* più forte¹¹⁰ sembrano essere collegate ad un minor numero di operazioni con i dirigenti, quali parti correlate. La visione generale cui sono pervenuti gli autori riporta quindi un quadro che descrive le operazioni con parti correlate come transazioni che non recano benefici agli azionisti, i quali al contrario subiscono ritorsioni negative proprio a causa dei conflitti di interessi di dirigenti e amministratori, a supporto quindi della prima teoria descritta.¹¹¹

Uno studio condotto dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nel 2012 si concentra sulle operazioni con parti correlate e la normativa in vigore per quanto riguarda la tutela nei confronti degli azionisti di minoranza; l'analisi è stata effettuata complessivamente su un campione di 31 Paesi, e cinque di questi (Belgio, Francia, India, Israele e Italia) sono stati sottoposti ad un più attento esame, riguardante la normativa in vigore e la sua applicazione.

Visti i rischi, ormai ampiamente discussi, connessi con la realizzazione di operazioni con parti correlate, è necessario sottolineare nuovamente l'importanza di un efficiente apparato di controllo e vigilanza sulla corretta implementazione di tali transazioni, oltre che sull'effettiva indipendenza degli amministratori dagli azionisti di maggioranza. Ad eccezione del Regno Unito, degli Stati Uniti e dell'Australia, in tutti gli altri ordinamenti è possibile riscontrare frequentemente la presenza di grandi gruppi societari ed un'elevata concentrazione della proprietà azionaria nelle mani di pochi soggetti. Le prospettive dalle quali si possono osservare le operazioni con parti correlate sono essenzialmente le stesse descritte dalle due teorie riportate in precedenza, sostenute anche dagli autori del report OECD, i quali da un lato considerano efficienti alcune transazioni di questo tipo, in quanto possono potenzialmente incrementare le performance societarie, mentre dall'altro lato è sempre pressante il rischio di un utilizzo fraudolento di tali operazioni a favore di amministratori, dirigenti e azionisti di controllo, a svantaggio invece degli azionisti di minoranza. A questo punto, l'obiettivo diventa quello di individuare un equilibrio tra questi due elementi, al fine di assicurare un corretto e trasparente svolgimento delle operazioni per il beneficio della società nel complesso.

In tutto il mondo, infatti, anche se in misura differente, è diffuso il rischio che le operazioni con parti correlate vengano poste in essere più per il profitto dei singoli piuttosto che per incrementare il rendimento della società, a favore dell'intera compagine azionaria. In partico-

¹¹⁰ La "forza" della struttura dirigenziale della società viene misurata dagli autori attraverso alcuni indicatori, quali ad esempio un Consiglio di Amministrazione di dimensioni ridotte, un maggior numero di membri indipendenti, cariche dirigenziali separate e così via.

¹¹¹ Gordon, E.A., Henry, E., Palia, D., (2004), "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value", *working paper*, pp.1-32.

lare, per quanto concerne i cinque Paesi analizzati nello specifico, si evidenzia un'elevata concentrazione della proprietà e del controllo ed un notevole numero di operazioni concluse con azionisti di controllo o società correlate, soprattutto in India e Italia. La normativa italiana, come già visto precedentemente, suddivide le operazioni con parti correlate in base alla loro maggiore o minore rilevanza, ed identifica inoltre alcuni parametri per la loro classificazione sulla base di indici di bilancio. Questi limiti, insieme al superamento di determinati valori da parte di alcuni indici di bilancio, forniscono tuttavia un'ottica che può assumere anche caratteri soggettivo, nel senso che un determinato limite può implicare un'operazione di minore rilevanza secondo la normativa, ma magari rappresentare invece una transazione di elevata importanza per l'impresa. Il punto sta quindi nell'individuare i soggetti cui spetta la vigilanza sul corretto svolgimento dell'intera procedura, al fine di evitare abusi di potere.

Tra i Paesi presi in considerazione, soltanto Italia ed Israele contemplano nei loro ordinamenti la possibilità per gli azionisti di minoranza di eleggere gli amministratori indipendenti (in Italia tale applicazione viene estesa anche per i membri del Collegio Sindacale), anche se spesso ciò avviene soltanto per uno dei membri. In alcune occasioni, in Italia è previsto anche il parere degli azionisti *ex ante*, mentre l'ordinamento francese include questa possibilità solo *ex post*, in quanto gli amministratori possono avviare un'operazione con parti correlate anche prima di aver ricevuto l'autorizzazione. In generale, comunque, nonostante una normativa sempre più approfondita e dettagliata si riscontra una debole applicazione della legge in materia: si fa spesso affidamento sulle informazioni che vengono obbligatoriamente rese pubbliche per quanto concerne la transazione in oggetto, ma a volte agli azionisti non rimane altra alternativa se non quella di cedere la propria quota, onde evitare possibili ritorsioni negative a seguito dell'implementazione dell'operazione.

Osservando il quadro francese, si nota un'elevata concentrazione della proprietà per numerose società, spesso controllate da una singola famiglia; sono in aumento negli ultimi anni anche le società che fanno parte di un gruppo. Il diritto commerciale francese richiede l'autorizzazione del Consiglio di Amministrazione per l'implementazione di operazioni con parti correlate, oltre all'approvazione *ex post* da parte degli azionisti, tuttavia i vertici aziendali sono legalmente abilitati ad avviare procedure con parti correlate anche senza aver ricevuto l'autorizzazione del CdA. In caso di successivo parere contrario, toccherà al tribunale rendere nulle le azioni compiute fino a quel momento. L'opinione condivisa dalle associazioni rappresentative degli interessi degli investitori sul mercato francese riporta che, nella maggior parte dei casi, le informazioni rese pubbliche dalle società a riguardo delle operazioni che queste si apprestavano a concludere con parti ad esse correlate erano insufficienti per poter formulare un

giudizio sull'opportunità, la validità e l'efficienza della transazione, e quindi sulle conseguenze per gli azionisti.

Passando ad esaminare il contesto italiano, gli autori dello studio OCSE riferiscono di un incremento nella legislazione a favore della tutela degli azionisti di minoranza avvenuto nel corso degli ultimi anni, attraverso varie riforme e soprattutto in seguito a due importanti scandali finanziari, i casi di Cirio e Parmalat, avvenuti intorno al 2003; scandali che hanno portato alla luce frodi a livello societario per milioni di euro, perpetrati tramite il ricorso fraudolento ad operazioni con parti correlate. Come per la Francia, anche in Italia le quote di controllo di molte società quotate in Borsa sono detenute da pochi azionisti; negli ultimi anni, tuttavia, ha subito un leggero incremento anche la quota di capitale detenuta complessivamente da un elevato numero di piccoli azionisti, un leggero segno di "democratizzazione" della compagine azionaria.

In seguito all'incremento negli obblighi normativi in materia, si è verificato un parallelo aumento delle pubblicazioni di informazioni in merito ad operazioni con parti correlate, molte delle quali (nel periodo 2003-2007) riguardavano il trasferimento di beni aziendali da una società quotata ad una controllata o a membri interni. Per le transazioni di maggiore rilevanza, la società deve costituire un comitato composto da membri indipendenti, il quale deve essere adeguatamente informato dagli amministratori sui dettagli dell'operazione; il parere di questo comitato è vincolante affinché il Consiglio di Amministrazione possa proseguire con la transazione.¹¹²

Enriques e Volpin (2007) hanno riscontrato una sostanziale differenza tra il modello di *corporate governance* europeo e quello statunitense: mentre in quest'ultimo, così come nel Regno Unito, si evidenzia, per molte società quotate, un elevato livello di dispersione nella proprietà azionaria, nel nostro continente si verifica spesso che pochi azionisti dominanti detengano la maggioranza del capitale sociale. Se da un lato gli azionisti di controllo hanno il potere (ed anche l'incentivo) di vigilare sull'operato dei manager, dall'altro lato essi possono essere portati ad agire per il loro interesse personale piuttosto che per realizzare la *mission* aziendale. Nel nostro Paese è possibile trovare frequentemente società in cui la maggioranza del capitale è nelle mani di un'unica famiglia; anche questa circostanza può avere effetti controversi sulla società, in quanto da un lato l'impegno riservato alla società da una gestione strettamente familiare può essere più sentito rispetto ad altre situazioni; tuttavia, da un altro punto di vista gli azionisti di maggioranza possono sfruttare le risorse e i beni aziendali per

¹¹² OECD, (2012), "Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights", *OECD Publishing*, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>, pp.1-122.

ottenere benefici privati. La differenza che viene a crearsi in quest'ultimo caso tra il valore della società percepito dagli azionisti di controllo e gli azionisti di minoranza costituisce il cosiddetto "premio di controllo", che in Italia sembrerebbe molto più elevato rispetto a Gran Bretagna e Stati Uniti.¹¹³

L'esempio eclatante dello sfruttamento indebito dei fondi aziendali è proprio il caso del crac Parmalat, come già descritto precedentemente; in episodi del genere, accade spesso che i cosiddetti "cani da guardia", così come sono stati definiti da Enriques e Volpin (2007), ovvero i membri degli organi preposti alla vigilanza sull'operato dei vertici societari, non abbiano adeguatamente adempiuto ai propri incarichi, non portando alla luce episodi di frode e corruzione.

Chi finisce inevitabilmente per risentire delle frodi perpetrate da dirigenti e amministratori sono alla fine gli azionisti di minoranza, a tutela dei quali si sta costruendo un impianto normativo dalle fondamenta sempre più solide. Tra i vari strumenti utilizzati a questo fine, si evidenzia tra gli altri un rafforzamento dei meccanismi interni di *corporate governance*, al fine di rendere più selettiva la composizione degli organi di gestione aziendale; un'ulteriore possibilità è l'attribuzione di maggior potere agli azionisti. Di fondamentale importanza sono anche gli obblighi informativi ai quali sottoporre le società, soprattutto nel caso di operazioni concluse con parti correlate, ed una conseguente applicazione più severa della normativa in materia. Per esempio, l'ordinamento italiano ha rafforzato la legislazione sulle operazioni con parti correlate, inasprendo le sanzioni previste ed incrementando la vigilanza da parte della Consob, i cui poteri sono stati notevolmente estesi a partire dal 2005. Nonostante tutto, tali sforzi non saranno mai pienamente sufficienti per neutralizzare il rischio di utilizzo fraudolento delle transazioni con parti correlate; ulteriori norme e misure sanzionatorie saranno necessarie per evitare l'abuso di tali operazioni.¹¹⁴

¹¹³ Il premio di controllo (block premium) riportato da Enriques e Volpin (2007) è stato calcolato come la media nazionale della differenza tra il prezzo per azione pagato in una transazione avente ad oggetto un pacchetto azionario di controllo e il prezzo pagato in Borsa due giorni dopo l'annuncio della transazione, divisa per il prezzo dopo l'annuncio e moltiplicata per i diritti sui flussi di cassa proporzionali al pacchetto di controllo. Il valore del premio di controllo è pari al 37% per l'Italia, contro il 2% di Gran Bretagna e Stati Uniti. Gli autori hanno fatto riferimento per i dati a Dyck e Zyngales (2004): per l'Italia sono state considerate 8 osservazioni, di cui 7 positive; visto il campione piuttosto ridotto, l'affidabilità del dato riferito al premio di controllo per l'Italia sembra limitata, considerando anche i valori inferiori ottenuti da studi più recenti.

¹¹⁴ Enriques, L., Volpin, P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, n.1, pp.117-138.

Nonostante la notevole diversità tra i vari ordinamenti giuridici in materia di operazioni con parti correlate, può essere interessante offrire alcune considerazioni sintetiche derivanti da alcuni studi realizzati in Paesi orientali; ciò fornisce un ulteriore punto di vista sul tema analizzato, i cui effetti, seppur non paragonabili direttamente al contesto europeo ed in particolare a quello italiano, sembrano ricondursi essenzialmente ai punti focali dell'analisi appena descritta.

Ad esempio, per quanto riguarda Israele, Amzaleg e Barak (2013) hanno evidenziato una relazione a forma di "U invertita" tra il valore creato dalle transazioni con parti correlate e il livello di concentrazione della proprietà.¹¹⁵ In questi casi la transazione infragruppo rappresenta, secondo gli autori, un metodo per incrementare i benefici privati in capo ai detentori del controllo della società al vertice, a spese degli azionisti di minoranza.¹¹⁶

A tale proposito, Chen e Wu (2010) forniscono ulteriori prove a sostegno della teoria che gli azionisti di minoranza potrebbero essere danneggiati dalla concentrazione della proprietà nelle mani di pochi azionisti di controllo, che potrebbero compiere operazioni a svantaggio dei primi. Dall'altro lato della medaglia, tuttavia, in caso di minor concentrazione della proprietà potrebbero verificarsi conflitti di interessi tra manager e azionisti; risulta quindi difficile bilanciare in maniera efficiente questi due elementi.

Chen e Wu (2010) riportano alcuni dati empirici su trasferimenti di fondi effettuati da società aventi sede in Taiwan a favore di loro controllate cinesi, operazioni che hanno permesso agli azionisti di controllo di sfruttare le opportunità offerte dal mercato cinese, ricavando quindi benefici privati, espropriando però gli azionisti di minoranza delle società di Taiwan, i quali risultano inevitabilmente danneggiati da simili operazioni. Vista la diffusione di tale fenomeno, la legislazione taiwanese ha imposto dei limiti sugli investimenti che le società nazionali possono effettuare a favore di controllate cinesi, nell'intento di offrire maggiore protezione e tutela agli azionisti di minoranza.¹¹⁷

Abbiamo già sottolineato l'importanza della pubblicazione dei dettagli delle transazioni in generale, e soprattutto in caso di operazioni con parti correlate, quando vi sia il rischio concreto che non vengano rispettate le condizioni di mercato, a favore dell'una o dell'altra parte. Osservando l'esempio malese in una situazione analoga, da uno studio di Ariff e Hashim (2013)

¹¹⁵ Come misura per la concentrazione della proprietà è stata presa in considerazione la percentuale di azioni detenuta dai maggiori azionisti e dai vertici della società, quali manager, amministratori e dirigenti (Amzaleg e Barack, 2013, p.244).

¹¹⁶ Amzaleg, Y., Barak, R., (2013), cit., p.243-24.

¹¹⁷ Chen, C.W., Wu, C., (2010), "Related Party Transactions and Ownership Concentration: Theory and Evidence", *E-Leader Singapore*, pp.1-8.

emerge che negli ultimi anni è stata apportata una svolta significativa agli obblighi informativi: precise regolamentazioni impongono ora la pubblicazione di determinati dati contabili, di informazioni societarie e dei dettagli della transazione, che dovrebbero auspicabilmente condurre ad una maggiore protezione degli investitori e ad una più elevata qualità e trasparenza dei documenti contabili.¹¹⁸

A livello internazionale, per favorire la trasparenza delle operazioni con parti correlate è stato emanato dall'International Accounting Standard Board (IASB) il principio IAS 24, al fine di indicare esplicitamente gli obblighi informativi in merito a tali transazioni, ed in particolare modo tutti gli elementi che potrebbero indicare dei profitti o delle perdite implicati dall'esistenza di rapporti con parti correlate. Da uno studio di Manaligod (2012) è emerso che sono presenti ancora diverse carenze per quanto riguarda l'effettiva applicazione del principio IAS 24 per la trasparenza dei documenti contabili.¹¹⁹ Tale ulteriore fonte normativa è finalizzata nello specifico a regolare la pubblicazione nei documenti contabili di tutte quelle informazioni che possono essere rilevanti in merito ai rapporti di una società con un'altra società ad essa correlata; in particolare, tra gli scopi del principio IAS 24 rientra anche quello di evitare che le transazioni poste in essere tra parti correlate vengano indebitamente influenzate da tale circostanza. Ogni società ha l'obbligo di porre in evidenza all'interno dei propri bilanci d'esercizio le relazioni esistenti con società controllanti e controllate, anche nel caso in cui tra queste non sia stata effettuata alcuna transazione durante l'esercizio in questione; nel caso in cui, invece, siano state implementate operazioni con parti correlate, la società avrà l'obbligo di rendere pubblici i dettagli della transazione. Tutto ciò, al fine di rendere disponibile al pubblico degli azionisti e degli investitori, così come all'intero mercato, una specifica informativa a proposito di operazioni generalmente suscettibili di utilizzo fraudolento.¹²⁰

Uno studio di Wu e Malthus (2012) si concentra invece sul fallimento di oltre 65 società operanti nel settore finanziario in Nuova Zelanda a partire dal 2006, ed in particolare sull'evidente connessione di questi eventi con l'utilizzo fraudolento di operazioni con parti correlate. In molti casi è successo che le informazioni contabili rilevanti non venissero riportate correttamente, andando a costituire l'illecito di frode in bilancio, di responsabilità dei manager, che avrebbero dovuto tenere la situazione sotto controllo, presentando inoltre operazioni con parti correlate come normali transazioni, omettendo appunto la rilevanza del collegamento tra le

¹¹⁸ Ariff, A.M., Hashim, H.A., (2013), "The Breadth and Depth of Related Party Transactions Disclosures", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 4, n.6, pp.388-392.

¹¹⁹ Manaligod, M.G., (2012), "Related Party Transactions", *American International Journal of Contemporary Research*, Vol. 2, n.5, pp.26-31.

¹²⁰ Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, Principio Contabile Internazionale IAS n.24, *Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate*, 20.07.2010.

parti coinvolte. La pressione esercitata dagli incentivi del caso, dal prestigio e dall'avidità hanno portato molti dirigenti a falsificare i documenti contabili e a gestire le società per il loro interesse e profitto personale, a spese degli altri azionisti.

In questi episodi ha ricoperto un ruolo rilevante anche la qualità dell'*auditing*, strumento che invece di assicurare vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei bilanci d'esercizio contribuì a favorire il collasso. L'ordinamento neozelandese ha reagito a questa catena di eventi rafforzando la normativa del settore finanziario, prevedendo controlli più serrati ed un'applicazione più rigorosa delle leggi, con pene più severe in caso di violazione.¹²¹

La falsificazione dei bilanci per mascherare l'utilizzo fraudolento di operazioni con parti correlate potrebbe essere all'origine anche di alcune crisi a livello finanziario che hanno colpito diverse società taiwanesi tra il 1998 e il 2000: Yu-Je Lee e Mei-Fen Wu (2012) hanno evidenziato un effetto negativo delle operazioni con parti correlate sulla performance operativa delle società analizzate.¹²²

Secondo il parere riportato da Srinivasan (2012), numerosi possono essere gli effetti positivi derivanti dalle operazioni con parti correlate, benché un utilizzo improprio di tali transazioni sia tutt'altro che raro: sono ben noti alcuni scandali finanziari (tra i quali viene spesso menzionato anche il caso Parmalat), che hanno visto gli alti dirigenti societari appropriarsi di risorse e fondi aziendali per il loro profitto personale, utilizzando il falso in bilancio e le operazioni con parti correlate in modo fraudolento. Ciò provoca inevitabilmente danni per gli altri azionisti, e getta un sentore di dubbio sull'onestà e la correttezza della gestione societaria, elementi che a loro volta causano una visione tutt'altro che positiva della società da parte del mercato, con conseguenze negative anche a lungo termine. Tuttavia, ciò non implica che tutte le operazioni con parti correlate vengano utilizzate per scopi fraudolenti, anzi: il rispetto delle procedure e della normativa in materia può portare ad incrementare l'efficienza delle società coinvolte.

L'analisi effettuata da Srinivasan (2012) si concentra su un campione di 246 società indiane, per le quali le operazioni con parti correlate sono state molto frequenti, per volumi piuttosto elevati. Gli effetti per le società non sembrano positivi in linea generale: i risultati operativi sono infatti negativamente correlati con i volumi delle operazioni effettuate con parti corre-

¹²¹ Wu, X., Malthus, S., (2012), "The Role of Related Party Transactions in the Failure of New Zealand Finance Companies", *Nelson Marlborough Institute of Technology Working Paper Series*, pp.1-23.

¹²² Lee, Y., Wu, M., (2012), "To Verify how Ownership Structures, Board of Directors' Characteristics, Related-Party Transactions upon the Operating Performance as Exemplified with Taiwan-Listed Info-Electronics Companies", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 2, Issue 2, pp.144-159.

late. Un elemento di dissuasione contro l'utilizzo fraudolento di tali transazioni sembra tuttavia essere stato individuato nella presenza di revisori contabili di una certa portata. È espressa nuovamente anche in questo caso la necessità di efficaci norme in materia per il contesto indiano, che definiscano precisi confini entro cui operare e le modalità di compilazione dei documenti contabili, così come un'effettiva applicazione (e successivi controlli) sulle stesse.¹²³

Lo stesso trend sembra accomunare anche la Corea del Sud: anche in questo contesto risulta alquanto diffuso l'utilizzo fraudolento delle operazioni con parti correlate, mirate spesso all'incremento dei profitti degli azionisti di controllo piuttosto che al benessere della società. Jin e Yon (2013) riportano infatti dati a sostegno di una generale perdita di efficienza, che si verificherebbe in caso di transazioni compiute con parti correlate non quotate.¹²⁴

Osservando diversi contesti ed ordinamenti nazionali, si è visto come alle operazioni con parti correlate venga dedicata una particolare attenzione dal punto di vista legislativo, con una normativa del settore che è oggetto di continui approfondimenti; ciò è ritenuto strettamente necessario a causa dei frequenti episodi, verificatisi dall'Italia alla Nuova Zelanda, dagli Stati Uniti a Taiwan, di utilizzo fraudolento di tale tipologia di transazioni, che spesso vengono implementate non tanto per incrementare l'efficienza delle società coinvolte, quanto piuttosto per reindirizzare fondi societari a favore di dirigenti e/o azionisti di controllo. La crescente vigilanza da parte delle autorità di controllo competenti è rivolta appunto ad evitare tali episodi; se utilizzate propriamente, le operazioni di questo genere possono portare ad un aumento della produttività delle società coinvolte, per potenziali benefici a favore dell'intero gruppo. È tuttavia difficile, per qualsiasi ordinamento, porre in essere un esauriente impianto legislativo che sia in grado di fronteggiare efficacemente le diverse violazioni normative, anche se numerosi progressi sono stati compiuti nel corso degli ultimi anni. Ciò non sta a significare che le operazioni con parti correlate vengano concluse unicamente per scopi fraudolenti: nei casi in cui la normativa viene osservata correttamente e le transazioni vengono portate a termine per incrementare realmente l'efficienza delle società coinvolte, i benefici risultanti possono essere notevoli.

¹²³ Srinivasan, P., (2013), "An Analysis of Related-Party Transactions in India", *Indian Institute of Management Bangalore*, Working Paper n.402, pp.1-27.

¹²⁴ Jin, S., Yon, K., (2013), "The Motivation of Transaction with Listed Firms and their Affiliates Measured by Performance", *working paper*, pp.2-54.

5. L'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat SpA

5.1 Premessa: la Rilevanza dell'Operazione

Il processo di acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, concluso da Parmalat SpA nel corso dell'esercizio 2012, è stato oggetto di innumerevoli critiche e discussioni, incentrate principalmente sulla congruità del corrispettivo pattuito dalle parti rispetto al valore delle società del gruppo francese. Molta attenzione è stata dedicata alla transazione anche in virtù del fatto che essa rientra tra le operazioni con parti correlate, visto che sia l'acquirente (Parmalat SpA) sia le società oggetto di acquisizione sono sottoposte a direzione e controllo da parte della medesima entità (ovvero BSA S.A., facente parte del Gruppo Lactalis); inoltre, l'operazione assume carattere di maggiore rilevanza, in quanto il prezzo di acquisizione supera notevolmente la soglia di €100 milioni.

I paragrafi seguenti descrivono la rilevanza dell'operazione e l'attenzione che è stata riservata all'acquisizione sin dall'inizio, approfondendo in particolar modo i temi relativi al carattere di "operazione con parti correlate" e il procedimento nel complesso, che ha visto la partecipazione di numerosi esperti e la formulazione di diversi pareri, vincolanti e non, proprio a causa della notevole importanza attribuita all'operazione.

5.1.1 Introduzione

Le voci a proposito dell'acquisizione di Lactalis American Group da parte di Parmalat si susseguivano sul mercato già dai primi mesi del 2012: si parlava infatti di un'operazione il cui valore si aggirava intorno a 900 milioni di dollari, ingente somma che avrebbe ridotto notevolmente la liquidità nelle casse della società di Collecchio. In virtù dell'importanza della transazione, la Consob si è dichiarata pronta a vigilare frequentemente sull'applicazione effettiva delle norme in materia di trasparenza e obblighi di comunicazione al mercato.¹²⁵ L'annuncio ufficiale è stato effettuato il 22 maggio 2012, data in cui il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha dato la propria unanime approvazione in merito all'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.¹²⁶

¹²⁵ Longo, M., "Parmalat acquista Lactalis Usa", *Il Sole 24 Ore*, 23 maggio 2012, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercato/2012-05-23/parmalat-acquista-lactalis-064059.shtml?uuid=Ab8twqgF&fromSearch>.

¹²⁶ Parmalat, Investor Relations, Comunicato Stampa del 22 maggio 2012, "Approvata l'operazione di acquisizione di Lactalis American Group, Inc.", http://www.parmalat.net/it/investor_relations/comunicati_stampa/index.php?pag=2, data di consultazione 25 agosto 2014.

I dettagli dell'operazione di acquisizione saranno descritti più approfonditamente in seguito, ma è opportuno riportare in maniera sintetica i punti salienti dell'intero processo:¹²⁷ lo *Share Purchase Agreement* prevede l'acquisto, da parte di Parmalat, dell'intero capitale sociale di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, società appartenenti al Gruppo Lactalis e operanti sul mercato lattiero-caseario americano; inoltre, il contratto include anche la stipula di alcuni accordi commerciali, relativi alla distribuzione dei prodotti e alle licenze collegate ad alcuni marchi.

Tale operazione di acquisizione rientra tra le operazioni con parti correlate, in quanto Parmalat, ovvero l'acquirente delle partecipazioni, è sottoposta a direzione e controllo da parte della società francese BSA S.A., posta ai vertici del Gruppo Lactalis. A sua volta, BSA controlla in maniera diretta Lactalis American Group, ed indirettamente anche Lactalis Brasile e Lactalis Messico; allo stesso tempo, essa ricopre il ruolo di venditore delle stesse società. Questo caso, pertanto, è compreso tra quelli indicati al punto *a*) del regolamento Consob in materia (v. §4.1), il quale configura questa operazione con parti correlate, in quanto sia l'acquirente sia le società oggetto di acquisizione sono sottoposte al controllo della medesima società.¹²⁸ Stando a quanto descritto nel Documento Informativo, l'operazione infragruppo progettata dai vertici di Lactalis offrirebbe alla società di Collecchio opportunità di espansione del proprio mercato verso il suolo statunitense, canadese e sudamericano, con la possibilità di ampliare i propri orizzonti di distribuzione.

Molti pareri critici sono stati espressi da vari esperti a proposito del prezzo fissato per l'acquisizione; l'avvio del procedimento incentrato sulla congruità del corrispettivo è stato dato da un esposto, ai sensi dell'art.2409, c.7 del Codice Civile,¹²⁹ presentato il 23 luglio 2012 al Tri-

¹²⁷ I dati e le informazioni riportati in seguito sono ricavati dal Documento Informativo relativo all'acquisizione (Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/).

¹²⁸ Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010).

¹²⁹ Art. 2409 c.c., "Denuncia al tribunale": [1] *Se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate, i soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale con ricorso notificato anche alla società. Lo statuto può prevedere percentuali minori di partecipazione.* [2] *Il tribunale, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spese dei soci richiedenti, subordinandola, se del caso, alla prestazione di una cauzione. Il provvedimento è reclamabile.* [3] *Il tribunale non ordina l'ispezione e sospende per un periodo determinato il procedimento se l'assemblea sostituisce gli amministratori e i sindaci con soggetti di adeguata professionalità, che si attivano senza indugio per accertare se le violazioni sussistono e, in caso positivo, per eliminarle, riferendo al tribunale sugli accertamenti e le attività compiute.* [4] *Se le violazioni denunciate sussistono ovvero se gli accertamenti e*

bunale di Parma da parte di Amber Capital L.P.,¹³⁰ gestore dei fondi Amber Global Opportunities Master Fund e PM Manager Fund SPC, azionisti di Parmalat SpA; questi giudicavano eccessivo il prezzo che le parti avevano concordato per l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte della società di Collecchio.

Il Tribunale, accolto l'esposto, in data 8 ottobre 2012 (circa tre mesi dopo la conclusione del contratto) ha ufficialmente aperto un procedimento, incentrato soprattutto sull'operazione di acquisizione di Lactalis American Group e sulle modalità con cui è stata eseguita tale operazione, giudicata non interamente conforme alla normativa. Oltre a ciò, anche la Procura della Repubblica di Parma ha dato inizio ad un procedimento riguardante l'operato di alcuni vertici dell'amministrazione di Parmalat, per un'ipotesi di reato di "appropriazione indebita aggravata".¹³¹ Infine, anche la Consob, il 5 novembre 2012, ha inviato ai Sindaci di Parmalat una notifica a causa del mancato rispetto di alcuni obblighi di vigilanza previsti in materia di operazioni con parti correlate dal Testo Unico della Finanza, dal codice civile e dal Regolamento Consob in materia.

In seguito a prolungate trattative, le parti hanno raggiunto un accordo per un aggiustamento del prezzo a favore di Parmalat, per un corrispettivo finale pari a \$774 milioni. I sospetti nutriti in larga misura da investitori ed esperti a proposito della congruità del corrispettivo iniziale si sono quindi rivelati fondati: sulla base di valutazioni effettuate da diversi esperti in materia, e soprattutto facendo riferimento all'analisi del Prof. Manaresi in qualità di Commissario ad acta, la Procura della Repubblica di Parma ha espresso parere concorde riguardo al corrispettivo finale, in seguito all'aggiustamento; è stata inoltre definita gravemente irregolare

le attività compiute ai sensi del terzo comma risultano insufficienti alla loro eliminazione, il tribunale può disporre gli opportuni provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni. Nei casi più gravi può revocare gli amministratori ed eventualmente anche i sindaci e nominare un amministratore giudiziario, determinandone i poteri e la durata. [5] L'amministratore giudiziario può proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci. Si applica l'ultimo comma dell'articolo 2393. [6] Prima della scadenza del suo incarico l'amministratore giudiziario rende conto al tribunale che lo ha nominato; convoca e presiede l'assemblea per la nomina dei nuovi amministratori e sindaci o per proporre, se del caso, la messa in liquidazione della società o la sua ammissione ad una procedura concorsuale. [7] I provvedimenti previsti da questo articolo possono essere adottati anche su richiesta del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, nonché, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, del pubblico ministero; in questi casi le spese per l'ispezione sono a carico della società.

¹³⁰ Amber Capital L.P. è un *hedge fund* con sede a New York, fondato nel 2005, che investe in società europee (per il 70% della sua attività) e statunitensi (per il rimanente 30%), per lo più in operazioni di acquisizione, scissione e fusione (Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=24584312>, data di consultazione 8 agosto 2014).

¹³¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group, Inc. (6 giugno 2013), cit., p.15.

la condotta di alcuni membri dell'amministrazione di Parmalat, i quali non hanno operato secondo le norme vigenti in materia di operazioni con parti correlate.

Il fatto che il processo di acquisizione non sia stato effettuato rispettando le dovute misure può comportare danni rilevanti per i piccoli azionisti, che si ritrovano a subire le conseguenze negative di un esborso eccessivo per ragioni che non sembrano essere riconducibili ad obiettivi strategici e di sviluppo aziendale; in generale, viene minata anche la credibilità della società stessa sul mercato, con potenziali ripercussioni anche a lungo termine. L'elevata attenzione che dovrebbe essere riservata alle operazioni con parti correlate non ha ricevuto il sostegno dovuto, in quanto la valutazione decisamente sbilanciata a favore delle società venditrici ha portato alla determinazione di un prezzo di acquisizione che si è rivelato essere tutt'altro che conforme alle condizioni di mercato.¹³²

La procura di Parma ha inizialmente dichiarato di essere a favore ad un possibile annullamento dell'operazione, viste le numerose violazioni della normativa vigente in materia di operazioni con parti correlate, e del rinnovo del Consiglio di Amministrazione di Parmalat. Tale ipotesi non è stata tuttavia oggetto di attuazione, ma permane comunque l'opinione convinta di un prezzo eccessivo rispetto al vero valore di LAG e LINT.¹³³

Nell'ambito di un'operazione con parti correlate è quindi frequente la possibilità che potenziali conflitti di interessi vengano ad interferire con il regolare svolgimento dell'operazione, la quale potrebbe svolgersi a condizioni diverse da quelle che si sarebbero normalmente verificate sul mercato, qualora l'operazione fosse stata portata a termine tra parti non correlate; l'impianto normativo illustrato al §4.1 è finalizzato appunto ad evitare che eventuali conflitti di interessi interferiscano con il corretto svolgimento delle operazioni. Ciò, purtroppo, si è verificato in numerosi episodi, coinvolgendo anche società di grandi dimensioni, come è successo nel 2003 per il crac della "vecchia" Parmalat, e tale eventualità potrebbe essersi attuata anche nel caso dell'acquisizione di LAG e LINT.

La cosiddetta *teoria del conflitto di interessi* ha spesso trovato riscontro nella realtà dei fatti (v. §4.2), comprovando l'ipotesi, avanzata tra gli altri da Corlaci e Tudor (2013) e da Pizzo (2011), secondo i quali in molti casi le operazioni con parti correlate rappresentano uno strumento utilizzato da amministratori e dirigenti per appropriarsi in maniera fraudolenta di fondi e beni societari.

¹³² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi (9 settembre 2013), cit., pp.43-49.

¹³³ Gerosa, F., "Parmalat, la procura ribadisce: operazione Lag va annullata", *Milano Finanza*, 20 settembre 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-la-procura-ribadisce-operazione-lag-va-annullata-201309201614588537>.

Uno studio di Bigelli e Mengoli (2004) si concentra nello specifico sulle operazioni di acquisizione: analizzando i rendimenti dei titoli nei giorni intorno all'annuncio della transazione, molte ricerche empiriche evidenziano un andamento positivo per quanto riguarda le società oggetto di acquisizione (*target*), mentre spesso il titolo dell'acquirente subisce un decremento. Soltanto nel caso in cui il costo di acquisizione sia inferiore al valore attuale netto del *target* si registra un incremento nel valore di mercato dell'acquirente. Spesso accade tuttavia che l'acquirente esborsi una somma eccessiva per la società *target*, e tale fenomeno può essere ricondotto ad un cosiddetto "problema di agenzia", che riguarda la separazione tra proprietà e controllo della società: la prima è nelle mani del management, mentre il controllo è detenuto dagli azionisti di maggioranza, situazione che finisce inevitabilmente per creare conflitti di interessi internamente alla società. I manager, infatti, possono agire finalizzando le loro azioni non all'interesse della società e della ricchezza degli azionisti, ma perseguendo i loro interessi, compiendo operazioni solamente a loro beneficio e per migliorare la loro reputazione.

In caso di operazioni di acquisizione infragruppo, sembra che spesso il trasferimento di una società all'interno di un gruppo rappresenti un metodo per far migrare parte della ricchezza dalle società poste più in basso verso le società al vertice dell'organigramma del gruppo. Un esempio, parallelo al caso Parmalat – Lactalis, illustra che quando una società posta ai vertici del gruppo (nel nostro caso BSA, BSA International e Groupe Lactalis, ovvero le società venditrici) vende una sua controllata (LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico) ad un'altra società posta sotto il suo controllo (Parmalat SpA), si verifica spesso la tendenza ad applicare un corrispettivo per l'acquisizione superiore al valore delle società acquisite, e ciò avviene solitamente con l'obiettivo di trasferire ricchezza verso il vertice dello schema societario piramidale. Oltretutto, la valutazione si complica quando ad essere trasferite sono società non quotate, il cui *fair value* è più difficile da determinare.¹³⁴ E questo sembra proprio essere il caso di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. La vasta normativa in vigore in materia di operazioni con parti correlate è appunto finalizzata a far sì che transazioni di questo genere vengano implementate secondo le stesse condizioni che si sarebbero verificate sul mercato tra società tra loro indipendenti. In generale, tuttavia, succede spesso che le operazioni tra parti correlate non vengano concluse a condizioni di mercato, causando solitamente un danno agli azionisti di minoranza.

¹³⁴ Bigelli, M., Mengoli, S., (2004), cit., pp.375-402

5.1.2 Procedura: Pareri e Soggetti Coinvolti

Nei paragrafi §4.1 e §4.2 è già stato affrontato il tema della particolare rilevanza delle operazioni che vengono concluse con parti correlate: ad esse viene dedicata speciale attenzione dal punto di vista normativo, al fine di evitare che gli interessi dei singoli prevalgano su quelli delle società interessate. A tale riguardo, questo paragrafo si propone di analizzare l'acquisizione quale procedimento che ha interessato e coinvolto diversi soggetti, prima di tutto interni a Parmalat, ma anche esperti indipendenti chiamati ad esprimere il loro parere. Il tema più delicato, al centro di numerose valutazioni, è stato proprio il corrispettivo che le parti avevano pattuito per l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, ritenuto da molti non conforme al valore delle società. Vista la delicatezza dell'argomento, e soprattutto considerando il valore ingente dell'operazione, prossimo al miliardo di dollari statunitensi, è stato necessario prendere in esame le valutazioni di più analisti, al fine di pervenire alla determinazione di un corrispettivo finale il più congruo possibile.

Il Regolamento Consob stabilisce che i progetti relativi ad operazioni con parti correlate, prima di poter essere messi in atto dal Consiglio di Amministrazione, debbano essere sottoposti all'approvazione di un apposito comitato che, se non già esistente, può essere costituito per l'occasione; esso deve essere formato da amministratori indipendenti.¹³⁵ Parmalat ha quindi costituito il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (composto all'epoca da Gabriella Chersicla, Antonio Aristide Mastrangelo e Riccardo Zingales), il cui parere è vincolante per il CdA; il Comitato può affidarsi all'analisi di esperti indipendenti per effettuare la propria valutazione.

Parmalat ha provveduto anche alla stesura di un proprio regolamento in materia, che descrive in dettaglio le norme interne da rispettare in caso di operazioni con parti correlate (cfr. §4.1). La Procedura per la Disciplina delle Operazioni con Parti Correlate¹³⁶ opera una distinzione tra operazioni di maggiore e minore rilevanza; nella prima categoria rientrano le operazioni (siano esse effettuate con persone fisiche o con persone giuridiche) il cui valore supera €100 milioni. L'operazione di acquisizione e i contratti accessori, pertanto, visto il corrispettivo che si aggira intorno alla cifra di \$900 milioni, configurano un'operazione di maggiore ri-

¹³⁵ Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010), art.4, c.3.

¹³⁶ Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate, Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, cit.

levanza. Inoltre, per far sì che un'operazione con parti correlate rientri tra quelle di maggiore rilevanza è sufficiente che uno tra i seguenti indici superi la soglia del 5%:¹³⁷

- l'indice di rilevanza del controvalore, calcolato come il rapporto tra il valore dell'operazione (corrispondente al corrispettivo pagato o al *fair value* degli strumenti finanziari trasferiti) e il patrimonio netto della società (21,9%);
- l'indice di rilevanza dell'attivo, dato dal rapporto tra l'attivo patrimoniale delle due società oggetto dell'operazione (6,9%);
- l'indice di rilevanza del passivo, calcolato come il rapporto tra il totale passivo della società acquisita e il totale attivo dell'acquirente (6,1%).¹³⁸

Al fine di rispettare gli obblighi informativi stabiliti dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, in data 29 maggio 2012 Parmalat ha effettuato la pubblicazione del Documento Informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. Il Documento Informativo ha lo scopo di rendere pubbliche tutte le informazioni ed i dati riguardanti le società interessate dall'operazione, i dettagli dell'operazione stessa, le modalità di esecuzione e il calcolo dell'eventuale corrispettivo pattuito, oltre ai vantaggi e alle conseguenze previste per le società in questione; la pubblicazione di tali informazioni è finalizzata alla conoscenza dei dettagli dell'operazione, innanzitutto da parte degli azionisti delle società coinvolte, ma anche da parte delle autorità di vigilanza e dell'intero mercato finanziario. Il corrispettivo per l'acquisizione è stato determinato dalle parti come la somma algebrica tra la posizione finanziaria delle società oggetto di acquisizione al momento del *Closing* e il Prezzo Provvisorio, pari a \$904 milioni (calcolato come il prodotto tra l'EBITDA stimato per le società americane al termine dell'esercizio 2012, pari a \$95,2 milioni, e il multiplo 9,5x); al momento, il corrispettivo è determinabile nell'importo di \$923 milioni (considerando la posizione finanziaria netta di LAG al termine dell'esercizio 2011), comunque soggetto a rettifiche sulla base dei bilanci consuntivi per il 2012.

Per rispettare gli obblighi di trasparenza e comunicazione al pubblico imposti dalla normativa, Parmalat ha effettuato la pubblicazione di altri documenti, tra i quali rientrano l'Integrazione al Documento Informativo, il Documento Informativo sull'aggiustamento del corrispettivo, oltre alle relazioni e ai pareri espressi dai vari organi competenti e dagli esperti indipendenti.

¹³⁷ Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010).

¹³⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.41.

Tra i vari comitati costituiti da Parmalat all'interno del Consiglio di Amministrazione è presente il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance*, composto da tre amministratori indipendenti (Marco Reboa, Nigel Cooper e Riccardo Zingales), con il compito di vigilare sul rispetto delle procedure in materia di operazioni con parti correlate. A tale riguardo, alla fine di gennaio 2012 il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat ha affidato a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario SpA l'incarico di consulente finanziario, affinché quest'ultima affiancasse la società durante tutto il percorso relativo alle trattative e all'intero svolgimento dell'operazione di acquisizione.

Al termine di approfondite analisi, Mediobanca ha redatto una *fairness opinion*,¹³⁹ comprovante la congruità del corrispettivo e dell'intera operazione di acquisizione; essa sottolinea l'importanza strategica dell'operazione, che offrirà a Parmalat l'opportunità di espandere notevolmente i propri orizzonti commerciali sul mercato dell'intero continente americano e di ampliare il proprio portafoglio prodotti. La *fairness opinion* è stata ricevuta da Parmalat in data 22 maggio 2012, giorno in cui il CdA ha proceduto all'approvazione dell'operazione di acquisizione di LAG e LINT.

Anche il Collegio Sindacale di Parmalat è stato chiamato ad esprimere il proprio parere in merito all'operazione: in risposta ad un'esplicita richiesta da parte della Consob, vista la delicatezza dell'operazione, in data 31 luglio 2012 il Collegio Sindacale ha provveduto alla pubblicazione di una relazione¹⁴⁰ con le proprie valutazioni, concernenti il rispetto dei principi di correttezza e trasparenza nell'ambito dell'operazione di acquisizione con parti correlate portata a termine da Parmalat SpA. Tra i compiti riservati al Collegio Sindacale rientra la vigilanza sul rispetto delle procedure e dei regolamenti adottati da Parmalat in materia di operazioni con parti correlate, oltre al controllo sull'effettiva osservanza da parte delle procedure interne del Regolamento Consob. Nello specifico, il Collegio Sindacale ha il compito di verificare che ogni operazione venga qualificata correttamente: nel caso considerato, il Collegio ha provveduto a controllare la correttezza della classificazione dell'acquisizione tra le operazioni con parti correlate, di maggiore rilevanza. Il Collegio ha altresì verificato il rispetto di tutte le operazioni accessorie dovute dal caso, delle quali sono incaricati il Consiglio di Amministrazione, il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance*, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e gli altri organi societari.

¹³⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Mediobanca, Fairness opinion, 22 maggio 2012, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁴⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

Come si è visto, il corrispettivo fissato per l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico è stato oggetto di numerose osservazioni critiche, in quanto il valore delle società americane di Lactalis era ritenuto inferiore al prezzo d'acquisto. Nei paragrafi successivi, il tema sarà affrontato più dettagliatamente, con i pareri professionali ed indipendenti espressi da vari soggetti terzi; è tuttavia opportuno soffermarsi brevemente in questa sede su una questione in particolare, cui è stata dedicata l'attenzione di vari esperti del settore. Il punto cui si fa riferimento è la determinazione del corrispettivo per l'acquisizione: per il calcolo dell'EBITDA relativo all'esercizio 2012 (e di conseguenza dell'Enterprise Value delle società acquisite) dovrà essere utilizzato l'importo delle spese di marketing pianificato dal Business Plan, e non quello relativo agli investimenti effettivamente sostenuti; un importo inferiore, infatti, implicherebbe un EBITDA incrementato rispetto a quanto pianificato, e di conseguenza un Enterprise Value maggiore, per un corrispettivo più elevato a favore delle società venditrici. A tutela di Parmalat, però, la clausola 2.2.5 del Contratto di Compravendita stabilisce che tale rettifica possa essere apportata soltanto in caso di scostamenti che siano riconducibili all'ordinaria amministrazione e alle migliori prassi manageriali, e non altrimenti.¹⁴¹ L'attenzione viene puntata in particolar modo sulle spese di marketing, in quanto questa voce contabile è spesso oggetto, anche nella prassi, di modifiche *ad hoc* effettuate per ottenere il risultato di bilancio desiderato.

Vista la particolare delicatezza del tema, è stata inoltrata richiesta ad alcuni esperti di effettuare una loro personale ed oggettiva valutazione in merito allo scostamento delle spese di marketing di LAG e, di conseguenza, alla determinazione dell'EBITDA e del corrispettivo per l'acquisizione.

In primo luogo, il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* e il Consiglio di Amministrazione di Parmalat SpA hanno nominato un Collegio degli Esperti Indipendenti, composto dai Professori Mario Cattaneo, Paolo Andrei e Marco Ziliotti. L'incarico loro affidato prevede di operare una valutazione in merito alle spese di marketing di LAG: nello specifico, il Collegio dovrà valutare se lo scostamento in negativo tra quanto previsto nel Business Plan e le spese effettivamente sostenute nel corso dell'esercizio 2012 sia riconducibile all'*ordinary course of business* e alle *best management practices* (secondo quanto

¹⁴¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

stabilito dalla clausola 2.2.5 dello *Share Purchase Agreement*); nel caso contrario, dovrà essere apportato un aggiustamento al Prezzo Provvisorio in favore dell'acquirente.¹⁴²

In una relazione successiva, depositata il 20 settembre 2013, il Collegio degli Esperti Indipendenti ha presentato il proprio parere sull'intero processo di valutazione in merito alla determinazione del prezzo di acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat SpA.¹⁴³ Non si è trattato, in questa occasione, di effettuare un'ulteriore valutazione in merito al valore delle società acquisite, ma piuttosto di formulare un giudizio obiettivo ed indipendente sulle modalità di valutazione che sono state adottate, oltre a verificare la correttezza sostanziale dell'intero procedimento di acquisizione.

La Consob, quale autorità di vigilanza, ha inoltrato una specifica richiesta ad alcuni esperti, affinché questi effettuassero una valutazione in merito alla clausola 2.2.5 dello *Share Purchase Agreement*. Il Prof. Giorgio De Nova, Avvocato e Professore di Diritto Civile presso l'Università di Milano,¹⁴⁴ e il Prof. Guido Rossi, Professore Emerito di Diritto Commerciale presso l'Università L. Bocconi di Milano,¹⁴⁵ hanno stilato delle relazioni in risposta agli interrogativi posti dalla Consob, concentrandosi in particolare sull'interpretazione della clausola 2.2.5 del Contratto di Compravendita e sulle conseguenze che questa implica per le parti, oltre alla tutela riservata alla società acquirente.

Un parere specifico è stato espresso anche da Luca Pellegrini, Professore Ordinario di Marketing presso l'Università IULM di Milano,¹⁴⁶ che ha focalizzato la propria valutazione sulle spese di marketing effettivamente sostenute dalle società acquisite da Parmalat, e sul loro scostamento da quanto previsto nel Business Plan.

¹⁴² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti, 30 aprile 2013, cit.

¹⁴³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁴⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. De Nova il 28.03.2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁴⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. Rossi il 02.04.2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁴⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Prof. Pellegrini "Le politiche di marketing di Lag: le condotte nel triennio 2009-2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012", 24 aprile 2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

Anche il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Parmalat ha redatto un proprio parere,¹⁴⁷ pubblicato in data 10 maggio 2013, riguardante le modalità di determinazione del corrispettivo per l'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, ed in particolare su un aggiustamento del prezzo a favore di Parmalat per un importo pari a \$140 milioni.

Parmalat SpA ha invece affidato alla società di revisione Price Waterhouse & Cooper's l'incarico di effettuare una propria valutazione in merito al calcolo dell'EBITDA delle società acquisite relativo all'esercizio 2012, ai fini di determinare eventuali aggiustamenti da apportare al corrispettivo.

Parallelamente al procedimento di valutazione che è stato avviato internamente alla società di Collecchio, un esposto presentato al Tribunale di Parma da Amber Capital L.P., azionista di Parmalat, ha rappresentato l'inizio di un percorso di carattere legale, sulla base della presunta incongruità del corrispettivo fissato per l'acquisizione, ritenuto decisamente eccessivo rispetto al valore sottostante delle società americane del Gruppo Lactalis, e di presunte irregolarità nella condotta di alcuni amministratori di Parmalat.

Nel mese di marzo 2013, pertanto, il Tribunale di Parma ha attribuito al Prof. Angelo Manaresi l'"incarico di Commissario ad acta"¹⁴⁸ in relazione all'acquisizione da parte di Parmalat SpA nei confronti di Lactalis American Group e di controllate per il Sud America, Lactalis Brasile e Lactalis Messico". Tra i compiti del Prof. Manaresi rientrano l'incarico di verificare l'effettiva indipendenza dei membri del Collegio degli Esperti Indipendenti, ovvero i Professori Cattaneo, Andrei e Ziliotti, di analizzare la documentazione relativa al caso di acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, di affiancare il Collegio e PwC nei compiti loro assegnati e di verificare l'operato del Consiglio di Amministrazione di Parmalat in merito all'operazione, con l'obbligo di consegnare due relazioni distinte entro le scadenze previste per il 15 maggio e il 15 giugno 2013. Nella sua analisi, il Prof. Manaresi ha esercitato la facoltà, prevista dall'incarico affidatogli dal Tribunale, di avvalersi della collaborazione di esperti in

¹⁴⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010, cit.

¹⁴⁸ Il commissario ad acta è un esperto al quale un'amministrazione pubblica o un tribunale affidano l'incarico di portare a termine determinate mansioni in loro vece, al fine di raggiungere l'applicazione di una sentenza o completare un procedimento di carattere amministrativo (Il Sole 24 Ore, argomenti.ilsole24ore.com/parole chiave/commissario-ad-acta.html, data di aggiornamento 16 marzo 2013, data di consultazione 8 agosto 2014).

materia, da lui individuati nei Professori dell'Università di Bologna Gian Luca Marzocchi e Sandro Sandri.¹⁴⁹

Alcuni membri del Consiglio di Amministrazione di Parmalat hanno richiesto ai Professori Angelo Provasoli e Pietro Mazzola¹⁵⁰ di formulare un giudizio in merito ai metodi e agli strumenti utilizzati dal consulente esterno Mediobanca per determinare il prezzo di acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, fornendo anche una loro specifica opinione riguardo al corrispettivo pattuito dalle parti, considerando però solamente i dati e le informazioni che erano state resi disponibili a maggio 2012, data di sottoscrizione del contratto di compravendita. I Professori hanno deciso di farsi affiancare nel proprio lavoro da una società di portata internazionale, con carattere di indipendenza nei confronti delle parti coinvolte nel contratto; la scelta è ricaduta sulla società di consulenza Boston Consulting Group (BCG), la quale ha espressamente confermato di essere assolutamente indipendente nei confronti del Gruppo Lactalis.

5.2 L'Operazione

Il paragrafo 5.2.1 analizza il rationale dell'operazione condotta da Parmalat, ovvero le motivazioni strategiche e gli obiettivi a breve e lungo termine connessi con l'acquisizione delle società operanti in Nord e Sud America per conto del Gruppo Lactalis. In seguito, i dettagli dell'acquisizione, come stabiliti nel contratto, sono descritti al paragrafo 5.2.2. Questi temi non sono stati oggetto di particolari critiche e discussioni, ad eccezione di qualche parere discordante in merito ai veri obiettivi strategici dell'operazione, ma è opportuno soffermarsi sulla descrizione dettagliata della logica industriale e dell'operazione stessa al fine di comprendere al meglio gli sviluppi successivi.

5.2.1 Logica Industriale

Il Contratto di Compravendita (*Share Purchase Agreement*) è stato sottoscritto dalle parti il 29 maggio 2012 e vede Parmalat SpA nella posizione di acquirente, mentre il ruolo dei venditori è ricoperto contemporaneamente da BSA, BSA International e Groupe Lactalis (queste

¹⁴⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Manaresi, 15.05.13, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/, pp.4-5.

¹⁵⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

due ultime società operano sotto la direzione e il controllo di BSA); oggetto dell'acquisizione sono le partecipazioni totalitarie di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.

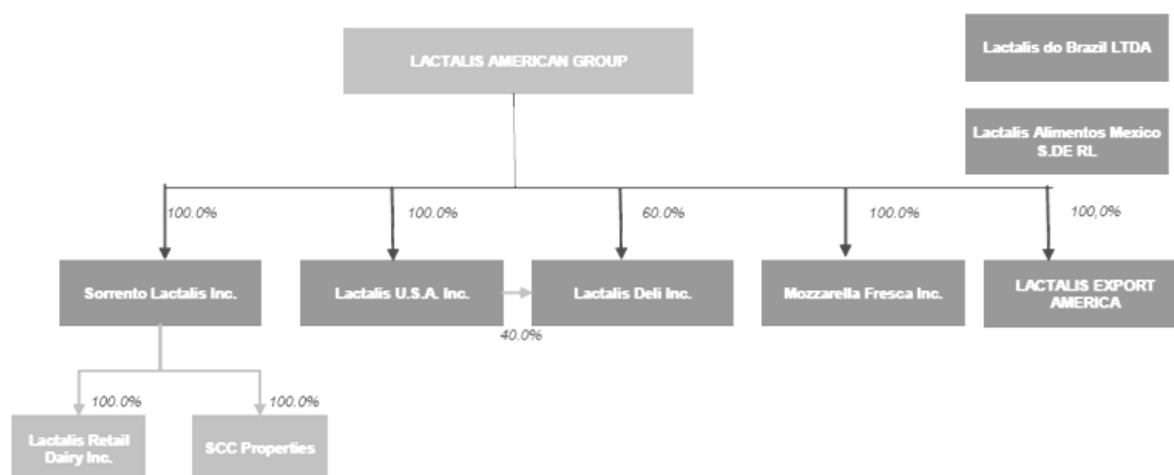
Lactalis American Group, Inc. è una società con sede legale a Buffalo, nello Stato di New York, il cui capitale è costituito da 10.000 azioni ordinarie e 1.400 azioni privilegiate, la totalità delle quali è oggetto dell'offerta di acquisto promossa da Parmalat SpA.¹⁵¹

L'ambito in cui LAG è operativa è la produzione e distribuzione di prodotti quali latte e derivati sul mercato statunitense; tra i marchi commercializzati da LAG rientrano Galbani, Président, Sorrento, Precious e Mozzarella Fresca, alcuni dei quali identificano prodotti dallo stile tipicamente italiano. Il Contratto di Compravendita stipulato tra Parmalat e i venditori include anche la firma di alcuni contratti commerciali relativi alle licenze sui marchi: in particolare, i marchi Président e Galbani potranno essere utilizzati da LAG anche a lungo termine, in modo da poter portare avanti gli obiettivi di crescita a questi collegati, dato anche il notevole successo fatto registrare da questi marchi sul mercato alimentare statunitense. Oltre a ciò, LAG avrà il diritto di commercializzare i prodotti del Gruppo Lactalis sul mercato americano, compreso anche il Sud America.

Alla data del Documento Informativo, la struttura di Lactalis American Group comprendeva le società raffigurate nello schema seguente, tutte registrate negli Stati Uniti ad eccezione di Lactalis Export Americas, iscritta al registro delle imprese francese; alle varie società sono affidati in gestione alcuni stabilimenti del gruppo, o alternativamente vengono loro assegnati diversi canali di distribuzione delle varie tipologie di prodotti. Lo schema include anche Lactalis do Brazil e Lactalis Alimentos Mexico, le altre due società oggetto di acquisizione da parte di Parmalat; entrambe si occupano principalmente della produzione e distribuzione di prodotti lattiero - caseari, con focus rispettivamente sul mercato brasiliano e su quello messicano; in più, Lactalis Messico commercializza anche prodotti alimentari in generale.¹⁵²

¹⁵¹ Le azioni ordinarie rappresentano certificati di proprietà di una determinata partecipazione al capitale sociale di un'impresa; esse non sono soggette ad una scadenza, e prevedono una remunerazione sotto forma di dividendi soltanto qualora venga deliberato in tal senso dal management della società, in presenza di utili per un ammontare sufficiente alla distribuzione. I possessori di azioni ordinarie saranno rimborsati in secondo luogo rispetto ai titolari di altre obbligazioni emesse dalla società. Le azioni privilegiate, invece, danno diritto ai loro possessori di ricevere dividendi a scadenze predeterminate, e nemmeno esse hanno una data di termine; i titolari di azioni privilegiate hanno la precedenza a ricevere quanto spetta loro rispetto agli altri azionisti. (Microsoft Encarta Enciclopedia 2002, Capitale sociale, Azioni ordinarie e privilegiate).

¹⁵² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.21.



Il principale obiettivo strategico connesso con il progetto di acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico riguarda l'espansione del mercato di Parmalat al territorio statunitense e sudamericano, un mercato in cui Parmalat non era ancora presente, ed in aggiunta anche l'ampliamento del portafoglio prodotti per un'offerta più vasta (che si allargherà ad includere anche i formaggi freschi, commercializzati da LAG), adatta ad incontrare i gusti della clientela. In particolare, LAG permetterebbe a Parmalat di accedere al mercato lattiero-caseario statunitense, il più rilevante su scala mondiale. L'espansione coinvolgerà anche il Canada, con piani di sviluppo connessi agli stabilimenti produttivi e di distribuzione. L'acquisizione di Lactalis Brasile e Lactalis Messico offrirebbe invece a Parmalat valide possibilità di espansione sul mercato sudamericano, in continua crescita, in cui l'acquirente era già presente, in particolare nei territori colombiano e venezuelano.

Le premesse sono senz'altro positive, in quanto le società oggetto di acquisizione presentano buoni numeri in merito a crescita del fatturato e redditività, elementi il cui trend futuro è previsto in aumento. L'acquisizione delle società da parte di Parmalat comporta una revisione delle strategie di marketing, che saranno adattate per includere anche i nuovi marchi acquisiti, mantenendo la linea del piano formulato in precedenza da LAG per promuovere il passaggio della clientela a Parmalat.

Per la società acquirente, l'operazione comporta numerosi potenziali benefici, derivanti dalle sinergie che saranno poste in essere a seguito dell'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. In generale, le sinergie che possono essere realizzate grazie ad un'operazione di acquisizione sono essenzialmente di quattro tipologie: sinergie di costi, di ricavi, di potere di mercato (derivanti dall'eliminazione di imprese concorrenti) e di beni intangibili. La riduzione dei costi (sia fissi che variabili) che può essere ottenuta grazie ad un'acquisizione può incrementare i flussi di cassa della società; questa è la forma più comune di sinergie, in quanto è riscontrabile nella maggior parte delle transazioni di questo tipo. A priori, le società

prevedono generalmente anche la futura realizzazione di sinergie sui ricavi, grazie alla vendita di prodotti o servizi su mercati complementari, anche se di frequente non viene riscontrata una loro effettiva realizzazione. Infine, le sinergie cosiddette "intangibili" fanno riferimento alla diffusione dei marchi e alla condivisione di conoscenze ed esperienze, e sono di difficile valutazione. In generale, le aspettative connesse ad un'operazione di acquisizione, ed in particolare alle sinergie che si prevede saranno realizzate, superano notevolmente la realtà dei fatti, in quanto molto spesso i risultati effettivi sono inferiori a quanto stimato in partenza.¹⁵³ Damodaran (2005) ha dimostrato empiricamente come il mercato preveda la realizzazione di un potenziale positivo derivante dalle sinergie, ma come questo sia poi verificato soltanto in una percentuale minima rispetto a quanto preventivato, anche a causa delle difficoltà ad implementare materialmente tali sinergie in seguito al completamento dell'operazione.¹⁵⁴

Parmalat si focalizza soprattutto sulle sinergie di costo, in quanto sarà possibile uniformare i processi produttivi e distributivi delle società che si troveranno al di sotto della medesima direzione a seguito dell'acquisizione. Le stime realizzate da Parmalat parlano di \$35 milioni di sinergie, importo riferito ad un singolo esercizio (gli effetti positivi previsti dall'acquisizione si faranno sentire solo a partire dal 2014), partendo da un investimento iniziale che si aggirava intorno a \$12 milioni.

Oltre agli ingenti benefici previsti per Parmalat, derivanti dall'acquisizione e dall'attuazione delle sinergie con le società americane del Gruppo Lactalis, l'acquirente delinea anche la possibilità che alcuni elementi negativi vengano ad interferire con il positivo realizzarsi dell'operazione: tra i possibili rischi contemplati, è inclusa la diminuzione del valore delle azioni acquistate da Parmalat, conseguentemente ad eventi non ipotizzabili alla data della stipula del contratto. Inoltre, comporta possibili rischi anche il processo di integrazione delle attività di Parmalat con le società americane; non possono dunque essere esclusi a priori eventuali imprevisti che potrebbero verificarsi a seguito dell'acquisizione. Le sinergie, pertanto, da un lato possono essere foriere di effetti positivi, consistenti principalmente nell'incremento dei ricavi e nella diminuzione dei costi; dall'altro lato, tuttavia, la loro piena realizzazione è soggetta a diverse variabili, che ne potrebbero condizionare l'efficacia. Per quanto riguarda invece l'espansione di Parmalat all'interno del mercato lattiero-caseario in Sud America, i rischi preventivati sono piuttosto limitati, e riguardano più che altro le aziende concorrenti del luo-

¹⁵³ D.M. Schweiger, P. Very, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Elsevier Science Ltd., 2003, Vol.2, pp.1-26.

¹⁵⁴ Damodaran, A., (2005), *The Value of Synergy*, Stern School of Business, working paper, pp.1-47.

go, la predisposizione dei consumatori all'acquisto di prodotti Parmalat e la possibilità di variazioni a livello politico, tuttavia questi fattori comportano dei rischi soltanto marginali.

Il Collegio Sindacale di Parmalat sostiene, con un parere convinto, che esistano effettivi interessi sostanziali per Parmalat nel completare l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. L'effettivo interesse di Parmalat nell'acquisizione delle società americane del Gruppo Lactalis viene espressamente motivato per mezzo dei numerosi vantaggi ottenibili dalla società in seguito all'operazione: tra questi rientrano la possibilità di espandere il proprio mercato verso l'orizzonte del mercato lattiero-caseario statunitense, l'ampliamento del portafoglio prodotti per includere anche i formaggi freschi commercializzati da LAG, la possibilità di poter sfruttare i canali distributivi e di approvvigionamento già presenti in Canada, negli Stati Uniti e in Sud America. Un ruolo di considerevole importanza è anche quello giocato dalle sinergie, che inevitabilmente verranno a crearsi tra le società e che saranno foriere di vantaggi per Parmalat, sia per quanto riguarda l'incremento dei ricavi sia per la riduzione dei costi complessivi.¹⁵⁵ Piena approvazione, quindi, è data all'operazione dal Collegio Sindacale, che ha posto in evidenza i numerosi benefici di cui Parmalat godrà in seguito alla realizzazione dell'acquisizione.

5.2.2 Dettagli dell'Operazione

Lo *Share Purchase Agreement* sottoscritto da Parmalat e Lactalis è principalmente incentrato sull'acquisizione, da parte della società di Collecchio, della totalità delle partecipazioni che costituiscono il capitale sociale di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, controllate (direttamente o indirettamente) da BSA S.A., società ai vertici del Gruppo Lactalis e una delle tre società venditrici. Oltre a tale operazione, il contratto stipulato dalle parti include anche alcuni accordi commerciali, riguardanti licenze su alcuni marchi e la distribuzione di alcuni prodotti.

Per quanto riguarda lo *Share Purchase Agreement*, o Contratto di Compravendita, mi è possibile fare riferimento soltanto ai documenti che sono stati resi pubblici e all'interno dei quali vengono riportate citazioni dal suddetto contratto, in quanto il Contratto in sé non è stato pubblicato; all'interno del Documento Informativo e delle successive relazioni, tuttavia, sono riportati in sufficiente dettaglio i punti essenziali dell'operazione.

¹⁵⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, cit., pp.4-8

Il Contratto stabilisce che la legge da applicare all'operazione sia quella italiana: dovrà pertanto essere fatto riferimento agli articoli 1362-1371 del Codice Civile, relativi alle modalità di interpretazione dei contratti.¹⁵⁶

5.2.2.1 *Acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico*

Nello specifico, ad oggetto dell'acquisizione da parte di Parmalat troviamo:

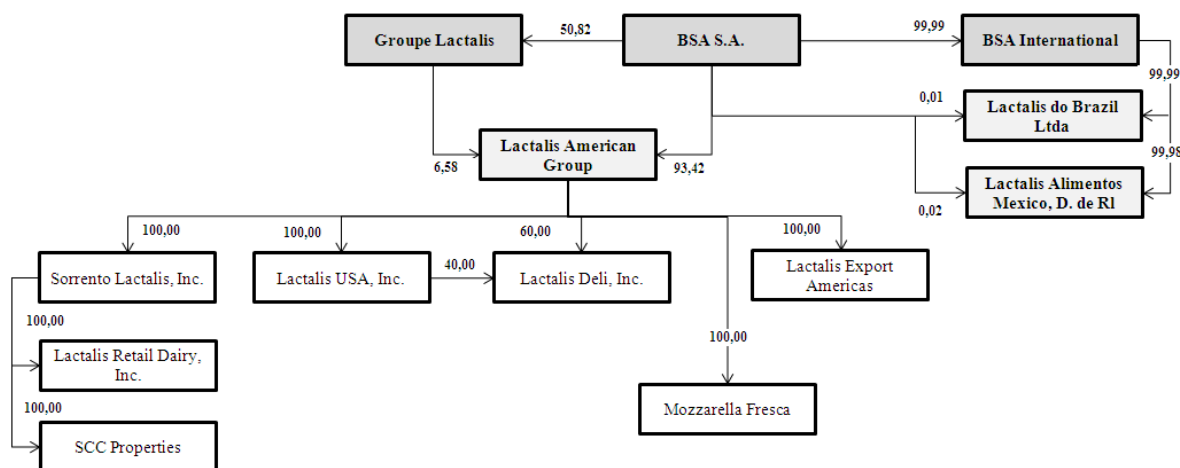
- 10.000 azioni ordinarie di LAG, corrispondenti alla totalità delle azioni ordinarie, la cui proprietà è nelle mani di BSA S.A. al 100%;
- 1.400 azioni privilegiate di LAG, dal valore nominale di \$100.000 ciascuna; di queste, 650 sono di proprietà di BSA (46,43%), mentre le rimanenti 750 sono detenute da Groupe Lactalis (53,57%); affinché l'acquisizione da parte di Parmalat possa completarsi, Groupe Lactalis dovrà cedere le proprie 750 azioni privilegiate innanzitutto a BSA, la quale successivamente venderà le stesse, aggiunte alle proprie 650 azioni, direttamente a Parmalat;
- la totalità del capitale sociale di Lactalis Brasile, la cui quota di controllo è detenuta da BSA International (99,99%), mentre il rimanente 0,01% è nelle mani di BSA;
- la totalità del capitale sociale di Lactalis Messico, la cui quota di controllo è detenuta da BSA International (99,98%), mentre il rimanente 0,02% è di proprietà di BSA.¹⁵⁷

Osserviamo quindi che la società venditrice, BSA, controlla Lactalis American Group ed inoltre possiede anche quote di minoranza del capitale sociale di Lactalis Brasile e Lactalis Messico. Ciò che configura l'acquisizione come un'operazione tra parti correlate è un ulteriore elemento, ovvero il fatto che l'acquirente, Parmalat SpA, è anch'essa controllata da BSA, nella misura dell'82,4%. Oltre a ciò, BSA si trova anche in una posizione di controllo nei confronti di Groupe Lactalis (con una partecipazione del 50,82%), il quale si appresta a vendere 750 azioni privilegiate di LAG, e nei confronti di BSA International (99,99%), la società controllante di Lactalis Brasile e Lactalis Messico. Lo schema societario, come si è visto, è piuttosto complesso.¹⁵⁸

¹⁵⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. De Nova il 28.03.2013, cit., p.2.

¹⁵⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.12.

¹⁵⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.37.



È datato 3 luglio 2012 il comunicato stampa¹⁵⁹ con il quale Parmalat SpA dichiara di aver portato a termine l'operazione di acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico; l'importo corrisposto da Parmalat alle società venditrici è pari a \$904 milioni, il Prezzo Provvisorio stabilito nel corso delle trattative contrattuali, importo al quale sarà aggiunto il valore complessivo della posizione finanziaria netta delle società oggetto di acquisizione relativa alla fine del primo semestre 2012; questo ammontare potrà in seguito subire rettifiche a seconda del valore che l'EBITDA effettivo delle società acquisite assumerà al termine dell'esercizio.

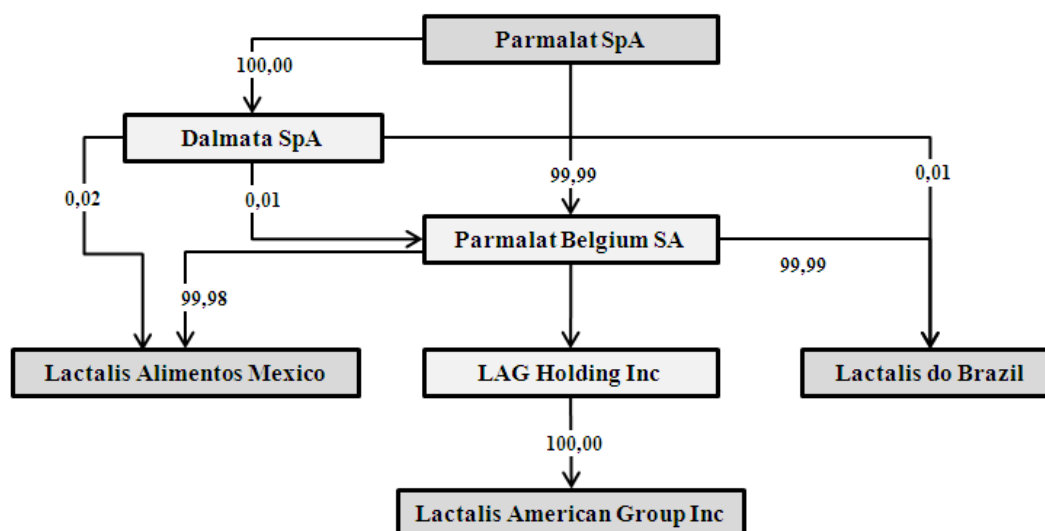
Il contratto prevede per l'acquirente la facoltà di effettuare l'acquisto delle azioni per mezzo di una o più società da essa interamente controllata/e. Al momento della sottoscrizione del contratto, le società in questione non erano ancora state identificate; i nomi delle società acquirenti sono emersi successivamente: LAG Holding avrebbe acquisito le azioni di Lactalis American Group), mentre Parmalat Belgium SA e Dalmata Srl le azioni di Lactalis Brasile e Lactalis Messico.¹⁶⁰

Lo schema che segue rappresenta la rete societaria a seguito del completamento dell'acquisizione da parte di Parmalat, con le società acquisite che ora rientrano nel controllo, più o meno diretto, della società di Collecchio.¹⁶¹

¹⁵⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Comunicato stampa, "Completata l'acquisizione di Lactalis American Group", 3 luglio 2012, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁶⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Integrazione al Documento informativo, 27 giugno 2012, cit.

¹⁶¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group, Inc. (6 giugno 2013), cit., p.10.



5.2.2.2 Accordi Commerciali

Oltre all'acquisto delle partecipazioni in LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, il contratto include anche alcuni accordi commerciali, i quali hanno ad oggetto la distribuzione dei prodotti e le licenze su alcuni marchi:

- un Contratto di Distribuzione, in base al quale Lactalis Export Americas (interamente controllata da LAG) avrà il diritto, concesso da BSA S.A., di distribuire i prodotti targati Gruppo Lactalis sull'intero territorio americano; la durata del contratto è stata concordata pari a 20 anni, ed esso sarà automaticamente rinnovato di volta in volta per un quinquennio, eccezion fatta per il caso in cui una delle parti inoltri disdetta all'altra almeno sei mesi prima del rinnovo automatico;
- il Contratto di Licenza Galbani: la società Egidio Galbani SpA, iscritta al registro imprese di Milano, è sottoposta al controllo di BSA, così come LAG; quest'ultima, in virtù del contratto, avrà la facoltà di usufruire dei marchi di Galbani per la produzione e distribuzione di latte e prodotti derivati sul mercato americano, anche attraverso società sub-licenziatarie, in cambio di una percentuale sul fatturato netto. Anche per questo contratto, la durata concordata è di 20 anni, con rinnovi automatici ogni 5 anni;
- il Contratto di Licenza Président, stipulato tra BSA e LAG, permetterà a quest'ultima di usufruire del marchio Président (destinato a prodotti di elevata qualità) per la produzione e la commercializzazione di latte e derivati sul territorio americano, in cambio di una percentuale (2%) sul fatturato netto. La durata e le condizioni dei contratti precedenti vengono fatte valere anche per il Contratto di Licenza Président.¹⁶²

¹⁶² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., pp.27-29

5.3 Prezzo per l'Acquisizione

5.3.1 Modalità di Determinazione del Corrispettivo

Il corrispettivo provvisorio negoziato dalle parti per la transazione in oggetto è stato fissato pari alla somma di \$904 milioni, ai quali sarà aggiunto algebricamente l'ammontare corrispondente alla posizione finanziaria netta delle società oggetto dell'acquisizione alla data fissata dalle parti per la conclusione del contratto di compravendita. Con il termine "posizione finanziaria netta" si fa riferimento alla somma delle seguenti voci di bilancio:

$$\begin{aligned} & \text{Disponibilità liquide e mezzi equivalenti} \\ & + \text{Attività finanziarie correnti} \\ & - \text{Passività finanziarie correnti e non correnti} \end{aligned}$$

Il corrispettivo di \$904 milioni sarà versato da Parmalat alle società venditrici alla data fissata per il cosiddetto *Closing* (compreso tra il 2 luglio e il 31 luglio 2012); per quanto riguarda invece l'importo relativo alla posizione finanziaria netta, sono stati distinti due casi: se questo sarà positivo, Parmalat dovrà pagare tale ammontare a BSA, mentre nel caso contrario sarà BSA a dover corrispondere a Parmalat tale importo. In ogni caso, il pagamento dovrà essere effettuato entro i 15 giorni successivi alla data di termine per l'eventuale contestazione del corrispettivo (prevista entro 20 giorni dall'avvenuta consegna dei documenti finanziari).

Il prezzo di \$904 milioni corrisponde all'Enterprise Value previsionale cumulato di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, dove l'Enterprise Value è il risultato del prodotto tra l'EBITDA delle società stimato per l'esercizio 2012 (il valore calcolato è pari a \$95,2 milioni) ed un multiplo di 9,5x. L'EBITDA, che sta per *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, è stato ottenuto sommando le seguenti voci di bilancio:

Net profit
+ Income Taxes
- Other income from (charges for) equity investment
- Share of profits (losses) of companies valued by the equity method
- Net financial income (expense)
EBIT
+ Depreciation, amortization and writedowns of non-current assets
- Non-recurring and non-operational income (charges)
EBITDA

163

¹⁶³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. Rossi il 02.04.2013, cit., p.2.

Il corrispettivo finale somma algebricamente all'Enterprise Value anche la posizione finanziaria netta delle società oggetto di acquisizione; al momento della sottoscrizione del contratto, l'importo considerato è relativo alla posizione finanziaria netta di LAG al termine dell'esercizio 2011, valutata pari a \$19,4 milioni; esso sarà tuttavia valutato correttamente in occasione del *Closing*. La tabella seguente illustra il calcolo del prezzo, esprimendo i valori anche nella valuta europea:¹⁶⁴

	\$	€
Enterprise Value	904,0	719,9
Posizione finanziaria netta di LAG al 31.12.2011	19,4	15,4
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	19,5	15,5
+ Attività finanziarie e correnti	-	-
- Passività finanziarie e non	0,1	0,1
Prezzo complessivo	923,4	735,3

Al termine dell'esercizio 2012, è possibile che l'EBITDA delle società oggetto di acquisizione assuma un valore differente rispetto a quello stimato (\$95,2 milioni); di conseguenza, anche l'Enterprise Value effettivo al 31.12.2012 si discosterà dalla previsione, in quanto frutto della moltiplicazione dell'EBITDA per 9,5x. In seguito al calcolo dell'EBITDA consuntivo per il 2012, il valore finale dell'Enterprise Value, e quindi del prezzo di acquisizione, potrà essere rettificato rispetto ai \$904 milioni stimati; tuttavia, il *range* di valori all'interno del quale il prezzo potrà oscillare dovrà comunque essere compreso tra \$760 milioni e \$960 milioni. Tale intervallo è stato determinato da Mediobanca, per conto di Parmalat, effettuando una valutazione secondo il metodo DCF (*Discounted Cash Flow*), che ha portato ad ottenere un *range* di valori per il Prezzo Provvisorio compreso tra \$787 e \$930 milioni per il *conservative case* (scenario di carattere più prudentiale); a questo intervallo di valori è stata sottratta una percentuale del 3% per il margine inferiore ed aumentata per il margine superiore, arrivando ad ottenere l'intervallo finale compreso tra \$760 milioni e \$960 milioni.¹⁶⁵ Nel *base case* (scenario conforme alla pianificazione strategica) l'intervallo di valori è compreso tra \$842 e \$1.002 milioni.

¹⁶⁴ Nel Documento Informativo viene specificato che il tasso di cambio adottato per la conversione delle valute è quello del 24 maggio 2012, pari a \$1,2557 per €1.

¹⁶⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Integrazione al Documento informativo, 27 giugno 2012, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

Valutazione con DCF				
Documento "Progetto Paloma II - Considerazioni Valutative - 22 Maggio 2012"				
Progetto Paloma II	conservative case (ex middle case)		base case (ex vendor case)	
	min	max	min	max
<i>Enterprise Value</i> con DCF (\$mln)				
LAG <i>stand alone</i>	681	809	736	881
Sinergie LAG	57	61	57	61
Totale LAG + sinergie	738	870	793	942
LINT	49	60	49	60
Totale	787	930	842	1002

166

Nel caso in cui l'Enterprise Value delle società oggetto di acquisizione sia inferiore rispetto al prezzo fissato inizialmente, BSA dovrà versare a Parmalat la differenza (per un massimo di \$144 milioni), mentre nel caso opposto sarà Parmalat a dover corrispondere a BSA l'ulteriore importo superiore ai \$904 milioni (per una differenza massima di \$56 milioni).¹⁶⁷

Com'è noto in finanza aziendale, il metodo DCF prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che saranno generati in futuro per mezzo del WACC, il costo medio ponderato del capitale: $WACC = K_d(1 - t) \frac{D}{D+E} + K_e \frac{E}{D+E}$, dove $K_e = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$.¹⁶⁸

Per effettuare l'analisi di cui sopra, Mediobanca ha considerato pari a zero il peso del debito per il calcolo del WACC, che pertanto corrisponde in questo caso al solo costo del capitale proprio (o *cost of equity*), calcolato utilizzando i seguenti parametri:

- per il WACC centrale di LAG, pari al 7,88%, il tasso *risk free* è uguale al 2,81% (tasso dei *Treasury Bonds* statunitensi con maturità trentennale), il *beta unlevered* è pari a 0,56 considerando alcune società comparabili operanti nel settore lattiero-caseario (Kraft Foods, Dean Foods, Saputo, Glanbia e Parmalat) e il *market risk premium* è uguale al 9,1%; il WACC è stato calcolato considerando una struttura del capitale composta esclusivamente da *equity*;

¹⁶⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.90-204.

¹⁶⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.24.

¹⁶⁸ T. Koller, M. Goedhart et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2010, cit., pp.103-113.

- il WACC centrale di LINT Americas¹⁶⁹ è uguale a 10,9%; questo valore è stato ottenuto ponderando i costi medi del capitale negli Stati Uniti, in Brasile e in Messico, aumentando il risultato di 100 punti base;
- il WACC per le sinergie (9,88%) è invece pari al WACC centrale di LAG con l'aggiunta di 200 punti base.

Per quanto riguarda invece il tasso di crescita g da utilizzare per il calcolo del valore terminale, sono stati scelti i seguenti parametri: 1,5% per LAG, 2% per LINT Americas e un tasso negativo per le sinergie (-0,25%).

La tabella sopra riportata evidenzia che il corrispettivo fissato dalle parti in \$904 milioni rientra nella fascia alta del *range* conservativo e nella fascia centrale dell'intervallo relativo al caso base, implicando così un giudizio di congruità del prezzo da parte di Mediobanca.

Oltre al metodo DCF, Mediobanca ha effettuato una valutazione anche secondo i metodi dei Multipli di transazioni comparabili e dei Multipli di Borsa; a queste due metodologie vengono solitamente attribuite funzioni di controllo per il metodo principale, identificato generalmente con il metodo DCF. In entrambi i casi, il multiplo considerato è EV/EBITDA, utilizzato frequentemente nella prassi valutativa.

Secondo il metodo dei Multipli di transazioni comparabili, Mediobanca presenta una ventina di transazioni effettuate tra il 2007 e il 2012 tra imprese operanti nel settore lattiero-caseario in Europa, Stati Uniti, Canada e Australia, in cui è stata acquistata la partecipazione di maggioranza di una società; i multipli EV/EBITDA che emergono da queste transazioni sono riportati nella tabella seguente, la quale evidenzia come il multiplo di 9,5x scelto per l'acquisizione di LAG sia nettamente inferiore rispetto ai multipli che sono stati rilevati in transazioni simili a quella in oggetto.¹⁷⁰

Multipli di transazioni comparabili	
Media Nord America	10,5x
Mediana Nord America	9,5x
Media totale campione	10,6x
Mediana totale campione	10,2x
Media società attive nel segmento Cheese Nord America	11,2x
Mediana società attive nel segmento Cheese Nord America	10,8x
Media società attive nel segmento Cheese totale campione	11,0x
Mediana società attive nel segmento Cheese totale campione	10,7x

¹⁶⁹ LINT è un ramo d'azienda americano di Lactalis International, poi confluito nella società Lactalis Export Americas (LEA), controllata interamente da LAG.

¹⁷⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Integrazione al Documento informativo, 27 giugno 2012, cit., pp.4-6.

Considerando invece il metodo dei Multipli di Borsa, Mediobanca ha preso in considerazione un campione di società quotate operanti nel settore lattiero-caseario, paragonabili quindi al caso in esame; i valori evidenziati fanno riferimento all'esercizio 2011. Anche in questo caso i valori dei multipli sono più elevati rispetto al multiplo per cui le parti hanno optato nel contratto di compravendita. Tuttavia, secondo l'opinione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Parmalat, l'affidabilità di quest'ultimo metodo di confronto è inferiore se paragonata con il metodo dei Multipli di transazioni comparabili, a causa delle diverse dimensioni della società, dello status di società non quotata in cui LAG opera e a causa del fatto che il calcolo dei multipli deriva da dati relativi a quotazioni sui mercati finanziari. Il metodo dei Multipli di transazioni comparabili, pertanto, è più affidabile come metodo di confronto, poiché incorpora già al suo interno elementi come il premio di controllo e le sinergie, che indubbiamente sono presenti anche nella transazione analizzata.¹⁷¹

Multipli di Borsa	
Media gruppi con presenza Dairy in Nord America	8,95x
Mediana gruppi con presenza Dairy in Nord America	10,19x
Media gruppi con presenza Dairy in Nord America (escl. Parmalat)	10,28x
Mediana gruppi con presenza Dairy in Nord America (escl. Parmalat)	10,49x

Un punto focale del contratto di compravendita è senza dubbio la clausola 2.2.5, relativa alla determinazione del corrispettivo finale, che si focalizza in particolar modo sulle spese di marketing sostenute dalle società acquisite nel corso dell'esercizio 2012:

"For the purposes of this Clause 2.2 and Clause 2.3 below, the Parties acknowledge and agree that marketing expenses shall be carried out in accordance with the Business Plan or, in any case, in the ordinary course of business and in accordance with best management practices".¹⁷²

Questa clausola lascia intendere che le parti hanno deciso di comune accordo di rispettare determinate condizioni in merito alle spese di marketing, vincolandosi ai valori stimati nel Business Plan oppure, in alternativa, impegnandosi a far rientrare le spese di marketing nell'*ordinary course of business* e nelle *best management practices*.

La clausola contrattuale 2.2.5 sarà uno dei punti focali dell'analisi, in quanto soggetta a numerose interpretazioni, differenti tra loro, le quali naturalmente possono portare alla deter-

¹⁷¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Integrazione al Documento informativo, 27 giugno 2012, cit., p.7.

¹⁷² Clausola così riportata nel Parere pro veritate del Prof. De Nova.

minazione di corrispettivi diversi per l'atto di compravendita. L'attenzione viene puntata sulle spese di marketing in modo particolare poiché queste rappresentano uno degli elementi contabili che più sono suscettibili ad essere oggetto di variazioni personalizzate e *ad hoc* al fine di giungere al risultato d'esercizio desiderato (attività tutt'altro che legale, ma frequentemente messa in atto nella realtà). Ai fini della determinazione del corrispettivo per l'acquisizione, infatti, ciò che conta è la redditività delle società acquisite, e dato che la redditività sarà determinata (nella misura dell'EBITDA) in maniera definitiva in una data successiva al *Closing*, è un elemento di tutela per l'acquirente il fatto che vengano posti dei limiti per le società acquisite, al fine di evitare che queste modifichino, a vantaggio del venditore, gli importi investiti in marketing, quindi di conseguenza anche la redditività e il corrispettivo finale.

Secondo il Prof. De Nova, la clausola 2.2.5 offre notevole tutela a Parmalat quale acquirente, in quanto impone che il prezzo finale venga determinato moltiplicando per 9,5 l'EBITDA 2012, il quale sarà calcolato utilizzando non le spese di marketing effettive per l'esercizio, bensì l'ammontare superiore determinato in precedenza; a questo risultato sarà poi aggiunta la posizione finanziaria netta al 30 giugno 2012, come descritto sopra. Nel caso in cui lo scostamento in negativo delle spese di marketing rispetto al Business Plan non sia riconducibile all'*ordinary course of business* e alle *best management practices*, sarà apportato un aggiustamento al corrispettivo, nella misura pari alla variazione dell'EBITDA moltiplicata per il multiplo concordato dalle parti (9,5x); la rettifica, in questo caso, sarà a favore dell'acquirente.

Tuttavia, poiché il Contratto stabilisce che il Prezzo Provvisorio (\$904 milioni) debba essere versato alla data del *Closing*, la rettifica in diminuzione di tale importo a favore di Parmalat potrà essere effettuata soltanto al termine dell'esercizio 2012, quando i dati contabili necessari per le eventuali rettifiche saranno messi a disposizione.¹⁷³

L'importo corrispondente alla posizione finanziaria netta delle società oggetto di acquisizione è stato definitivamente determinato alla data del 30 giugno 2012 per \$53,2 milioni (versati da Parmalat alle società venditrici il 19 ottobre 2012), per un corrispettivo totale di \$957,2 milioni.¹⁷⁴ Questa somma (pari a €738 milioni) ha praticamente dimezzato la liquidità accumulata dal commissario straordinario Enrico Bondi nelle casse di Parmalat, a seguito del crac del 2003, somma che aveva raggiunto €1,5 miliardi; tale trasferimento di fondi liquidi a favore del Gruppo Lactalis non è stato approvato da due consiglieri indipendenti della società di

¹⁷³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. De Nova il 28.03.2013, cit.

¹⁷⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group, Inc. (6 giugno 2013), cit., p.12.

Collecchio, Umberto Mosetti e Antonio Mastrangelo. L'intero episodio ha sollecitato un'indagine da parte della Consob per verificare il rispetto della normativa prevista in materia di operazioni con parti correlate.¹⁷⁵

Essendo prevista la possibilità di apportare rettifiche al prezzo di acquisizione sulla base dei dati di bilancio definitivi per l'esercizio, Parmalat ha affidato vari incarichi a diversi esperti, affinché questi esprimessero un loro parere in merito ai temi di maggiore rilevanza per un eventuale aggiustamento del corrispettivo. Le conclusioni raggiunte da tali soggetti terzi a seguito dell'analisi della documentazione relativa al caso sono riportate nel paragrafo seguente.

5.3.2 Critiche degli Esperti e Aggiustamento del Corrispettivo

5.3.2.1 Il Prezzo Provvisorio

L'analisi del Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* ha portato alla condivisione dell'opinione formulata da Mediobanca, consulente indipendente nominato dallo stesso Comitato. L'*advisor* aveva formulato un giudizio di congruità del corrispettivo provvisorio pattuito dalle parti, pari a \$904 milioni, rispetto al valore delle società oggetto di acquisizione. L'analisi di Mediobanca prevedeva uno scenario "base" e uno "conservativo", ed in entrambi la percentuale di sinergie attribuite a LAG era pari al 30% del totale.

Il metodo DCF aveva portato il consulente finanziario ad un *range* per l'Enterprise Value compreso tra \$787 e \$930 milioni per il *conservative case*, ed un intervallo tra \$842 e \$1.002 milioni per il *base case*. Sulla base di queste valutazioni, il Prezzo Provvisorio fissato in \$904 milioni era stato giudicato congruo da Mediobanca. Il multiplo EV/EBITDA, tuttavia, stabilito nel valore di 9,5, è inferiore rispetto ai valori medi e mediani riscontrati in transazioni simili. Sulla base delle valutazioni effettuate dal consulente esterno, il Comitato si è dichiarato favorevole all'esecuzione dell'operazione, giudicando congruo il corrispettivo pattuito dalle parti e pronunciando un parere positivo in merito all'interesse strategico nutrito da Parmalat nei confronti dell'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.¹⁷⁶

¹⁷⁵ "Lactalis Usa, il prezzo sale a 738 milioni. Scende a 780 milioni il tesoretto Parmalat", *Repubblica*, 25 settembre 2012, http://www.repubblica.it/economia/finanza/2012/09/25/news/lactalis_usa_il_prezzo_sale_a_738_milioni_scende_a_780_milioni_il_tesoretto_parmalat-43281152/.

¹⁷⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere del Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* in qualità di comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate previsto ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221, 22 maggio 2012, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

Il Prezzo Provvisorio è stato giudicato congruo anche dal Collegio Sindacale di Parmalat; il multiplo EV/EBITDA (9,5x), utilizzato per la determinazione del Prezzo Provvisorio sulla base dell'EBITDA delle società oggetto di acquisizione stimato per l'esercizio 2012, risulta inferiore rispetto alla media dei Multipli di transazioni comparabili, implicando una posizione prudentiale nel calcolo del corrispettivo.¹⁷⁷

Anche il Prof. Manaresi si è soffermato sull'analisi della valutazione effettuata da Mediobanca in merito al prezzo di acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. Secondo il Commissario ad acta, è stata dedicata un'eccessiva attenzione al multiplo dell'EBITDA, elemento che sposta in secondo piano la valutazione basata sul metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF), quando quest'ultima metodologia di valutazione era stata definita come quella principale e al metodo dei multipli era stata attribuita meramente una funzione di controllo.

Il Prof. Manaresi ha giudicato tutt'altro che simmetrico, rispetto al Prezzo Provvisorio, l'intervallo all'interno del quale sarebbe dovuto rientrare il corrispettivo definitivo per l'acquisizione (\$760 - \$960 milioni), a seguito dell'eventuale aggiustamento. Le parti, quindi, non vengono tutelate in egual misura dalle clausole contrattuali: se da un lato l'acquirente può sentirsi leggermente tutelata, vista la possibilità di un margine di aggiustamento al ribasso decisamente più ampio di quello al rialzo, dall'altro lato le società venditrici sembrano trovarsi in una posizione più favorevole già in partenza, dato che il corrispettivo fissato è maggiore rispetto al valore centrale dell'intervallo dei prezzi (che si presume possa corrispondere al valore effettivo delle società oggetto di acquisizione).¹⁷⁸

Il fatto che il testo contrattuale preveda un multiplo fisso, non aggiustabile, secondo Manaresi non rispecchia un meccanismo di determinazione del prezzo che tuteli veramente le parti (qualora sia realmente presente una qualche intenzione di proteggerle), vista l'insinuazione, peraltro motivata, del Commissario ad acta, il quale asserisce che acquirente e venditore sono in realtà un'unica entità, essendo parte dello stesso gruppo. Chi rimane danneggiato, alla fine, è l'azionista di minoranza, che si ritrova a dover subire gli effetti negativi della transazione e di un eventuale corrispettivo eccessivo pagato ai venditori.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, cit., p.7.

¹⁷⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi – Parte II, 14 giugno 2013, cit., pp.11-14.

¹⁷⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi (9 settembre 2013), cit., pp.21-31.

5.3.2.2 *Business Plan delle Società Acquisite*

Molto spesso, tra le clausole del Contratto di Compravendita è stato fatto riferimento al Business Plan delle società oggetto di acquisizione; questo documento riveste un ruolo di fondamentale importanza nell'ambito della valutazione in merito all'aggiustamento del corrispettivo, soprattutto per quanto riguarda le spese di marketing sostenute da LAG e LINT, elemento di centrale rilevanza per poter determinare l'eventuale scostamento degli investimenti in marketing effettivi dai valori pianificati. Com'è stato descritto precedentemente, infatti, la clausola 2.2.5 dello *Share Purchase Agreement* si focalizza proprio sulle spese di marketing, ai fini del calcolo dell'EBITDA consuntivo per il 2012 e, di conseguenza, per l'aggiustamento del corrispettivo. È importante determinare se lo scostamento delle spese di marketing dal cosiddetto Business Plan sia riconducibile ai canoni dell'*ordinary course of business* e delle *best management practices*; in caso di risposta affermativa, potrà essere calcolato l'EBITDA consuntivo utilizzando il valore inferiore delle spese di marketing, mentre in caso contrario dovrà essere preso in considerazione l'importo previsionale contenuto nel piano.

Nonostante ciò, nessun documento denominato Business Plan è mai stato reso disponibile dalle società del Gruppo Lactalis: è questo il parere espresso dal Prof. De Nova e dal Collegio degli Esperti Indipendenti, così come da altri esperti. Anche il Prof. Rossi afferma che il documento non rientra tra quelli messi a disposizione per l'analisi, pur sostenendo che non vi sia alcun dubbio sulla sua effettiva esistenza e sul suo ruolo fondamentale ai fini della determinazione del corrispettivo. Secondo il Prof. Manaresi è evidente, considerate tali circostanze, che un vero e proprio documento denominato Business Plan non esista, benché le parti abbiano continuato a farvi riferimento; questo sarebbe piuttosto il risultato dell'unione di vari documenti, indicanti le strategie e i piani aziendali, ma non sussisterebbe come documento autonomo. Il Prof. Manaresi, in collaborazione con il Collegio degli Esperti e a seguito di conferma da parte del direttore finanziario di Parmalat, Dott. Bonavita, ha infine concordato sul fatto di considerare come Business Plan per il triennio 2012-2014 la *Vendor Due Diligence* redatta da Ernst & Young.¹⁸⁰

I Professori Andrei, Cattaneo e Ziliotti, membri del Collegio degli Esperti Indipendenti, hanno estratto alcuni dati che sintetizzano il Business Plan da altre relazioni, le quali però non sono state rese disponibili per la consultazione al pubblico. In questa sede, pertanto, possiamo soltanto fare riferimento ai valori ottenuti dagli Esperti a seguito dell'analisi dei documenti messi a loro disposizione, presentati nei prospetti seguenti.

¹⁸⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Manaresi, 15.05.13, cit., pp.8-10.

AGGREGATO (LAG + LINT)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>\$/000</i>						
Vendite	756.299	847.207	974.144	1.061.829	1.146.845	1.263.718
<i>Variazione</i>		12,02%	14,98%	9,00%	8,01%	10,19%
<i>Prezzo medio per Lb (\$)</i>	1,75	1,95	1,94	2,00	2,01	2,02
CM	150.375	136.202	133.908	175.535	199.619	221.131
<i>Variazione</i>		-9,43%	-1,68%	31,09%	13,72%	10,78%
Spese di marketing	-29.567	-23.441	-21.884	-39.041	-48.580	-55.076
<i>Variazione</i>		-20,72%	-6,64%	78,40%	24,43%	13,37%
CMAME	120.808	112.761	112.024	136.494	151.039	166.054
EBITDA	92.190	89.095	86.121	95.150	102.672	112.057
<i>Variazione</i>		-3,36%	-3,34%	10,48%	7,91%	9,14%
<i>% su fatturato</i>	12,19%	10,52%	8,84%	8,96%	8,95%	8,87%
Ammortamenti e Svalutazioni	-21.990	-28.958	-23.942	-30.880	-32.995	-36.277
EBIT	70.200	60.137	62.179	64.270	69.677	75.780

LAG	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>\$/000</i>						
Vendite	702.625	791.782	912.905	983.305	1.052.286	1.156.955
<i>Variazione</i>		12,69%	15,30%	7,71%	7,02%	9,95%
<i>Prezzo medio per Lb (\$)</i>	1,71	1,91	1,90	1,94	1,94	1,95
CM	138.550	124.719	120.799	158.363	177.895	196.286
<i>Variazione</i>		-9,98%	-3,14%	31,10%	12,33%	10,34%
Spese di marketing	-28.732	-22.587	-20.759	-37.530	-46.805	-52.856
<i>Variazione</i>		-21,39%	-8,09%	80,79%	24,71%	12,93%
CMAME	109.818	102.132	100.040	120.833	131.090	143.430
EBITDA	85.602	83.041	80.966	88.267	93.243	101.271
<i>Variazione</i>		-2,99%	-2,50%	9,02%	5,64%	8,61%
<i>% su fatturato</i>	12,18%	10,49%	8,87%	8,98%	8,86%	8,75%
Ammortamenti e Svalutazioni	-21.979	-28.950	-23.938	-30.832	-32.995	-36.277
EBIT	63.623	54.091	57.028	57.435	60.248	64.994

LINT	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>\$/000</i>						
Vendite	68.286	65.567	75.310	91.595	109.887	123.619
<i>Variazione</i>		-3,98%	14,86%	21,62%	19,97%	12,50%
<i>Prezzo medio per Lb (\$)</i>	3,42	3,43	3,63	3,83	3,84	3,82
CM	11.825	11.483	13.109	17.172	21.724	24.845
<i>Variazione</i>		-2,89%	14,16%	30,99%	26,51%	14,37%
Spese di marketing	-835	-854	-1.125	-1.511	-1.775	-2.220
<i>Variazione</i>		2,28%	31,73%	34,31%	17,47%	25,07%
CMAME	10.990	10.629	11.984	15.661	19.949	22.625
EBITDA	6.588	6.054	5.155	6.883	9.429	10.786
<i>Variazione</i>		-8,11%	-14,85%	33,52%	36,99%	14,39%
<i>% su fatturato</i>	9,65%	9,23%	6,85%	7,51%	8,58%	8,73%
Ammortamenti e Svalutazioni	-11	-8	-4	-48	0	0
EBIT	6.577	6.046	5.151	6.835	9.429	10.786

Le tabelle sopra riportate sintetizzano i dati consuntivi delle società oggetto di acquisizione (LAG e LINT) per il triennio 2009-2011 e i dati previsionali, estratti dai documenti identificabili come Business Plan, per il triennio 2012-2014.¹⁸¹

Dai dati di bilancio relativi al triennio 2009-2011 si evince che i ricavi delle vendite sono stati oggetto di un notevole incremento; tuttavia, si è registrata una riduzione nel margine di contribuzione, così come per l'EBITDA, a causa di un aumento del prezzo della materia prima fondamentale, ovvero il latte, soprattutto per quanto riguarda gli esercizi 2010 e 2011.

Il management di LAG e LINT ha stilato un programma basato su un notevole incremento delle spese di marketing: per il 2012 è infatti stato pianificato un aumento del 78% rispetto al 2011 (considerando solo LAG, l'incremento previsto è pari all'80,8%), ed il trend a riguardo è previsto in continua crescita. Il piano strategico per il triennio si focalizza soprattutto sulla migrazione di alcuni marchi minori in Galbani e Président, i due *brand* di maggiore importanza sul mercato; questi obiettivi costituiscono i punti principali della cosiddetta "strategia intenzionale" di LAG, che prevede un rafforzamento dei due marchi principali, con l'obiettivo di sfruttare a fondo tutte le opportunità presenti sul mercato americano e i punti di forza della società. La transizione verso i marchi Galbani e Président implica prevedibilmente notevoli investimenti in marketing, al fine di facilitare il passaggio della clientela dai marchi minori

¹⁸¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013, cit., pp.29-31.

(Mozzarella Fresca, Precious e Sorrento) a quelli su cui il management intende focalizzare le proprie strategie; secondo il parere di Provasoli e Mazzola, per il triennio 2012-2014 si prevedono maggiori spese di marketing ed elevati valori di crescita; si può tuttavia supporre che un tale trend crescente, al termine di detto periodo, si attesti sui valori medi caratteristici della società.

Tale strategia implica un netto distacco rispetto alle politiche di marketing attuate in precedenza. Tuttavia si riscontra, per l'esercizio 2012, un evidente scostamento in negativo degli investimenti effettivi da quelli posti in piano aziendale, con una posticipazione della quota maggiore degli investimenti. Il notevole scostamento delle spese di marketing effettive da quanto previsto nel Business Plan viene definito come una virata in corso d'opera, deviando da ciò che era stato pianificato. A riguardo, LAG avanza giustificazioni di scarsa stabilità, sostenendo che tale scostamento sia stato motivato da variazioni sul mercato lattiero-caseario. Il Prof. Pellegrini, però, ritiene che la vera ragione sottostante la drastica riduzione nelle spese di marketing rispetto a quelle preventivate sia riconducibile alla mancata implementazione (per volontà del management o per effettiva incapacità) dei progetti di marketing; l'obiettivo dichiarato sarebbe stato quello di mantenere un certo livello di flussi di cassa e margini di redditività (ciò avrebbe implicato un corrispettivo più alto a favore delle società venditrici).¹⁸²

Al fine di operare una valutazione più oggettiva in merito alle spese di marketing sostenute da LAG e LING nel corso del 2012, il Collegio degli Esperti Indipendenti ha effettuato un confronto tra LAG ed alcune società comparabili: sono state prese in considerazione cinque società quotate operanti in Nord America nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti lattiero – caseari (Dean Foods, General Mills, Glanbia, Kraft Foods e Saputo, mentre Parmalat non è stata inclusa tra le società comparabili). Mentre fatturato e margine operativo si muovono spesso in direzioni diverse per le società considerate, un elemento comune è rappresentato proprio dalle spese di marketing, che nel complesso si configurano in crescita, seppure secondo trend differenti. In generale, inoltre, per il campione di società analizzate non risultano variazioni significative tra il primo e il secondo semestre del 2012 (contrariamente a quanto è stato registrato nel caso di LAG e LINT), periodo per il quale molte aziende avevano già preventivato l'ipotesi di crescita del prezzo di acquisto del latte.¹⁸³

¹⁸² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Prof. Pellegrini "Le politiche di marketing di Lag: le condotte nel triennio 2009-2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012", 24 aprile 2013, cit.

¹⁸³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business

Secondo la strategia intenzionale pensata per LINT, il management prevede un tasso di crescita pari circa al 16% per il triennio 2012-2014, trainata da un'espansione delle attività sul mercato sudamericano; i costi per la costruzione di nuovi stabilimenti produttivi, tuttavia, non permettono un vertiginoso incremento dell'EBITDA, il quale viene previsto in linea con i valori del triennio precedente. Nel complesso, per LINT si prevede un accrescimento del peso ricoperto nel gruppo, con un incremento della percentuale di ricavi prodotti da LINT sul totale che, nel 2014, si stima pari al 9,7%.¹⁸⁴

5.3.2.3 EBITDA, Enterprise Value e Spese di Marketing

Il 1° marzo 2013 il management di Lactalis ha inviato a Parmalat il *Price Adjustment Certificate*,¹⁸⁵ un documento che illustra la valutazione effettuata da Lactalis in merito all'aggiustamento del corrispettivo per l'acquisizione di LAG e LINT, sulla base dell'EBITDA consuntivo relativo all'esercizio 2012. Il calcolo dell'EBITDA parte dall'utile netto di LAG e LINT per l'esercizio 2012, determinato dal management delle stesse società come segue:¹⁸⁶

Combined income statement of income LAG + LINT (30 dicembre 2012)

	\$
<i>Net sales</i>	832.303.574
<i>Cheese</i>	106.510.924
Milk-based powders and cream products	938.814.498
Cost of sales	-777.830.262
Gross profit	160.984.236
Selling, general and administrative expenses	-96.147.231
Other income, net	45.569
Interest income, net	131.139
Income before income taxes expense	65.013.713
Income tax expense	-19.346.887
Net income	45.666.826

Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013, cit., pp.34-45.

¹⁸⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dimissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.21-25.

¹⁸⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dimissioni, Acquisizione LAG, Price adjustment certificate for LAG, LEA, LDB, LAM (al 30.12.2012), datato 1° marzo 2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dimissioni/acquisizione_LAG/.

¹⁸⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dimissioni, Acquisizione LAG, LAG audited financial statements (al 30.12.2012), 01.03.13, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dimissioni/acquisizione_LAG/.

Partendo dal *net income* combinato di LAG e LINT, è stato effettuato il calcolo dell'EBITDA relativo all'esercizio 2012: al valore risultante dai dati di bilancio (\$95.404.554), sono state apportate delle rettifiche per \$647.349, arrivando ad un EBITDA rettificato pari a \$96.051.903:¹⁸⁷

Fiscal Year 2012 EBITDA Calculation and Adjustment (\$mil)

	LAG	LEA	LDB	LAM	Combined
Net income	44,5	1,6	-0,3	-0,2	45,7
+ Income Taxes	18,4	0,9	-	-	19,3
- Other income from (charges for) equity investment	-	-	-	-	-
- Share of profits (losses) of companies valued by the equity method	-	-	-	-	-
- Net financial income (expense)	-0,1	-	-	-	-0,1
EBIT	62,8	2,5	-0,3	-0,2	64,9
+ Depreciation, amortization and writedownd of non-current assets	30,2	-	-	-	30,2
EBITDA before non-recurring adjustments	93,1	2,5	-0,3	-0,2	95,1
- <i>Non recurring and non operational income (charges):</i>					
Tipton Severance	0,5	-	-	-	0,5
Non recurring gain on derivatives for equipment purchase	-0,2	-	-	-	-0,2
<i>Other adjustments :</i>					
LINT net commissions not classified as income	-	0,2	0,5	-	0,6
EBITDA	93,3	2,7	0,2	-0,2	96,1

Nel dettaglio, i seguenti importi rappresentano proventi e oneri di carattere straordinario e costituiscono, secondo il management di Lactalis, rettifiche da apportare all'EBITDA:

- innanzitutto, la prima rettifica (+\$0,5 milioni) rappresenta parte del costo di chiusura dello stabilimento Tipton di LAG, chiusura effettuata a causa del trasferimento della produzione, completato nel 2013; essendo tale costo classificabile come "non ricorrente", esso deve essere incluso tra gli importi posti ad aggiustamento dell'EBITDA 2012;
- la seconda rettifica riguarda invece 226mila dollari di proventi derivanti da strumenti finanziari derivati, in dettaglio dalla conclusione anticipata di un contratto *forward* stipulato a fini di copertura; grazie al rafforzamento dell'euro sulla moneta statunitense, LAG ha esercitato la facoltà di concludere anticipatamente il contratto, ottenendo così un guadagno, anche questo di natura "non ricorrente";
- l'ultimo aggiustamento (+\$0,6 milioni) riguarda alcuni accordi di distribuzione fra le società del Gruppo Lactalis ed è composto come segue: \$4,9 milioni di margine di contribuzione delle vendite da parte di BSA, ai quali sono stati sottratti servizi di *back office* forniti da LINT a LEA per \$1 milione, altre spese per \$3 milioni e *brand fees* per \$0,2 milioni,

¹⁸⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione "Project Paloma III. Price adjustment Report" rilasciata da PricewaterhouseCoopers in data 15 aprile 2013, cit., p.6.

relativi alle percentuali sugli incassi dalle vendite di prodotti dal marchio Galbani e Président.¹⁸⁸

Stando al prospetto redatto da Lactalis, l'EBITDA rettificato sarebbe quindi pari a \$96.051.903, a fronte di una stima che si aggirava intorno a \$95,2 milioni, per una differenza tra i due importi uguale a \$0,85 milioni. L'Enterprise Value delle società acquisite sarebbe quindi pari a \$912,5 milioni; la differenza con il Prezzo Provvisorio di \$904 milioni, già versato da Parmalat alla data del *Closing*, sarebbe uguale a \$8.493.077, importo che rappresenta, secondo il parere di Lactalis, un maggior valore delle società cedute a Parmalat, che dovrebbe essere versato dall'acquirente alle società venditrici (ovvero BSA, Groupe Lactalis e BSA International).¹⁸⁹

EBITDA rettificato al 30.12.12	\$96.051.903,00
EBITDA stimato	\$95.200.000,00
Differenza	\$851.903,00
Enterprise Value rettificato	\$912.493.078,50
Prezzo Provvisorio	\$904.000.000,00
Differenza	\$8.493.078,50

Possiamo quindi riassumere il calcolo dell'EBITDA rettificato per LAG, Lactalis Brasile, Lactalis Messico e LINT (ramo d'azienda di Lactalis Export America) e dell'aggiustamento del Prezzo Provvisorio, così come proposto da Lactalis, nel seguente prospetto:¹⁹⁰

¹⁸⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione "Project Paloma III. Price adjustment Report" rilasciata da PricewaterhouseCoopers in data 15 aprile 2013, cit., pp.7-8.

¹⁸⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Price adjustment certificate for LAG, LEA, LDB, LAM (al 30.12.2012), cit.

¹⁹⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, LAG audited financial statements (al 30.12.2012), 01.03.13, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

<i>March 1, 2013</i>					
Price Adjustment Certificate for LAG, LEA, LDB, LAM					
Period Ending December 30, 2012					
	LAG	LEA	LDB	LAM	Combined
Reported Net Income	44.544.781	1.623.653	-316.255	-185.353	45.666.826
<i>Add back:</i>					
Taxes	18.412.931	932.415	1.541	0	19.346.887
Depreciation & Amortization	30.228.716	0	14.840	4.312	30.247.868
Interest Expense (Income)	-114.893	-20.893	4.647	0	-131.139
EBITDA before non-recurring adj.	93.071.535	2.535.175	-295.227	-181.041	95.130.442
Non-recurring & financial adjustments					
Tipton Severance	500.000				500.000
Gain on currency forward contracts	-225.888				-225.888
EBITDA	93.345.647	2.535.175	-295.227	-181.041	95.404.554
Other adjustments					
Q1/Q2 LINT net commissions not classified as income		189.667	457.682		647.349
Pro-forma EBITDA consistent with treatment in the VDD	93.345.647	2.724.842	162.455	-181.041	96.051.903
Enterprise Value at Dec. 30, 2012					912.493.077
Purchase Price in the SPA					904.000.000
Purchase Price Adjustment					8.493.077

Le spese di marketing ricoprono un ruolo di centrale importanza nella determinazione del corrispettivo finale: esse sono una delle voci di bilancio che le società venditrici possono modificare piuttosto agevolmente per arrivare ad ottenere un risultato d'esercizio di LAG e LINT più elevato, per un corrispettivo maggiore a loro favore. Per l'acquirente, lo svantaggio sarebbe duplice: innanzitutto il Prezzo Provvisorio pattuito risulterebbe maggiore, e nel medio-lungo termine potrebbe verificarsi la necessità di porre rimedio ai mancati investimenti passati.

Affinché possa essere considerato nel calcolo dell'EBITDA l'importo relativo alle spese di marketing consuntive, se inferiore al dato previsionale, lo scostamento tra questi due valori deve essere imputabile all'*ordinary course of business* e alle *best management practices*. L'acquirente dovrà eventualmente far pervenire alle società venditrici evidenza dello scostamento, mentre l'onere di dimostrare la riconducibilità dello stesso all'*ordinary course of business* spetterà al venditore. Diversi pareri sono stati espressi a questo riguardo, vista la delicatezza dell'argomento e l'importanza ai fini della determinazione di un eventuale aggiustamento del corrispettivo.

È importante, innanzitutto, definire accuratamente i canoni all'interno dei quali dovrebbero rientrare le spese di marketing di LAG e LINT: con la locuzione *ordinary course of business*,

riportabile nell'italiano "ordinaria amministrazione", il Prof. Rossi fa riferimento al mantenimento delle normali prassi di gestione aziendale adottate fino a quel momento dalla società, senza far intervenire operazioni straordinarie che potrebbero stravolgere la struttura economica ed organizzativa; nello specifico, il riferimento è da intendersi per il periodo compreso tra la data di sottoscrizione del contratto e la fine dell'esercizio 2012, quando verrà determinato l'eventuale aggiustamento del corrispettivo.¹⁹¹

Anche il Collegio degli Esperti Indipendenti ha dedicato ampio spazio all'interpretazione dei termini inglesi sopra citati: il criterio dell'*ordinary course of business* può essere riportato con la traduzione italiana di "ordinario andamento della gestione aziendale"; la locuzione *best management practices* può invece essere tradotta come "migliore prassi gestionale", indirizzata ad un'ottimale amministrazione delle attività aziendali e della gestione dei rischi.

Le spese di marketing sostenute da LAG nel corso dell'esercizio 2012 sono risultate nettamente inferiori rispetto a quanto preventivato nel Business Plan (\$24,9 milioni effettivi a fronte di \$37,53 milioni previsti). Il calcolo dell'EBITDA delle società acquisite è stato però effettuato, secondo il Prof. De Nova, considerando le spese di marketing effettive sostenute da LAG, importo minore rispetto a quello preventivato. Per il calcolo dell'EBITDA 2012 (e, di conseguenza, dell'Enterprise Value e del corrispettivo finale dell'operazione), Lactalis avrebbe dovuto utilizzare l'importo delle spese di marketing "convenzionale", ovvero quello stimato al momento della stipula del contratto, se lo scostamento non può essere fatto rientrare nei canoni sopra descritti.¹⁹² Su questo punto sono sorte diverse critiche, che saranno approfondite in seguito con l'analisi dei pareri espressi da vari esperti.

Parmalat ha affidato a Price Waterhouse & Cooper's (PwC), una società di revisione, l'incarico di operare una valutazione riguardante il calcolo dell'EBITDA rettificato per l'esercizio 2012, ai fini dell'aggiustamento del corrispettivo di acquisizione, per valutare la correttezza del calcolo predisposto da Lactalis nel *Price Adjustment Certificate*. La tabella che segue illustra gli aggiustamenti apportati da PwC al risultato ottenuto da Lactalis; la società di revisione è partita dall'EBITDA rettificato cui era pervenuto il management delle società acquisite (\$96,1 milioni), e a questo importo ha aggiunto o sottratto determinate voci per arrivare a de-

¹⁹¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. Rossi il 02.04.2013, cit., pp.10-18.

¹⁹² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere pro veritate rilasciato dal Prof. De Nova il 28.03.2013, cit.

terminare, secondo le indicazioni contenute nello *Share Purchase Agreement*, l'EBITDA rettificato per l'esercizio 2012 delle società americane del Gruppo Lactalis.¹⁹³

Fiscal Year 2012 EBITDA Calculation and Adjustments (\$mil)

	#	Combined
EBITDA as per Price Adjustment Certificate		96,1
Adjustments impacting 2.2 and 2.3 clause of the SPA:		
Reversal of Q1-Q2 LINT net commissions	1	-0,6
<i>Non-recurring and non operating income/(charges):</i>		
Brand fees	2	-0,4
Rebate on packaging equipment	3	-0,3
Release of bad debt	4	-0,3
Release of slotting expenses	5	-0,7
Proceeds from litigation	6	-0,2
Workers' Compensation	7	-0,6
Non-recurring audit costs	8	0,0
Adjusted EBITDA as per 2.2 and 2.3 clause of the SPA before marketing costs		93,1
<i>Marketing costs</i>		
Marketing expenses - LAG - actual vs. budget	9	-12,6
Marketing expenses - Other legal entities - actual vs. budget	10	-0,7
Marketing expenses - Ordinary course of business/best management practices	11	[]
Adjusted EBITDA as per 2.2 and 2.3 clause of the SPA after marketing costs		[]
Other items for consideration:		
Accounting adjustments	12	0,4
Management incentives	13	-0,3
Release of marketing expenses	14	-0,3
Other releases	15	-0,5
Whey dryer issue	16	[]
Legal and travel expenses	17	[]
Inventory valuation	18	-0,3
Management fees	19	-0,7
Tipton lost income	20	[]

*Source: Management information, PwC analysis

Grazie ad un'accurata analisi messa a punto dalla società di revisione PwC, possiamo approfondire ciascuna delle voci di bilancio inserite nel calcolo dell'EBITDA rettificato:

- mentre il *Price Adjustment Certificate* includeva \$0,6 milioni di commissioni nette per accordi commerciali di distribuzione tra BSA e LEA, PwC ha stornato tale importo dal calcolo dell'EBITDA, in quanto una rettifica di questo genere non è contemplata dalle clausole 2.2 e 2.3 del Contratto di Compravendita;

¹⁹³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione "Project Paloma III. Price adjustment Report" rilasciata da PricewaterhouseCoopers in data 15 aprile 2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

- tra i proventi e i costi non ricorrenti e non operativi, rientrano in primo luogo le *brand fees*, per \$0,4 milioni: il management aveva contabilizzato una percentuale sugli incassi dei prodotti dal marchio Galbani pari al 5% delle vendite, ma alla sottoscrizione del contratto questa percentuale venne ridotta al 2%; di conseguenza, la società rettificò nel 2012 l'ammontare proveniente dalle vendite che aveva contabilizzato in eccesso nel corso dei due esercizi precedenti. Tuttavia, alcune note di accredito per le percentuali sugli incassi relativi all'esercizio 2012 saranno ricevute nel corso del 2013, pertanto l'aggiustamento proposto da PwC è stato calcolato al netto di quest'ultimo importo;
- nel bilancio d'esercizio relativo al 2012, la voce "costo del venduto" includeva proventi per 267mila dollari relativi ad alcune apparecchiature ottenute da un fornitore di materiali per imballaggi; la società, grazie a ripetuti acquisti di tale merce, ottenne alcuni sconti, il cui ammontare fu interamente contabilizzato nel 2012. Da un lato, il management afferma che simili contratti erano già stati portati a termine in precedenza, e che pertanto sarebbe stato necessario rivedere tutti i casi in cui erano stati concessi sconti sulla merce; dall'altro lato, tuttavia, PwC sostiene che i \$0,3 milioni di *rebate on packaging equipment* (rettifica finalizzata a stornare costi relativi a sconti ottenuti dai fornitori di materiali per imballaggi di competenza di esercizi precedenti) non rappresentano proventi di carattere ricorrente per la società, pertanto questo importo deve essere incluso tra le rettifiche all'EBITDA relativo all'esercizio 2012;
- alcuni crediti sono stati registrati come "inesigibili" (*bad debt*) a seguito di un'accurata analisi delle posizioni creditizie scadute ormai da più di 45 giorni o sottoposte a contenzioso; nel corso del 2012 la società ha provveduto all'eliminazione di \$0,3 milioni di crediti inesigibili (inizialmente contabilizzati nel 2011) registrandoli come proventi straordinari, a seguito di ricevuti pagamenti nel corso del 2012;
- le *slotting expenses* rappresentano una deduzione dal fatturato lordo per il piazzamento di prodotti esistenti all'interno di negozi che attualmente non vendono quei determinati prodotti, oppure in una nuova regione geografica; in bilancio viene registrato un rateo sulla base dei volumi che il cliente ha acquistato nel corso del periodo stabilito dall'accordo. Nel 2012 la società ha riscattato 655mila dollari di costi, in quanto meno prodotti del previsto furono introdotti sul mercato; questo importo può essere considerato come non ricorrente, e pertanto incluso tra le rettifiche all'EBITDA;
- i 250mila dollari di proventi da contenzioso riguardano una causa avviata con un fornitore, il quale non adempì alle obbligazioni contrattuali; stando a quanto comunicato dal management, tali proventi coprono sostanzialmente le spese legali sostenute per la controversia; entrambi gli importi devono essere considerati come non ricorrenti;

- la rettifica di \$0,6 milioni alla voce *workers' compensation* è riferita al parziale riscatto di un rateo contabilizzato alla fine del 2011, che ha generato proventi straordinari nell'esercizio successivo;
- la società è incorsa in costi di revisione nel corso del 2012 in seguito all'acquisizione da parte di Parmalat, episodio che può essere considerato straordinario; tali costi ammontano a 73mila dollari, tuttavia non è chiaro a PwC se tutti questi costi siano definiti come straordinari sulla base del fatto che ogni anno i revisori compiono ulteriori verifiche. Di conseguenza, PwC ha rettificato tali costi per 48mila dollari.

L'EBITDA rettificato che risulta a questo punto dell'analisi è pari a \$93,1 milioni, tuttavia questo importo deve essere sottoposto ad ulteriori aggiustamenti per quanto riguarda le spese di marketing, come previsto dall'ormai nota clausola 2.2.5 dello *Share Purchase Agreement*:

- i 12,6 milioni di dollari di *marketing expenses* rappresentano la differenza tra quanto pianificato nel Business Plan di LAG (\$37,53 milioni) e l'ammontare effettivamente investito in marketing (\$24,9 milioni); tale scostamento negativo è principalmente dovuto a tagli negli investimenti pubblicitari, alla posticipazione della campagna di Galbani e alla riduzione di altri investimenti;
- anche le spese di marketing relative a LINT Americas devono essere prese in considerazione, pertanto anche lo scostamento negativo (\$0,7 milioni) tra quanto pianificato e quanto invece effettivamente investito deve essere posto a rettifica dell'EBITDA complessivo.

Secondo il parere di Lactalis, gli scostamenti in negativo delle spese di marketing sarebbero dovuti all'andamento dei prezzi di acquisto del latte, alla competizione sul mercato lattiero-caseario e ad alcune concessioni. La società di revisione ha però dichiarato di non essere in grado di appurare quale sia la percentuale dello scostamento nelle spese di marketing attribuibile all'*ordinary course of business* e alle *best management practices*; rimanda pertanto la faccenda a consulenti specializzati. La tabella seguente illustra in dettaglio le rettifiche apportate alle spese di marketing di LAG da Price Waterhouse & Cooper's:¹⁹⁴

¹⁹⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013, cit., pp.58-60.

Dettaglio delle rettifiche delle spese di marketing

Delays in migration of Snacks packaging due to further development testing	0,5
Galbani hard cheese launch in Deli delayed until 2013. Sensory tasting pushed into 2013	0,5
Postponement of the Galbani rebranding media campaign from July to September	1,7
Delays and efficiencies in consumer promotion for migration	0,3
Delays in Preésident packaging research and design	0,2
Delays in Galbani Dairy innovation research and design	0,7
Delays	3,9
Packaging efficiencies in Ingredients and lower obsolete packaging write-off costs	0,6
Technical savings on Deli packaging, net of higher advertising production and agency fees	0,3
Lower CPM Efficiency found in Retail Dairy TV advertising	1,1
Efficiencies	2,0
Cut in inefficient mass media TV ads in Deli	3,9
Focus on 5 vs. 9 States for TV ads for the migration of Retail to Galbani brand	0,6
Dairy reduction in Digital Media to focus on TV investments	0,8
Underspend on activities deemed not enough profitable	5,3
Unallocated	0,7
Underspend in Food Service Marketing Support	0,7
Total Variance	12,6

dati in milioni di \$

Le voci indicate come *other items for consideration* nella tabella precedente sono giudicate rilevanti per l'EBITDA 2012, ciononostante esse non implicano alcuna rettifica in quanto non previste nel calcolo dell'EBITDA stabilito dal Contratto di Compravendita, oppure non sono supportate da sufficiente documentazione. Si ritiene pertanto che queste voci meritino soltanto un accenno sintetico: si tratta di aggiustamenti contabili, rettifiche agli incentivi pagati agli amministratori, aggiustamenti alle spese di marketing contabilizzate negli esercizi precedenti e altre rettifiche minori, alcune delle quali non sono state quantitativamente determinate da PwC a causa di insufficienti dati disponibili o per la necessità di pareri più approfonditi.¹⁹⁵

Il Prof. Pellegrini, un esperto chiamato a valutare le politiche di marketing adottate da LAG, ha distinto le spese di marketing in due categorie, ovvero spese correnti e spese di investimenti: le prime hanno il fine di garantire effetti positivi sui ricavi delle vendite a breve termine, come ad esempio la promozione sui prezzi e per il consumo, mentre le spese di investimenti in marketing rappresentano investimenti mirati per lo sviluppo dei prodotti e dei marchi a medio-lungo termine.

¹⁹⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione "Project Paloma III. Price adjustment Report" rilasciata da Price Waterhouse & Coopers in data 15 aprile 2013, cit., pp.9-16.

Stando a quanto pianificato da LAG a proposito di comunicazione sul mercato, si è sottolineata più volte l'importanza del procedimento di integrazione dei marchi minori in Galbani e Président, e la relativa promozione alla clientela; nonostante ciò, a fronte dei massicci investimenti programmati per tale scopo, soltanto una parte degli stessi è stata effettivamente messa in atto, con cambiamenti in corso d'opera delle politiche di marketing di LAG rispetto al Business Plan. Tra i motivi proposti a giustificare tale scostamento, LAG avanza l'aumento del prezzo di acquisto del latte, che tuttavia, secondo il Prof. Pellegrini, può spiegare solo in minima parte la drastica riduzione delle spese di marketing. Lo stesso accade se si effettua un confronto con altre società del settore lattiero-caseario, le quali, in linea generale, hanno operato incrementi più o meno rilevanti negli investimenti in marketing, contrariamente a LAG.

La drastica riduzione delle spese di marketing operata da LAG tra il primo ed il secondo semestre del 2012 (ricordiamo che la data del *Closing* per il Contratto di Compravendita è stata fissata per il 3 luglio 2012, quindi all'inizio del secondo semestre 2012) non può assolutamente essere fatta rientrare nell'*ordinary course of business*, tantomeno nelle *best management practices*. Il Business Plan per il triennio 2012-2014 rappresentava un netto distacco rispetto agli esercizi precedenti, tuttavia la realtà dei fatti non ha visto la piena applicazione degli obiettivi. Sulla base delle informazioni analizzate, quindi, il Prof. Pellegrini arriva a dedurre che il management di LAG non abbia (più o meno volontariamente) posto in essere quanto pianificato allo scopo, così dichiarato, di mantenere determinati margini di redditività e flussi di cassa.¹⁹⁶

Il Collegio degli Esperti Indipendenti ha condiviso il risultato raggiunto da PwC, ovvero un EBITDA rettificato pari a \$93,1 milioni, importo che non include tuttavia le spese di marketing. Tra gli *other items for consideration*, non inseriti nel calcolo di PwC, nemmeno il Collegio ha considerato gli *accounting adjustments* né l'*inventory valuation*, valutati non rilevanti ai fini del calcolo dell'EBITDA. Gli aggiustamenti rimanenti, non inclusi da PwC tra le rettifiche all'EBITDA, risultano in un totale di \$1,8 milioni; a questo proposito, gli Esperti Indipendenti hanno ritenuto opportuno considerare in maniera prudenziale una misura pari al 50% di tali aggiustamenti, per un importo di \$0,9 milioni. Il risultato conclusivo cui è pervenuto il Collegio è pertanto un EBITDA pari a \$92,2 milioni (corrispondenti al risultato raggiunto da PwC, ovvero \$93,1 milioni, al quale sono state sottratte ulteriori rettifiche per \$0,9 milioni).

¹⁹⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Prof. Pellegrini: "Le politiche di marketing di Lag: le condotte nel triennio 2009-2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012" (24 aprile 2013), cit.

Rimangono comunque da considerare le spese di marketing a rettifica dell'EBITDA: lo scostamento in negativo tra il Business Plan e i dati effettivi è pari a \$12,6 milioni per LAG e \$0,7 milioni per LINT, per una differenza complessiva di \$13,3 milioni.

Gli Esperti Indipendenti hanno ipotizzato tre diversi scenari in merito all'Enterprise Value delle società acquisite, al fine di determinare l'aggiustamento del corrispettivo rispetto al Prezzo Provvisorio:

- secondo la prima ipotesi, l'intero scostamento tra le spese programmate e quelle effettive ha carattere di investimento in politiche di marketing, pertanto l'intera differenza (\$13,3 milioni) va sottratta all'EBITDA rettificato calcolato dal Collegio (\$92,2 milioni), per un EBITDA finale pari a \$78,9 milioni. Quest'ultimo ammontare, moltiplicato per il multiplo 9,5x, fornisce un Enterprise Value corrispondente a \$749,55 milioni;
- la seconda ipotesi, che non è stata considerata significativa dal Collegio, offre un'interpretazione alternativa alla precedente: l'EBITDA viene rettificato con la somma che si sarebbe dovuta investire in marketing, in aggiunta a quanto effettivamente speso nel corso del 2012. L'importo viene stimato in \$9,8 milioni (al posto dei \$12,6 milioni), che aggiunti alla differenza riguardante LINT porta ad un EBITDA rettificato di \$81,7 milioni, per un Enterprise Value di \$776,15 milioni;
- la terza ed ultima ipotesi, quella prevalente, considera una riduzione dello scostamento nelle spese di marketing di LAG da \$12,6 a \$10,6 milioni, a causa di 2 milioni di dollari in efficienze ("efficienze nel packaging e nella migliore definizione degli accordi contrattuali per l'acquisizione di spazi televisivi"¹⁹⁷), conseguite nel corso del 2012 da Lactalis American Group, importo che, rappresentando un vantaggio per l'impresa, non può essere dovuto a una mancata esecuzione della pianificazione aziendale, e pertanto non deve essere posto a rettifica dell'EBITDA. In ogni caso, la drastica riduzione operata da LAG per quanto riguarda le spese di marketing non può essere fatta rientrare nell'*ordinary course of business*, né tantomeno nelle *best management practices*. Secondo questa ipotesi prevalente, i calcoli conducono ad un EBITDA rettificato pari a \$80,9 milioni e ad un Enterprise Value di \$768,55 milioni. La tabella seguente riporta una sintesi di quanto descritto finora:

¹⁹⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010, rilasciato in data 10 maggio 2013, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/.

	1^ ipotesi	2^ ipotesi	3^ ipotesi
Adjusted EBITDA before marketing costs	92,2	92,2	92,2
Marketing expenses - LAG - actual vs. budget	-12,6	-9,8	-10,6
Marketing expenses - Other legal entities - actual vs. budget	-0,7	-0,7	-0,7
Marketing expenses - Ordinary course of business/best management practices	-	-	-
Adjusted EBITDA after marketing costs	78,9	81,7	80,9
Enterprise Value	749,55	776,15	768,55

* dati in milioni di \$

Essendo la terza ipotesi quella prevalente, in conclusione il Collegio afferma che l'Enterprise Value di LAG e LINT alla data del 30 dicembre 2012 si attesta su un importo pari a \$768,55 milioni. Partendo dal Prezzo Provvisorio, inizialmente fissato uguale a \$904 milioni, ne deriva un aggiustamento del corrispettivo a favore dell'acquirente per \$135,45 milioni.¹⁹⁸

Anche il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ha formulato un proprio parere, discostandosi leggermente sia dall'opinione di PwC sia dal Collegio degli Esperti Indipendenti: partendo dall'EBITDA rettificato per \$93,3 milioni, risultato raggiunto da PwC, il Comitato effettua uno storno per \$0,65 milioni, corrispondenti alla voce di bilancio "*Q1-Q2 LINT net commissions*". Il Comitato concorda con gli Esperti Indipendenti nell'affermare che lo scostamento delle spese di marketing non possa essere fatto rientrare nei canoni dell'*ordinary course of business* e delle *best management practices*; come scostamento delle spese di marketing viene considerata per LAG l'intera somma pari a \$12,6 milioni, oltre a \$0,7 milioni per LINT, per una differenza totale tra spese preventivate e consuntive uguale a \$13,3 milioni.

In conclusione, l'EBITDA calcolato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate risulta pari a \$80,4 milioni, per un Enterprise Value di \$763,90 milioni.

Adjusted EBITDA before marketing costs according to PwC	93,06
Q1-Q2 LINT net commissions	0,65
Marketing expenses - LAG - actual vs. budget	-12,6
Marketing expenses - Other legal entities - actual vs. budget	-0,7
Adjusted EBITDA after marketing costs	80,41
Enterprise Value	763,90

* dati in milioni di \$

¹⁹⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013, cit., pp.12-16, 52-56, 68-82.

Il risultato a cui il Comitato è pervenuto implica un aggiustamento del prezzo a favore di Parmalat per circa \$140 milioni. Il parere formulato dal Comitato OPC ha portato Parmalat ad inviare alle società venditrici una *Notice of Disagreement*, tramite la quale l'acquirente ha richiesto una rettifica del corrispettivo a proprio favore, per una somma pari ad almeno \$140 milioni.¹⁹⁹

Uno degli incarichi affidati dal Tribunale di Parma al Commissario ad acta prevedeva di effettuare una valutazione, in collaborazione con altri esperti del settore, incentrata sull'aggiustamento dell'EBITDA di LAG e LINT. L'elemento sul quale Manaresi ha puntato l'attenzione è la drastica riduzione degli investimenti in marketing effettuata da LAG a partire dal secondo trimestre dell'esercizio 2012. Secondo l'opinione condivisa sia dagli Esperti, dal Prof. Pellegrini sia dallo stesso Prof. Manaresi, le cause del mancato rispetto di quanto programmato sarebbero da ricondursi ad elementi interni alla società, piuttosto che a ragioni dovute alla situazione di mercato. In realtà, la motivazione addotta da LAG per giustificare l'elevato scostamento in negativo delle spese di marketing sottintende la volontà di mantenere determinati margini di redditività e flussi di cassa, giustificazione tuttavia non sostenibile secondo il giudizio degli esperti. Sembra sussistere una contraddizione in termini: ad un programma che vede come elemento principale per il triennio seguente il potenziamento di alcuni marchi di LAG, quali Galbani e Président, è stato contrapposto un netto taglio degli investimenti a ciò dedicati, facendo crollare la base su cui poggiava tale strategia. Alla luce di queste valutazioni, secondo il Prof. Manaresi non è possibile far rientrare tali azioni poste in essere da LAG tra le "migliori prassi gestionali", in quanto vi è un'esplicita contraddizione tra quanto messo in pratica e quanto era invece stato pianificato.

Il Commissario ad acta ha condiviso quasi appieno il parere proposto dagli Esperti Indipendenti: mentre secondo l'opinione del Collegio l'EBITDA (\$92,2 milioni) doveva essere rettificato in diminuzione con \$10,6 milioni per LAG e \$0,7 milioni per LINT come scostamento dalle spese di marketing pianificate, il Prof. Manaresi sostiene di dover includere nel calcolo anche i \$2 milioni di efficienze, arrivando ad ottenere un EBITDA rettificato pari a \$78,90 milioni, risultato che porta ad un Enterprise Value delle società oggetto di acquisizione uguale a \$749,55 milioni.

¹⁹⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010, rilasciato in data 10 maggio 2013, cit.

	<i>Commissario ad acta</i>	<i>Collegio degli Esperti</i>
Adjusted EBITDA before marketing costs	92,2	92,2
Marketing expenses - LAG - actual vs. budget	-12,6	-10,6
Marketing expenses - Other legal entities - actual vs. budget	-0,7	-0,7
Adjusted EBITDA after marketing costs	78,9	80,9
Enterprise Value	749,55	768,55
Aggiustamento	154,45	135,45

* dati in milioni di \$

L'aggiustamento del corrispettivo implicato dalla relazione del Prof. Manaresi si aggira intorno a \$150 milioni, importo non eccessivamente distante dal massimo aggiustamento contemplato dal Contratto di Compravendita (\$144 milioni).²⁰⁰

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ha formulato anche un parere successivo: il risultato cui è pervenuto illustra un EBITDA rettificato pari a \$81,31 milioni, per un aggiustamento finale del corrispettivo uguale a \$131,56 milioni. Sostanzialmente, all'EBITDA ottenuto da PwC il Comitato ha stornato alcuni importi, corrispondenti alle commissioni nette di vendita di LINT, alle *slotting expenses* e *workers' compensation*, ed ha sottratto l'intero importo corrispondente allo scostamento delle spese di marketing di LAG e LINT.²⁰¹

Adjusted EBITDA before marketing costs according to PwC	93,06
Q1-Q2 LINT net commissions	0,60
Slotting expenses	0,65
Workers' Compensation	0,30
Marketing expenses - LAG & LINT - actual vs. budget	-13,30
Adjusted EBITDA	81,31
Enterprise Value	772,44
Price Adjustment	131,56

* dati in milioni di \$

Il 24 maggio 2013 LAG Holding e Parmalat hanno ricevuto risposta alla loro richiesta di aggiustamento del corrispettivo, contenuta nella *Notice of Disagreement*: le società venditrici hanno contestato alcune rettifiche apportate dagli acquirenti al calcolo dell'EBITDA, propo-

²⁰⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Manaresi, cit., pp.22-56.

²⁰¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere del Comitato Parti Correlate (30.05.2013), cit., pp.14-16.

nendo un aggiustamento del prezzo tra \$67 e \$76 milioni e suggerendo alla controparte un incontro, per poter raggiungere più facilmente un accordo. L'incontro è avvenuto il 28 maggio seguente, ma le parti non sono riuscite a raggiungere un'opinione condivisa.

Pochi giorni dopo, in data 30 maggio 2013, le società venditrici hanno rivisto la loro posizione, proponendo un aggiustamento del prezzo per \$130 milioni, al fine di raggiungere a breve un accordo per evitare l'intervento di un arbitro esterno; tale proposta si avvicina molto ai risultati raggiunti sia dal Collegio degli Esperti Indipendenti sia dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate. La proposta è stata accettata dalla società di Collecchio nonostante il parere contrario di due consiglieri, rappresentanti degli azionisti di minoranza.²⁰² Lo stesso giorno il Consiglio di Amministrazione di Parmalat, sentito il parere favorevole del Comitato, ha ufficialmente approvato la proposta pervenuta dai venditori, anche per evitare il rischio di dover sottoporre la decisione all'intervento *super partes* di un arbitratore esterno, intervento che si sarebbe potuto rivelare contrario agli interessi di Parmalat.

Entrando nel dettaglio, per la determinazione dell'aggiustamento finale del corrispettivo le società si sono accordate, partendo dall'EBITDA ottenuto da PwC (\$93,1 milioni) ed apportando a questo valore alcune rettifiche:

- sono stati aggiunti \$0,6 milioni in commissioni nette per il primo e il secondo trimestre del 2012, derivanti da accordi di distribuzione, attribuendo quindi a Lactalis Export Americas tali proventi relativi al primo semestre 2012, come da volontà contrattuale delle parti;
- l'EBITDA è stato incrementato di \$0,65 milioni in *slotting expenses*, una componente positiva di natura "non ricorrente";
- all'EBITDA sono inoltre stati aggiunti \$0,3 milioni di *workers' compensation*, che rappresentano un aggiustamento ad un accantonamento relativo al 2012;
- infine, è stato inserito lo scostamento in negativo delle spese di marketing preventive da quelle consuntive, per LAG (\$12,6 milioni) e per LINT (\$0,7 milioni), per un totale di \$13,3 milioni.

La tabella seguente illustra brevemente quanto appena descritto per il calcolo dell'EBITDA rettificato, che risulta essere pari a \$81,31 milioni; moltiplicata per 9,5x, questa somma porta ad ottenere l'Enterprise Value 2012 consuntivo delle società acquisite da Parmalat SpA, per un ammontare di \$772,44 milioni.

²⁰² Sorrenti, V., "Parmalat, Lactalis restituisce 130 milioni di dollari", *Milano Finanza*, 30 maggio 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-lactalis-restituisce-130-milioni-di-dollari-201305301923206487>.

Adjusted EBITDA before marketing costs according to PwC	93,06
Q1-Q2 LINT net commissions	0,60
Slotting expenses	0,65
Workers' Compensation	0,30
Marketing expenses - LAG & LINT - actual vs. budget	-13,30
Adjusted EBITDA	81,31
Enterprise Value	772,44
Price Adjustment	131,56

Valori arrotondati:

Enterprise Value	774,00
Price Adjustment	130,00

* dati in milioni di \$

L'Enterprise Value è stato arrotondato a \$774 milioni, implicando così un aggiustamento del corrispettivo per \$130 milioni a favore di Parmalat, rispetto ai \$904 milioni che erano già stati versati a BSA, da parte dell'acquirente, come Prezzo Provvisorio per l'acquisizione.²⁰³

Partendo dal *Price Adjustment Certificate* predisposto da Lactalis, passando per le valutazioni effettuate dalla società di revisione PwC, dal Prof. Pellegrini, dal Collegio degli Esperti Indipendenti, dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e dal Commissario ad acta Manaresi, il processo di aggiustamento del corrispettivo è giunto ad un risultato definitivo. I vari esperti chiamati ad esprimere un loro parere critico in merito alla questione hanno concentrato la loro attenzione soprattutto sul calcolo dell'EBITDA rettificato per il 2012, ed in modo particolare sulle spese di marketing di LAG e LINT.

<i>\$ mln</i>	EBITDA adjusted 2012	Enterprise Value	Aggiustamento a favore di PLT
Lactalis (<i>Price Adj. Certificate</i>)	96,1	912,5	-8,5
Price Waterhouse & Cooper's	93,1 - 13,3?	-	-
Collegio degli Esperti Indipendenti	80,9	768,55	135,45
Comitato OPC (10 maggio 2013)	80,41	763,90	140,1
Commissario ad acta Prof. Manaresi	78,9	749,55	154,45
Comitato OPC (30 maggio 2013)	81,31	772,44	131,56
Aggiustamento definitivo	81,31	774	130

²⁰³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group, Inc. (6 giugno 2013), cit., pp.20-29.

I paragrafi successivi forniscono ulteriori valutazioni, incentrate invece sul metodo DCF e sui metodi dei Multipli di transazioni comparabili e dei Multipli di Borsa.

5.3.2.4 Metodo DCF e WACC

Il metodo di valutazione utilizzato più frequentemente nella prassi è il *discounted cash flow* (DCF), mentre ai metodi dei Multipli di Borsa e di transazioni comparabili vengono solitamente attribuite funzioni di controllo. Il metodo DCF permette di calcolare l'Enterprise Value attualizzando i flussi di cassa operativi che la società produrrà in futuro, divisi in un periodo di previsione esplicita (dai 5 ai 10 esercizi) ed un periodo di previsione implicita:

$$EV = \sum_{t=1}^n \left(CF_t \frac{1}{(1 + WACC)^t} \right) + TV_n \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Per il calcolo dell'Enterprise Value delle società acquisite da Parmalat, anche i Professori Provasoli e Mazzola hanno adottato il DCF come metodo principale, al quale sono stati affiancati i metodi dei multipli come strumento di confronto. Il parere di Provasoli e Mazzola, seppur pubblicato a giugno 2013, fa riferimento al mese di maggio dell'anno precedente, quando Parmalat e le società venditrici si apprestavano a sottoscrivere il Contratto di Compravendita per l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile, Lactalis Messico e un ramo d'azienda americano di Lactalis International (LINT), poi confluito nella società Lactalis Export Americas (LEA). Assumendo di trovarsi a maggio 2012, le uniche informazioni allora conosciute erano il Prezzo Provvisorio e le modalità di determinazione del corrispettivo finale.

Per determinare il valore di acquisizione, l'importo corrispondente alle sinergie previste deve essere incluso solamente qualora vengano utilizzate metodologie di stima che conducono al valore *on a stand-alone basis*, quali il metodo DCF o il metodo dei Multipli di Borsa. I Multipli di transazioni comparabili, al contrario, includono già la quota di sinergie che verranno a realizzarsi, pertanto il valore di acquisizione della società non dovrà essere ulteriormente incrementato. La quota di sinergie da aggiungere al valore *on a stand-alone basis* delle società è stata valutata pari al 33% delle sinergie totali ottenibili dall'acquisizione.

Anche i Professori Provasoli e Mazzola hanno sottolineato il significativo scostamento in negativo tra le politiche di marketing messe effettivamente in atto da LAG (quella che essi definiscono "strategia operante") e quello che invece era stato programmato dal Business Plan per il triennio 2012-2014 (la "strategia intenzionale"). Nel caso di LAG, il Business Plan rappresentava un netto distacco rispetto alle strategie degli esercizi precedenti, con la pianifica-

zione di ingenti investimenti in marketing finalizzati a favorire l'integrazione di alcuni marchi minori in Galbani e Président.

Da un lato, il valore di acquisizione calcolato secondo la strategia operante (ovvero assumendo una prosecuzione delle strategie adottate fino al 2011) porterebbe, secondo Provasoli e Mazzola, a definire l'estremo inferiore del *range* per il corrispettivo finale; dall'altro lato, invece, il valore di acquisizione calcolato sulla base della strategia intenzionale porterebbe ad ottenere l'estremo superiore dell'intervallo di prezzo per l'acquisizione, ovvero il valore massimo che potrebbe essere corrisposto dall'acquirente.²⁰⁴

Solo per la strategia operante è possibile porre a confronto i tre metodi di valutazione, in quanto tutti i dati necessari, consuntivi e previsionali, sono a disposizione degli analisti; la situazione è resa più complessa per la strategia intenzionale: in questo caso, infatti, non sarebbe corretto fare ricorso ai metodi dei multipli, in quanto questi farebbero riferimento agli esercizi fino al 2011 compreso (ovvero alla strategia operante), mentre la strategia intenzionale ha avuto inizio soltanto a partire dal 2012.

Come tasso di attualizzazione per i flussi di cassa, Provasoli e Mazzola hanno considerato in via prudenziale un WACC uguale al costo del capitale proprio, assumendo che l'incidenza del debito sul finanziamento complessivo fosse uguale a zero, così come effettuato da Mediobanca. A sua volta, il costo del capitale proprio (K_e) è stato calcolato secondo il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*: $K_e = r_f + \beta \cdot ERP + \lambda \cdot CRP + szp$, dove β esprime il rischio relativo alla società e moltiplica l'*equity risk premium (ERP)*, ovvero il maggiore rendimento che caratterizza gli investimenti in azioni; λ è invece un coefficiente che indica quanto la società sia sottoposta al rischio dello Stato in cui opera, il *country risk premium (CRP)*, mentre l'ultimo addendo (*size risk premium*) rappresenta l'eventuale rendimento maggiore che può provenire da investimenti particolarmente rischiosi.

La **strategia operante** di LAG non contemplava alcun processo di transizione dei marchi minori (Mozzarella Fresca, Precious e Sorrento) verso due dei marchi più forti in portafoglio, Galbani e Président, come invece era previsto dalla strategia intenzionale.

Per quanto concerne LINT, Provasoli e Mazzola hanno stimato una crescita annua del fatturato pari al 2% a partire dal 2012, valutando prudenzialmente l'espansione delle società in

²⁰⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.30-42.

Sud America. L'EBITDA margin, ovvero il rapporto tra fatturato ed EBITDA, relativo agli ultimi esercizi è stato calcolato uguale ad 8,4%; la voce *depreciation and amortization* corrisponderebbe allo 0,5% dei ricavi, mentre il capitale circolante netto (CCN) è stato ipotizzato pari all'8,9% del fatturato, come per LAG. La crescita stimata per le *capital expenditures* sarebbe pari al 2%. I dati consuntivi per il triennio 2009-2011 e la stima del *Terminal Value* secondo la strategia operante di LINT sono sintetizzati nella seguente tabella:

Stima del flusso a regime della strategia operante di LINT

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

Per il calcolo dei flussi di cassa, gli autori assumono un'aliquota fiscale pari al 40% per LAG, con riferimento agli Stati Uniti, e del 36,9% per LINT, tasso ottenuto ponderando le varie aliquote fiscali dei Paesi in cui la società opera, ovvero principalmente Stati Uniti, Brasile e Messico.

Stima dei flussi di cassa operativi netti a regime di LAG e LINT

\$ mln	LAG				LINT
	Dati previsionali			Ipotesi a regime	Flusso a regime
	2012	2013	2014	2015	2012
EBIT	64,6	73,4	78,8	74,7	6,0
(-) Imposte	-25,9	-29,3	-31,5	-29,9	-2,2
NOPAT	38,7	44,1	47,3	44,8	3,8
(+) D&A	30,0	30,9	31,1	31,6	0,4
(-) Capex	-21,8	-28,8	-28,3	-31,6	-0,4
(+/-) Delta CCN	-3,7	-2,6	-4,2	-1,4	-0,1
CF	43,2	43,6	45,9	43,4	3,7

Per il calcolo del WACC, Provasoli e Mazzola hanno stimato i seguenti parametri: il tasso di interesse privo di rischio (r_f), uguale al 3%, è pari al rendimento dei titoli di Stato USA con scadenza a vent'anni; l'*equity risk premium* è stato assunto pari al 6,76%, e corrisponde alla

differenza di rendimento tra titoli azionari e titoli privi di rischio; il coefficiente β (0,6) è stato calcolato con la media dei valori di otto società comparabili operanti nel medesimo settore (Kraft, Dean Foods, Saputo, Glanbia, Parmalat, Bongrain, Danone ed Emmi), con un orizzonte temporale di 5 anni. Il *country risk premium* è stato determinato nelle percentuali del 2,6% per il Brasile e del 2,3% per il Messico. Soltanto per LINT viene aggiunto anche il *size risk premium* (3%), sulla base delle dimensioni ancora piuttosto ridotte della società, il tutto per mantenere comunque una visione prudentiale ai fini della valutazione; sempre in quest'ottica, per il calcolo del *cost of equity* relativo alle sinergie si è deciso di apportare una maggiorazione di 200 punti base, per incorporare il maggiore rischio insito nella realizzazione delle sinergie secondo quanto previsto.

Cost of equity	LAG	LINT			Media ponderata
		USA	Brasile	Messico	
Risk-free rate	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Risk premium	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	
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%

Dopo aver determinato il WACC, ed individuato nella percentuale dell'1,5% il tasso di crescita previsto per i ricavi di LAG, Provasoli e Mazzola hanno calcolato l'Enterprise Value sommando i flussi di cassa operativi netti per il triennio 2012-2014 con il valore terminale, utilizzando appunto come tasso di attualizzazione il WACC (7,05%). L'Enterprise Value di LAG al 30 giugno 2012 ottenuto dai due analisti è pari a \$759 milioni:

dati in milioni di \$

WACC	7,05%
g	1,50%
Valore attuale FCF 2012-2014	98,8
Terminal Value	660,2
Enterprise Value di LAG al 30.06.2012	759,0

Per quanto concerne LINT, invece, il calcolo dell'Enterprise Value dipende dal verificarsi del rinnovo degli accordi di distribuzione, stipulati in contemporanea con il Contratto di Compravendita; seppur minima, la probabilità che tali contratti non vengano rinnovati è comunque stata inclusa nel calcolo, con una probabilità del 10%. Al termine di questi calcoli, l'Enterprise Value di LINT al 30 giugno 2012 è pari a \$39,9 milioni:

dati in milioni di \$

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 di LINT al 30.06.2012	39,9

Il valore complessivo delle società LAG e LINT è dato dalla somma degli Enterprise Value, per un totale *on a stand-alone basis* di \$798,9 milioni; questo importo, diviso per l'EBITDA consuntivo delle società relativo all'esercizio 2011, fornisce un multiplo implicito EV/EBITDA di 9,3x.

dati in milioni di \$

Enterprise Value di LAG al 30.06.2012	759,0
Enterprise Value di LINT al 30.06.2012	39,9
EV on a stand alone basis LAG+LINT	798,9
EBITDA consuntivo LAG + LINT 2011	86,2
Multiplo EV/EBITDA	9,3

Considerando sempre il valore *on a stand-alone basis*, Provasoli e Mazzola hanno effettuato un'analisi di sensitività per l'Enterprise Value in caso di variazioni del tasso di crescita dei ricavi e del WACC; l'Enterprise Value complessivo rientra in un intervallo di valori compreso tra \$761 e \$841 milioni, per un multiplo sull'EBITDA compreso tra 8,8x e 9,8x.

Il valore delle sinergie è stato determinato con il metodo DCF, per un valore attuale netto pari a \$165,8 milioni. Di questo ammontare, tuttavia, deve essere presa in considerazione solo la quota del 33%, che è stata determinata come la percentuale massima delle sinergie riconducibile alle società venditrici, quota a sua volta diminuita considerando la strategia operante, per arrivare infine ad un valore delle sinergie da inserire nel computo del valore di acquisizione per \$50 milioni.

Incrementando l'Enterprise Value con il valore stimato per le sinergie, si perviene infine ad un intervallo di valori per la strategia operante compreso tra \$811 e \$890 milioni, per un multiplo implicito sull'EBITDA che varia tra 9,4x e 10,3x.²⁰⁵

²⁰⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.60-72.

La **strategia intenzionale** di LAG e LINT fa riferimento al Business Plan per il triennio 2012-2014, e presenta un netto distacco rispetto alle strategie adottate negli esercizi precedenti, soprattutto per quanto riguarda le politiche di marketing. Il valore di acquisizione in questo caso è stato determinato soltanto con il metodo DCF, in quanto i multipli riferiti ad esercizi precedenti non possono essere messi in collegamento con dati previsionali per gli esercizi 2012 e seguenti, per questioni di coerenza nella valutazione.

Anche per la strategia intenzionale è stata calcolata la somma tra i flussi di cassa operativi netti per gli esercizi dal 2012 al 2018 (anno fissato come orizzonte temporale per la realizzazione della strategia), pari a \$204 milioni, ed il valore terminale dei flussi di cassa che saranno generati dopo il 2018. Per il calcolo del valore terminale, Provasoli e Mazzola hanno ipotizzato un tasso annuale di crescita dei ricavi dell'1,5%, con un costo medio ponderato del capitale del 7,05%.

Il *Terminal Value* è stato calcolato con la somma tra i flussi di cassa attualizzati relativi al periodo 2019-2032 (risultanti nell'importo di \$386 milioni) ed una seconda componente, relativa al periodo seguente; non casualmente, l'orizzonte temporale del 2032 nel calcolo della prima componente del valore terminale è stato fissato in corrispondenza della scadenza dei contratti commerciali. Benché la probabilità del mancato rinnovo di tali accordi sia limitata (stimata prudenzialmente pari al 10%), questa è stata presa in considerazione nella valutazione, che prevede appunto due diversi scenari a seconda dell'avvenuto rinnovo o meno dei contratti. Nel caso in cui il contratto venga rinnovato, Provasoli e Mazzola hanno stimato che la seconda componente del *Terminal Value* (riferita agli esercizi successivi al 2032) sarà attualizzata per un importo uguale a \$349 milioni, mentre in caso di mancato rinnovo degli accordi si otterrà un valore di \$237 milioni. Ponderando i due eventi con le probabilità loro assegnate, gli esperti hanno ottenuto un valore medio pari a \$338 milioni.

Il valore terminale è infine il risultato dalla somma delle due componenti, \$386 milioni e \$338 milioni, per un totale di \$724 milioni; questo importo è stato incrementato con i flussi di cassa attualizzati per il periodo di previsione esplicita (2012-2018), ovvero \$204 milioni, arrivando ad ottenere un valore complessivo pari a \$928 milioni, corrispondente all'Enterprise Value di LAG *on a stand-alone basis*. A seguito di un'analisi di sensitività, con la quale è stata ipotizzata la variazione dei tassi di crescita del fatturato e del costo del capitale, gli autori hanno ottenuto un intervallo di valori per l'Enterprise Value di LAG compreso tra \$879 e \$983 milioni, variando anche la probabilità relativa all'evento di mancato rinnovo degli accordi commerciali.

Il *Terminal Value* di LINT è stato valutato nell'importo di \$43,9 milioni, al quale sono stati aggiunti i flussi di cassa attualizzati per il periodo di previsione esplicita 2012-2018 (\$26 milioni); in conclusione, l'Enterprise Value di LINT corrisponde a \$70 milioni, che a seguito di un'analisi di sensitività è stato fatto rientrare nel *range* \$69-72 milioni.

<i>dati in milioni di \$</i>	LAG	LINT
FCF 2012-2018	204	26
Terminal Value:		
<i>FCF 2019-2032</i>	386	
<i>Valore dal 2032</i>	338	
Terminal Value	724	43,9
Enterprise Value	928	70

Sommando i valori *on a stand-alone basis* di LAG e LINT, l'intervallo raggiunto da Provasoli e Mazzola è compreso tra \$947 e \$1.055 milioni. A tale valore è stata aggiunta la stima delle sinergie, quantificate in \$55 milioni. A conclusione dell'analisi, l'intervallo di valori per l'Enterprise Value congiunto di LAG e LINT relativo alla strategia intenzionale è compreso tra \$1.002 e \$1.111 milioni, per un multiplo sull'EBITDA 2011 che risulta incluso nell'intervallo 11,6x-12,9x. Come si può notare, questi valori sono nettamente superiori rispetto ai multipli risultanti dalle analisi precedenti; ciò è tuttavia riconducibile ad una ragione ben precisa, ovvero il fatto che il multiplo rapporta due elementi tra loro non concordi, da un lato l'EBITDA consuntivo dell'esercizio 2011 e dall'altro l'Enterprise Value stimato con il metodo dei flussi di cassa attualizzati per la strategia intenzionale, avviata soltanto a partire dal 2012. I due valori non sono pertanto comparabili, e di conseguenza il multiplo non è coerente poiché i valori rapportati fanno riferimento a periodi temporali distinti.

<i>dati in milioni di \$</i>	Stima	Intervallo
Enterprise Value LAG	928	879-983
Enterprise Value LINT	70	69-72
Sinergie	55	55
EV complessivo	1.053	1.002-1.111

Il risultato ottenuto con il metodo DCF per la strategia intenzionale si posiziona addirittura su valori superiori rispetto al valore massimo stabilito nello *Share Purchase Agreement*; ciò sta a significare che il corrispettivo più elevato (\$960 milioni) che Parmalat era disposta a versare alle società venditrici in sede di trattative precontrattuali si rivela addirittura inferiore rispetto al valore minimo (\$1.002) che le società oggetto di acquisizione potranno assumere grazie alla realizzazione di quanto contemplato dal Business Plan.

Per concludere, i Professori Provasoli e Mazzola propongono alcune osservazioni riassuntive a giudizio dell'intera analisi: innanzitutto, il *floor* fissato dalle parti in \$760 milioni trova

ragionevole riscontro nei risultati ottenuti secondo la strategia operante, mentre il *cap* (\$960 milioni) viene invece confermato dal valore di LAG e LINT secondo la strategia intenzionale; infine, anche il multiplo 9,5x sembra essere ampiamente fondato su solide basi, fornite dalle svariate analisi effettuate. La modalità che le parti hanno concordato per la determinazione del corrispettivo per l'acquisizione pertanto, secondo il parere espresso da Provasoli e Mazzola, risulta congruo con il valore delle società.²⁰⁶

Per quanto concerne le modalità di utilizzo del metodo DCF da parte di Mediobanca, Manaresi non ha avanzato alcuna critica, condividendo le scelte adottate dall'*advisor*; il Commissario ad acta ha approvato anche la modalità di applicazione del metodo, criticando tuttavia la scelta di alcuni parametri. Per il calcolo del WACC, Mediobanca ha definito il *market risk premium* pari al 9,1%, ma delle tre metodologie adottate da Manaresi, e comunemente le più utilizzate nella prassi, nessuna lo ha condotto ad un risultato prossimo a quello ottenuto da Mediobanca; il valore medio ottenuto dal Prof. Manaresi si attesta infatti attorno al 5,5%, valore nettamente inferiore alla stima di Mediobanca.²⁰⁷ Tale maggior valore ottenuto da Mediobanca produce un costo del capitale più elevato (7,88% per LAG): i flussi di cassa sono stati attualizzati ad un tasso maggiore rispetto a quanto stimato da Manaresi, portando ad un valore di acquisizione più basso, che si sarebbe rivelato favorevole per Parmalat. Un WACC così elevato rispetto ad altre stime potrebbe essere stato utilizzato da Mediobanca al fine di compensare, almeno parzialmente, gli elevati flussi di cassa previsti per LAG e LINT, in modo da ridurre leggermente le eccessive stime di crescita prospettate per le società oggetto di acquisizione.

Nel caso in questione, trattandosi dell'acquisizione di società non quotate, è opportuno incrementare il costo del capitale con il *private company discount*, ovvero lo sconto per la minore liquidità rispetto a società quotate. Il fatto che il *market risk premium* determinato da Mediobanca sia di quasi quattro punti percentuali superiore a quello calcolato da Manaresi, potrebbe implicare, secondo il Commissario ad acta, una valutazione particolarmente prudente da parte dell'*advisor*, che avrebbe incorporato implicitamente nel costo del capitale anche il *private company discount*.

²⁰⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.88-111.

²⁰⁷ Il *market risk premium* viene solitamente calcolato su base storica, su base implicita e sulla base di *survey* (v. Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi – Parte II, 14 giugno 2013).

Generalmente si rileva una notevole differenza nella disponibilità di liquidità per società quotate rispetto alle società private, a netto svantaggio di queste ultime. Secondo alcuni studi, il minor prezzo di acquisizione pagato per società non quotate è compreso tra il 22% e il 35%, percentuali che riflettono appunto uno sconto per l'inferiore liquidità. Tuttavia, lo sconto può essere determinato, almeno parzialmente, anche da altri fattori, quali i costi di valutazione sostenuti da consulenti e analisti per la determinazione di un prezzo congruo; non è immediata, quindi, l'identificazione dello sconto per illiquidità.²⁰⁸

Se si considera quindi che il costo del capitale, come calcolato da Mediobanca, include seppur implicitamente anche lo sconto di liquidità, i valori finali cui *l'advisor* è pervenuto tramite il metodo DCF sono stati giudicati corretti anche dal Prof. Manaresi.

Mediobanca ha determinato sinergie per un importo di \$59,7 milioni, mentre il Commissario ad acta ha stimato un importo minore (\$56,8) a seguito di alcune considerazioni: mentre l'ammontare delle sinergie è stato attribuito correttamente per il 70% a Parmalat e per il 30% alle società acquisite, gli investimenti propedeutici per la realizzazione di tali sinergie (\$12,2 milioni) dovrebbero essere posti unicamente in carico all'acquirente.

Secondo il Prof. Manaresi, gli scenari base e conservativo ipotizzati da Mediobanca avrebbero dovuto essere ponderati secondo la loro rispettiva probabilità di realizzazione, al fine di determinare un unico risultato finale; *l'advisor* ha invece posto i due casi a confronto, verificando che il Prezzo Provvisorio (\$904 milioni) rientrasse in entrambi gli intervalli.

I Professori Cattaneo, Andrei e Ziliotti, in qualità di Esperti Indipendenti, hanno approvato pienamente l'operato di Mediobanca, apprezzando le decisioni metodologiche assunte dal consulente finanziario e il comportamento distaccato e professionale mantenuto durante tutto il procedimento di acquisizione. Essi hanno opposto il loro parere a diverse critiche mosse contro la valutazione di Mediobanca. Prima tra tutte, l'esposto presentato alla Procura della Repubblica di Parma dal fondo Amber Capital, azionista di Parmalat SpA. Il Fondo Amber ha condotto da sé una valutazione delle società, in modo da poterla comparare con i risultati ottenuti da Mediobanca. Tuttavia, stando a quanto riportato dagli Esperti Indipendenti, sembra che Amber abbia compiuto alcuni errori di carattere numerico ed un'errata considerazione delle sinergie da includere nel valore finale di acquisizione. Alcuni criteri di valutazione adottati dal Fondo Amber non sono condivisibili secondo gli Esperti: di questi fa parte, ad esempio, la

²⁰⁸ Koeplin, J., Sarin, A., A. Shapiro, (2000), "The Private Company Discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n.4, pp. 94-101.

stima di una crescita dei ricavi (*g*) inferiore rispetto al valore assunto da Mediobanca, e comunque non coerente nemmeno con le ipotesi di crescita del Business Plan; inoltre, a LINT è stato attribuito un multiplo per il calcolo dell'Enterprise Value giudicato eccessivamente basso. Elementi che, combinati, hanno portato il Fondo Amber ad ottenere un valore di acquisizione nettamente inferiore rispetto a quello cui era pervenuta l'analisi di Mediobanca.

Per conto del Fondo Amber, il Prof. Bastia ha provveduto a formulare un'ulteriore analisi, ottenendo un Enterprise Value complessivo di LAG e LINT pari a \$514,5 milioni, basandosi tuttavia su assunzioni che agli Esperti sono apparse tutt'altro che fondate: Bastia non avrebbe preso in considerazione il valore delle sinergie in capo alle società oggetto di acquisizione, né tantomeno il fatto che si tratta dell'acquisto della partecipazione di controllo. Includendo in seguito le sinergie, ma in un importo inferiore rispetto al dovuto, il Prof. Bastia ha determinato il valore di acquisizione in \$551,7 milioni. La valutazione condotta dal Fondo Amber è sembrata alquanto soggettiva, secondo il parere degli Esperti.

L'aspetto successivamente analizzato dagli Esperti è la questione delle sinergie, e della quota di queste che dovrebbe essere inclusa ai fini della determinazione del valore finale dell'acquisizione; secondo il punto di vista condiviso da Mediobanca e Parmalat, la percentuale da conteggiare in capo alle società oggetto di acquisizione sarebbe pari al 30% (il restante 70% è considerato parte del valore implicito dell'acquirente). La posizione degli Esperti Indipendenti si dissocia totalmente da questa assunzione: essi hanno sostenuto infatti che la prassi preveda di considerare la percentuale maggioritaria, se non addirittura la totalità, delle sinergie in capo alle società che saranno cedute.

In seguito, gli Esperti Indipendenti hanno proceduto con l'analisi del parere espresso dal Prof. Montanari, incaricato dalla Procura della Repubblica di Parma, che, stando all'opinione del Collegio, contiene numerose inesattezze di metodo. In generale, l'analisi del Prof. Montanari sembra guidata da giudizi piuttosto soggettivi e strumentali al raggiungimento di un determinato risultato, oltre che costellata da numerose contraddizioni ed errori metodologici.

In estrema sintesi, il Collegio degli Esperti Indipendenti ha concluso approvando il comportamento tenuto dal CdA e dal Comitato per il Controllo Interno e la Corporate Governance di Parmalat, oltre all'operato di Mediobanca come consulente finanziario indipendente. Un parere positivo è stato attribuito anche al corrispettivo definitivo, risultato pari all'importo di \$774 milioni a seguito dell'aggiustamento previsto dallo *Share Purchase Agreement*.²⁰⁹

²⁰⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione

5.3.2.5 Multipli

Il multiplo utilizzato più frequentemente per la valutazione aziendale è Enterprise Value/EBITDA;²¹⁰ nonostante siano stati calcolati da parte di Mediobanca anche i multipli EV/EBIT e EV/SALES, questi non sono stati presi in considerazione ai fini della valutazione, probabilmente a causa del fatto che la determinazione del corrispettivo era legata principalmente all'EBITDA, piuttosto che ad altri indicatori di bilancio. È preferibile, in linea generale, utilizzare multipli basati su dati previsionali (*forward-looking multiples*), piuttosto che multipli basati su dati storici, anche per un principio di coerenza con la valutazione effettuata secondo il DCF; deve essere osservata anche una certa coerenza anche all'interno del multiplo stesso, fra numeratore e denominatore: nel caso del multiplo EV/EBITDA, l'Enterprise Value deve includere solamente le voci contabili che contribuiscono alla realizzazione dell'EBITDA per l'esercizio in questione.²¹¹

L'utilizzo del multiplo EV/EBITDA in sé non è stato contestato dal Commissario ad acta; ciò che egli ha posto in rilievo è l'esercizio cui i dati fanno riferimento: il denominatore del multiplo (anche detto *value-driver*), nel nostro caso l'EBITDA, dovrebbe essere un valore atteso al momento della valutazione. Poiché la valutazione è riferita a maggio 2012, l'EBITDA cui si dovrebbe fare riferimento per il calcolo del multiplo è quello stimato per l'esercizio 2012, e non quello derivato dai dati di bilancio del 2011, come in realtà è stato fatto da Mediobanca.

Il Collegio degli Esperti ha espresso un'opinione diametralmente opposta a quella del Prof. Manaresi: essi sostengono che l'unico valore cui sia possibile fare riferimento per l'EBITDA sia il dato consuntivo del 2011; l'EBITDA definitivamente calcolato sulla base dei bilanci relativi al 2012, invece, sarebbe stato l'elemento chiave per la quantificazione dell'aggiustamento del corrispettivo per l'acquisizione. Un punto portato a supporto della loro tesi è il fatto che le parti, in sede di trattative contrattuali, si sono accordate nel fissare il multiplo EV/EBITDA uguale a 9,5x, facendo riferimento all'EBITDA consuntivo dell'esercizio 2011.²¹²

dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.90-204.

²¹⁰ Koller, Goedhart et al. (2010) preferiscono il multiplo EV/EBITA, in quanto sostengono che sia necessario sottrarre gli ammortamenti (*depreciation*) al reddito da prendere in considerazione per il multiplo, in quanto rappresentativi degli investimenti di sviluppo e mantenimento (differenziati anche in base al livello di integrazione verticale della società (p.320). Nella pratica, però, è più utilizzato l'EBITDA rispetto all'EBITA, anche per la difficoltà di stimare la congruità degli ammortamenti rispetto agli investimenti di mantenimento e sviluppo.

²¹¹ T. Koller, M. Goedhart et al., 2010, cit., pp.313-327.

²¹² Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione

Il metodo dei **Multipli di transazioni comparabili** considera operazioni simili a quella in questione, che abbiano coinvolto società operanti nello stesso ramo di attività. In particolare, nel caso in esame è stato costruito da Mediobanca un campione di transazioni, portate a termine in Europa e negli Stati Uniti dal 2007 in poi, riguardanti l'acquisizione della partecipazione di controllo in società operanti nel settore lattiero-caseario. Il multiplo EV/EBITDA calcolato da Mediobanca ha assunto valori tra 9,5x e 11,2x; questo multiplo incorpora anche il valore del premio di controllo. È stato empiricamente dimostrato che in molti casi di acquisizioni di partecipazioni di maggioranza o totalitarie in società quotate si registra una differenza tra il valore *stand-alone* della società e il corrispettivo pagato dall'acquirente, differenza rappresentata proprio dal "premio di controllo", ovvero l'importo maggiore che l'acquirente è disposto a versare in vista dei guadagni futuri che deriveranno dalle sinergie di ricavi e costi con la società iniziale e dalla posizione di azionista di controllo.²¹³

In merito al controllo societario, Barclay e Holderness (1989) affermano la presenza di un'elevata concentrazione della proprietà in molte società, e spesso i possessori di una quota di controllo tendono a ricevere maggiori profitti e benefici rispetto a quanto sarebbe proporzionale secondo la loro partecipazione. Poiché i prezzi di scambio delle azioni riflettono il valore dei benefici spettanti al possessore delle azioni in misura proporzionale alla quota detenuta, la differenza tra il valore del pacchetto azionario ed il prezzo a cui questo viene scambiato sul mercato riflette i cosiddetti *private benefits from control*. Le partecipazioni azionarie hanno maggior valore se considerate come un unico blocco piuttosto che suddivise in pacchetti minori; di conseguenza, nella maggior parte dei casi si verifica la cessione di tali partecipazioni in un solo blocco, che tende generalmente a non essere smembrato. In media, l'analisi empirica di Barclay e Holderness riporta il pagamento di un premio di controllo nella misura del 20,4%, registrato nella grande maggioranza dei casi (80%).²¹⁴

Dyck e Zingales (2004) parlano di un premio medio di controllo del 14%, per un intervallo che spazia da -4% a +65%. Nei Paesi in cui si riscontrano premi di controllo più elevati, si tende ad avere una maggiore concentrazione della proprietà, è meno probabile che avvengano privatizzazioni e i mercati finanziari sono meno sviluppati sotto diversi punti di vista. Per contro, migliori politiche contabili, una più elevata protezione degli azionisti di minoranza,

dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.90-204.

²¹³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., p.29.

²¹⁴ Barclay, M.J., Holderness, C.G., (1989), "Private Benefits From Control Of Public Corporations", *Journal of financial economics*, Vol. 25, pp. 371-395.

una maggiore applicazione delle leggi, una più elevata competizione sul mercato ed una maggiore diffusione della stampa sembrano essere associati con livelli più bassi dei premi di controllo.²¹⁵

Un lavoro di Zingales (1994), citato anche da Manaresi, riporta che sul mercato italiano risulta molto elevata la presenza di importanti pacchetti azionari detenuti da un solo proprietario, fatto che implica di conseguenza una notevole competizione per raggiungere la posizione di controllo, che fornisce ingenti benefici all'azionista. Sulla Borsa di Milano, infatti, il premio pagato per le azioni con diritto di voto²¹⁶ è molto elevato, e ciò può appunto essere spiegato con i benefici che possono derivare da una posizione di controllo, anche a causa della scarsa tutela dei diritti degli azionisti di minoranza vigente in Italia.²¹⁷

Per il metodo delle transazioni comparabili, i Professori Provasoli e Mazzola hanno individuato un campione di 25 operazioni di acquisizione della partecipazione di maggioranza o totalitaria, implementate dopo il 2007 in Europa e Nord America da società operanti principalmente nel settore lattiero-caseario. Gli autori hanno ottenuto un multiplo EV/EBITDA compreso nell'intervallo 9,4-10,2x, considerando anche l'analisi di alcuni sottocampioni per zona geografica o settore di competenza. Applicando questi multipli all'EBITDA di LAG e LINT relativo al 2011 (\$86,2 milioni), l'Enterprise Value varia da un minimo di \$810,3 ad un massimo di \$879,2 milioni.²¹⁸

Multipli di transazioni comparabili

	Valore minimo	Valore centrale	Valore massimo
Multiplo EV/EBITDA	9,4x	9,8x	10,2x
EBITDA 2011	86,2	86,2	86,2
Enterprise Value	810,3	844,8	879,2

dati in milioni di \$

Il Prof. Manaresi non ha approvato l'utilizzo dei Multipli di transazioni comparabili nel caso in esame. Per spiegare questo punto, il Commissario ad acta è partito dall'intricata rete societaria del Gruppo Lactalis: esso è nelle mani della famiglia francese Besnier, la quale controlla Sofil Sas, la controllante di Parmalat; inoltre, anche Lactalis American Group, Lactalis

²¹⁵ Dyck, A., Zingales, L., (2004), "Private Benefits Of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59, n.2, pp. 537-600.

²¹⁶ Oltre alle classiche azioni con diritto di voto, le società possono emettere anche azioni che non incorporano la possibilità per l'azionista di esercitare il diritto di voto, quali ad esempio le azioni di risparmio, che comportano alcuni maggiori privilegi rispetto alle azioni ordinarie (Zingales, L., (1994), cit., p.128).

²¹⁷ Zingales, L., (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *Review of financial studies*, Vol. 7, n.1, pp. 125-148.

²¹⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.73-79.

Brasile e Lactalis Messico sono controllate dalla stessa famiglia, per via diretta o attraverso società controllate. Pertanto, sia l'acquirente sia le società oggetto di acquisizione fanno parte del medesimo gruppo, e l'acquisizione in questione viene a configurarsi come un'operazione infragruppo; ciò implica che il controllo delle società trasferite non viene ceduto, essendo rimasto in realtà sempre nelle mani del Gruppo Lactalis, ed indirettamente della famiglia Benier.

I Multipli di transazioni comparabili includono la cessione del premio di controllo, ma questo elemento non deve essere compreso nel caso in esame, secondo il parere del Commissario ad acta, poiché come visto il controllo permane comunque all'interno del Gruppo Lactalis. Il metodo dei multipli di transazioni comparabili non è quindi accettabile secondo Manaresi per effettuare una valutazione delle società in questione.

Il metodo dei **Multipli di Borsa** si basa sul calcolo dei multipli partendo dalla capitalizzazione di società quotate operanti nell'ambito lattiero-caseario sul territorio del Nord America, includendo anche la stessa Parmalat. Questo metodo ha portato Mediobanca a definire un intervallo per il multiplo EV/EBITDA compreso tra 8,95x e 10,49x.

Il campione cui Provasoli e Mazzola hanno fatto riferimento per l'analisi secondo il metodo dei Multipli di Borsa è composto da otto società quotate (Dean Foods, Glambia, Saputo, Kraft, Parmalat, Danone, Bongrain ed Emmi); l'inclusione di Parmalat ha aumentato il carattere prudentiale della stima, visti i multipli inferiori rispetto alle altre società del campione. Provasoli e Mazzola hanno quindi calcolato l'Enterprise Value delle società sommando la capitalizzazione media dei 90 giorni precedenti il 20 maggio 2012 con la posizione finanziaria netta e le *minorities*; per l'EBITDA è stato considerato quello riportato sui documenti contabili al 31.12.2011. È stato calcolato il multiplo EV/EBITDA per tutte le società del campione per l'esercizio 2011, ottenendo il valore di 8,9x come mediana; l'intervallo di valori per il multiplo è stato stabilito uguale a 8,4x-9,4x. Da questi multipli risultano i valori per l'Enterprise Value di LAG e LINT illustrati nella tabella che segue; questi importi, dati dal prodotto tra l'EBITDA 2011 e il multiplo considerato, forniscono il valore *on a stand-alone basis* delle società considerate. Questi valori sono stati incrementati con la stima delle sinergie, pari a \$50 milioni, al fine di determinare l'Enterprise Value congiunto di LAG e LINT.²¹⁹

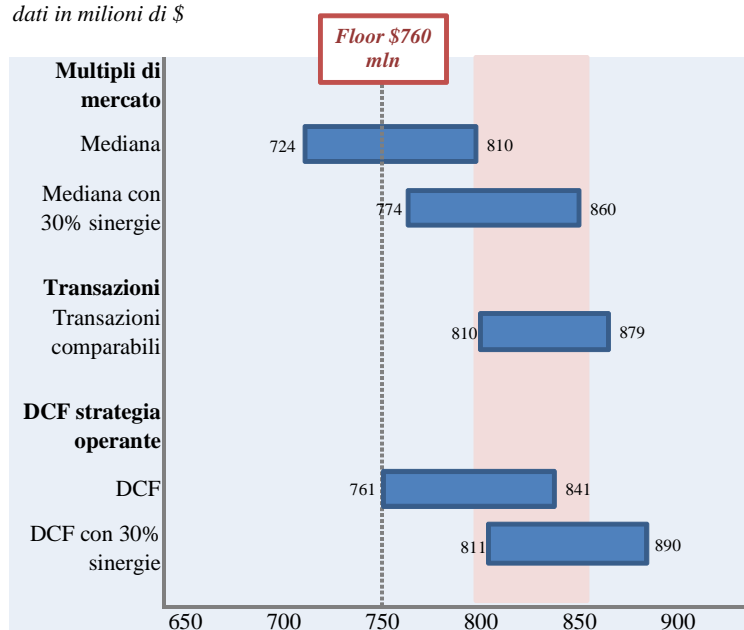
²¹⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14.06.13, cit., pp.80-82.

	Valore minimo	Valore centrale	Valore massimo
Multiplo EV/EBITDA	8,4x	8,9x	9,4x
EBITDA 2011	86,2	86,2	86,2
Valore on a stand alone basis	724,1	767,2	810,3
Sinergie	50	50	50
Enterprise Value LAG + LINT	774,1	817,2	860,3

dati in milioni di \$

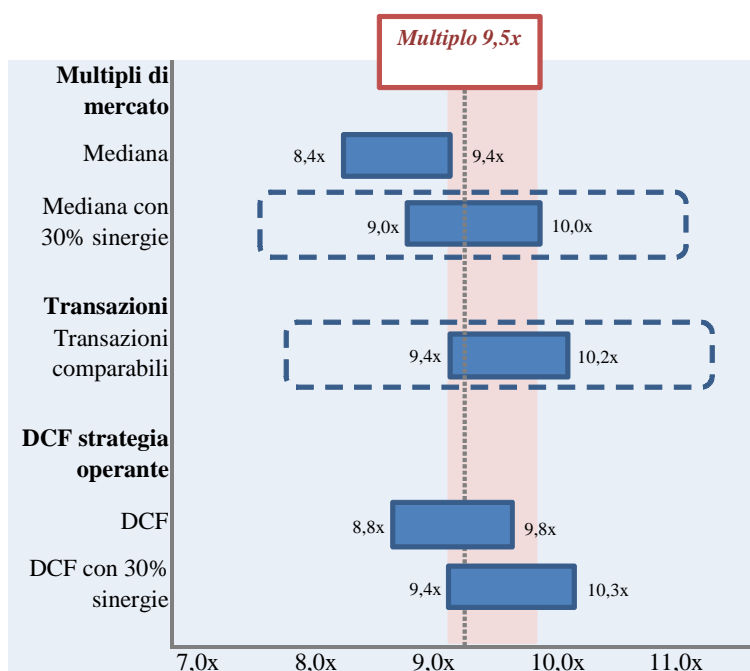
Di seguito viene proposto uno schema riassuntivo che illustra le stime dell'Enterprise Value di LAG e LINT relativo all'esercizio 2011 secondo la strategia operante, sulla base dei diversi metodi presi in considerazione da Provasoli e Mazzola:

I range dell'Enterprise Value di LAG e LINT in base alla strategia operante
dati in milioni di \$



I valori dell'Enterprise Value comprensivi di sinergie sono piuttosto simili secondo le tre metodologie utilizzate, ed in particolare si evidenzia una sovrapposizione in tutti tre i casi per i valori compresi tra \$810 e \$860 milioni. Anche il multiplo concordato tra le parti nel valore di 9,5x sembra congruo al valore delle società, in quanto rientra negli intervalli ottenuti con i metodi sopra analizzati:

Sintesi del range del multiplo EV/EBITDA 2011 di LAG e LINT



L'unico metodo dei multipli approvato dal Commissario ad acta per il caso in esame è quello relativo ai Multipli di Borsa: utilizzando i dati dell'EBITDA 2012, il Prof. Manaresi ha ottenuto un intervallo di valori per l'Enterprise Value di LAG e LINT compreso tra \$827 e \$835 milioni. Ai valori ottenuti è stato poi applicato il *private company discount*, nella misura calcolata da Koeplin, Sarin e Shapiro (2000), pari al 20,39% per la media e 18,14% per la mediana; aggiungendo la stima delle sinergie, il valore finale di LAG e LINT cui è pervenuto il Prof. Manaresi rientra nell'intervallo compreso tra \$714,82 e \$740,68 milioni, per un valore medio di \$727,75 milioni. Rapportando questo valore all'EBITDA stimato per l'esercizio 2012 (\$95,15 milioni), il multiplo ottenuto è 7,65x.²²⁰ Secondo gli Esperti Indipendenti, l'applicazione del *private company discount* per l'Enterprise Value di LAG e LINT non è corretta, poiché nel caso di acquisizione della totalità del capitale sociale viene generalmente meno l'influenza della minore liquidità sul valore della società *target* non quotata.²²¹

È importante concentrare l'attenzione sull'applicazione dello sconto di liquidità ai Multipli di Borsa, piuttosto che ai Multipli di transazioni comparabili, effettuata da Manaresi. Lo studio di Koeplin, Sarin e Shapiro (2000), infatti, ha analizzato quattro differenti tipologie di

²²⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi – Parte II, 14 giugno 2013, cit., pp.31-38.

²²¹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.90-204.

multipli relativi a operazioni di acquisizione, effettuate in settori industriali simili e nella stessa fascia temporale; in particolare, gli autori hanno evidenziato per il multiplo EV/EBITDA uno sconto medio (mediano) pari al 20,39% (18,14%) relativo ad un campione di 84 transazioni (dati che corrispondono ai valori utilizzati da Manaresi). Anche Kooli, Kortas e L'Her (2003) hanno registrato valori per il *private company discount* che variano dal 17% al 34%, con riferimento ai multipli relativi alle transazioni analizzate.²²² Sulla base di diversi studi empirici, pertanto, risulta scorretta l'applicazione dello sconto di liquidità all'Enterprise Value di LAG e LINT, così com'è stata effettuata dal Commissario ad acta: egli ha infatti applicato i Multipli di Borsa all'EBITDA 2012, scontando poi l'Enterprise Value delle società *on a stand alone basis* per la loro minore liquidità, implicata dalla loro condizione di società non quotate. Tuttavia, il *private company discount* applicato da Manaresi fa riferimento a multipli relativi ad operazioni di acquisizione: esso dovrebbe quindi essere applicato in sede di valutazione aziendale secondo il metodo dei Multipli di transazioni comparabili (tra l'altro non utilizzato da Manaresi), e non secondo il metodo dei Multipli di Borsa; questi ultimi, infatti, considerano il valore di ogni società singolarmente. Non è coerente, quindi, applicare il *private company discount* ai Multipli di Borsa com'è stato effettuato dal Commissario ad acta.

L'aggiustamento del corrispettivo (pattuito pari alla cifra finale di \$774 milioni) cui sono giunte le parti in data 30 maggio 2012 non stato è ritenuto adeguato da parte del Prof. Manaresi, il quale ha ulteriormente approfondito la sua analisi con la normalizzazione del corrispettivo: dividendo l'Enterprise Value concordato dalle parti in \$774 milioni per il multiplo 9,5x, egli ha ottenuto il valore dell'EBITDA 2012 normalizzato (\$81,47 milioni); moltiplicando quest'ultimo valore per il multiplo effettivo ottenuto dal Commissario ad acta (7,65x), l'Enterprise Value ottenuto è pari a \$623,15 milioni.²²³ La società di Collecchio non ha però approvato le conclusioni raggiunte da Manaresi nella sua relazione, che implicherebbe pertanto un ulteriore aggiustamento del corrispettivo a favore di Parmalat per altri \$150 milioni, un elemento che supporterebbe l'ipotesi del tribunale di annullare la transazione.²²⁴

Il prospetto seguente illustra in sintesi le conclusioni cui sono pervenuti l'*advisor* Mediobanca, i Professori Provasoli e Mazzola e il Commissario ad acta Manaresi in merito al calco-

²²² Zanni, K.M., (2013), "The Private Company Discount Based on Empirical Data", *Taxation Planning and Compliance Insights, Willamette*, pp.1-7

²²³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi – Parte II, 14 giugno 2013, cit., pp.31-38.

²²⁴ Gerosa, F., "Parmalat, altro scontro sul prezzo di Lag: varrebbe 1 centesimo per azione", *Milano Finanza*, 20 giugno 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-altro-sconto-sul-prezzo-di-lag-varrebbe-1-centesimo-per-azione-201306201253182965>.

lo dell'Enterprise Value di LAG e LINT secondo i metodi DCF, dei Multipli di Borsa e dei Multipli di transazioni comparabili:

\$ mln	DCF	Multipli di Borsa	Multipli di transazioni comparabili
Mediobanca	787 - 930 (<i>conservative case</i>) 842 - 1.002 (<i>base case</i>)	8,95x - 10,49x	9,5x - 11,2x
Provasoli e Mazzola	<i>Strategia operante</i> 811 - 890	8,4x - 9,4x (774,1 - 860,3) valore medio: 817,2 sull'EBITDA 2011	9,4x - 10,2x (810,3 - 879,2) valore medio: 844,8 sull'EBITDA 2011
	<i>Strategia intenzionale</i> 1.002 - 1.111	-	-
Commissario ad acta	-	714,82 - 740,68 valore medio: 727,75 multiplo sull'EBITDA 2012: 7,65x	-

5.3.2.6 Indipendenza di Mediobanca

Mediobanca è stata selezionata dal Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat quale consulente finanziario esterno per l'intera operazione di acquisizione. Al momento della scelta, effettuata dalla società all'inizio del 2012, l'istituto finanziario partecipava, assieme ad altri, ad un finanziamento concesso al Gruppo Lactalis (nello specifico a BSA Finances) per la promozione dell'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni di Parmalat, realizzata nel 2011. La quota di finanziamento coperta da Mediobanca riguardava €410 milioni, su un totale complessivo di €6,7 miliardi. Questo fatto non è stato considerato da Parmalat come un elemento che potesse minare le basi dell'indipendenza di Mediobanca nei confronti dell'operazione e delle società coinvolte; secondo il parere della società, infatti, la quota di finanziamento in capo a Mediobanca non era da considerarsi così rilevante sull'ammontare complessivo, inoltre l'*advisor* non aveva avuto potere decisionale in merito alle trattative di negoziazione per il finanziamento. La stessa Mediobanca ha dichiarato l'assenza di potenziali circostanze che avrebbero potuto portare a conflitti di interessi.²²⁵

Il Collegio Sindacale ha confermato la condizione di indipendenza di Mediobanca, facendo leva sul fatto che sia il Consiglio di Amministrazione sia il Comitato per il Controllo Interno ne avevano approvato la nomina; i Sindaci hanno inoltre riportato un'esperienza passata

²²⁵ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012, cit., p.32.

con Mediobanca, riguardante un contratto di *cash pooling* con BSA Finances, circostanza nella quale l'istituto di credito aveva sempre rispettato in maniera egregia i propri incarichi.²²⁶

Il Commissario ad acta ha invece messo in dubbio il carattere di indipendenza di Mediobanca, che ha ricoperto allo stesso tempo la posizione di *advisor* finanziario dell'acquirente e di creditore dei venditori; la conclusione dell'analisi è che la valutazione operata da Mediobanca abbia arrecato effetti negativi per l'acquirente Parmalat SpA.²²⁷

Dalla relazione del Collegio degli Esperti Indipendenti è emerso che già alla fine di novembre 2011 si stava diffondendo la voce tra alcuni amministratori a proposito della volontà del Gruppo Lactalis di trasferire le attività di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico a Parmalat SpA; di conseguenza erano già stati identificati alcuni istituti finanziari, in particolare Rothschild, HSBC e Mediobanca, uno dei quali sarebbe stato scelto per prestare consulenza a Parmalat nel corso del processo di acquisizione. Il primo istituto selezionato si è dichiarato completamente indipendente rispetto ad entrambe le parti, mentre HSBC ha affermato di avere un credito complessivo nei confronti di Lactalis per \$500 milioni. Mediobanca, infine, ha asserito di non trovarsi in una posizione che avrebbe potuto comportare conflitti di interessi, nonostante fosse inclusa tra le banche finanziatrici di BSA Finances, seppure per un importo di minor rilevanza sul totale del finanziamento. La decisione definitiva è stata presa nel gennaio dell'anno successivo, quando la scelta di Parmalat è ricaduta su Mediobanca, alla quale sono stati attribuiti due incarichi: il ruolo di *advisor* finanziario indipendente per il processo di acquisizione e la redazione della cosiddetta *fairness opinion*, per un giudizio di congruità del corrispettivo pattuito.²²⁸

Gli Esperti Indipendenti non hanno sollevato alcun dubbio in merito a Mediobanca, confermandone l'indipendenza sulla base del processo di selezione e, a posteriori, sulla base del lavoro di analisi portato a termine con diligenza e professionalità; la partecipazione al finanziamento (per una quota pari al 6% sul totale) non è stata considerata influente per il carattere di indipendenza del consulente finanziario.

Per contro, la Procura della Repubblica di Parma ha negato l'indipendenza di Mediobanca, visto il legame tra questa e il Gruppo Lactalis per il finanziamento a BSA Finances. La parte-

²²⁶ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, cit., pp.8-10.

²²⁷ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi (9 settembre 2013), cit., pp.39-41.

²²⁸ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.36-37.

cipazione di Mediobanca al finanziamento, secondo la Procura, avrebbe distorto l'analisi, data la possibile intenzione di effettuare una valutazione al rialzo da parte di Mediobanca; anche l'oggettività della *fairness* avrebbe potuto essere stata influenzata da tali circostanze.

L'apporto di Mediobanca è stato però visto dagli Esperti Indipendenti come un elemento di tutela a favore di Parmalat nel corso delle trattative, che altrimenti si sarebbero potute svolgere a netto svantaggio dell'acquirente, visto il maggior potere decisionale di Lactalis ai vertici della società. Le critiche a proposito dell'indipendenza di Mediobanca sono sorte anche a causa della contemporaneità dei due incarichi ad essa affidati, da un lato la consulenza per l'operazione (con la determinazione del meccanismo di aggiustamento del corrispettivo) e dall'altro la redazione della *fairness opinion* sul corrispettivo stesso, compiti strettamente connessi tra loro; da un punto di vista obiettivo, gli stessi Esperti ammettono che, per evitare l'insorgere di polemiche, sarebbe stato meglio affidare il secondo incarico ad un altro ente indipendente.²²⁹

²²⁹ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013 (20 settembre 2013), cit., pp.95-109.

5.4 Decreto del Tribunale Ordinario di Parma

La Sezione Civile del Tribunale Ordinario di Parma ha emesso in data 11 novembre 2013 un decreto in merito alle irregolarità che sono state riscontrate durante il processo di acquisizione da parte di Parmalat SpA delle società Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.

In primo luogo, è stata dedicata particolare attenzione al comportamento tenuto da Antonio Sala, membro del Consiglio di Amministrazione di Parmalat, il quale ha talvolta operato in contrasto con quanto previsto dalle norme che regolano le operazioni con parti correlate. In particolare, i vertici di Mediobanca, non ancora incaricata a ricoprire il ruolo di *advisor* indipendente, erano stati preventivamente informati da Sala a proposito dell'intenzione di implementare l'operazione di acquisizione con il Gruppo Lactalis; inoltre, Sala e Francesco Gatti, oltre ad altri consiglieri, ricevevano aggiornamenti sulle attività del Comitato per il Controllo Interno e le Operazioni con Parti Correlate direttamente dal presidente dello stesso Comitato, Marco Reboa.

A Sala è stata addirittura rivolta l'accusa di aver pilotato la selezione dell'*advisor* indipendente a favore di Mediobanca, esponendo alcuni dubbi riguardo alla scelta di Rothschild, istituto che in realtà era il solo a non avere legami di alcun genere né con Parmalat né con Lactalis, favorendo così la posizione di Mediobanca. Le attività irregolari individuate in capo a Sala includevano anche contatti con Mediobanca per conto di entrambe le controparti, Parmalat e Lactalis; Sala e Reboa, inoltre, si stavano già accordando per definire le modalità di aggiustamento del prezzo di acquisizione. Per di più, il consigliere Sala avrebbe mantenuto contatti con Mediobanca anche nel corso dello svolgimento dell'incarico assegnato a quest'ultima, ricevendo addirittura la bozza della *fairness opinion* prima che questa fosse definitivamente inviata a Parmalat. Da tutte queste considerazioni si evince chiaramente l'importanza delle varie irregolarità compiute dal consigliere Sala, il quale sembra fosse a sua volta indirizzato dal presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate Reboa a tenere un tale comportamento, a svantaggio degli interessi di Parmalat, quando al contrario egli avrebbe dovuto assicurare la correttezza e trasparenza dell'intero processo di acquisizione.²³⁰

Altro soggetto cui è stata imputata una condotta irregolare è l'amministratore delegato di Parmalat, Yvon Guerin, che ha espresso il proprio parere durante le contrattazioni, nonostante si trovasse in una posizione di conflitto di interessi (all'epoca, Guerin ricopriva la carica di di-

²³⁰ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile (11 novembre 2013), http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/, pp.3-6.

rettore generale di Lactalis Beurres & Cremes e supervisionava una divisione di Lactalis²³¹), posizione che avrebbe implicato l'obbligo di astensione, influenzando Mediobanca per ottenere una stima del valore di acquisizione più elevata.

Dall'analisi effettuata dal Commissario ad acta Manaresi è emerso che il corrispettivo fissato dalle parti in sede di trattative (\$904 milioni) era notevolmente superiore rispetto al valore effettivo delle società oggetto di acquisizione (\$727,75 milioni). Il Tribunale di Parma riferisce inoltre di documenti, atti e verbali che sarebbero stati appositamente modificati, in particolare da Reboa, con lo scopo di omettere informazioni che avrebbero rispecchiato evidenti irregolarità, compiute appunto da alcuni consiglieri di Parmalat e in primo luogo dal presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.

Stando a quanto riportato nel Decreto del Tribunale di Parma, sembra che la transazione tra parti correlate oggetto di analisi sia stata finalizzata ad aggirare una particolare clausola stabilita dal concordato per le grandi imprese in insolvenza (ivi incluso anche l'episodio del crac finanziario della "vecchia" Parmalat, cfr. §2.2), la quale prevedeva la possibilità di distribuire agli azionisti al massimo il 50% dell'ammontare corrispondente al risultato positivo di ogni esercizio, fino all'anno 2020, come stabilito all'art.26 dello Statuto di Parmalat SpA.²³² Le somme accumulate negli esercizi precedenti, però, costituivano un importo di denaro liquido non vincolato, che di conseguenza poteva essere utilizzato dalla società per portare a termine operazioni quali quella in esame.

Con un precedente decreto del Tribunale di Parma, risalente al 28 marzo 2013, era stata imposta a Parmalat la sostituzione di Reboa con un altro membro indipendente all'interno del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate; in seguito alle dimissioni presentate da Reboa, tuttavia, nessun altro soggetto era stato incaricato di ricoprire il ruolo da lui precedentemente svolto, pertanto il Comitato si è ritrovato composto da soli tre membri. In maniera simile, ad Antonio Sala è stato imposto il divieto di prendere parte alle riunioni del CdA di Parmalat, ed era ancora argomento di discussione la sua sostituzione con un altro consigliere.²³³

Il Tribunale di Parma ha condiviso il parere del Prof. Manaresi per quanto concerne l'assenza di un documento identificabile come Business Plan delle società oggetto di acquisizione; la mancanza di tale documento programmatico è apparsa sospetta, visto soprattutto il no-

²³¹ "Yvon Guerin è il nuovo ad di Parmalat – Lactalis", *Repubblica Parma*, 12 luglio 2011, http://parma.repubblica.it/cronaca/2011/07/12/news/yvon_guerin_nuovo_ad_di_parmalat-_lactalis-19019282/.

²³² Parmalat, Corporate Governance, Come amministrare Parmalat, Statuto, data di consultazione 4 agosto 2014, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/statuto/.

²³³ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dimissioni, Acquisizione LAG, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile (11 novembre 2013), cit., p.6-13.

tevole ammontare del corrispettivo per l'acquisizione. I dati previsionali erano quindi da ricercare all'interno del documento denominato *Vendor Due Diligence*, mancando un documento identificabile come Business Plan per il triennio 2012-2014.

Per quanto concerne invece le spese di marketing sostenute da LAG nel corso dell'esercizio 2012, lo scostamento in negativo di queste rispetto ai dati previsionali non può essere fatto rientrare, secondo il parere del Tribunale di Parma, all'interno dei criteri di *ordinary course of business* e *best management practices*, come del resto era stato diffusamente comprovato anche dal Prof. Manaresi. Ciò implica la legittimità dell'aggiustamento del corrispettivo in favore della società acquirente che, come ampiamente descritto in precedenza, ha ricevuto dalle società venditrici un importo finale, definito in seguito ad accordi e nuove trattative, pari a \$130 milioni. È stato sottolineato il fatto che la drastica riduzione degli investimenti in marketing effettuata da LAG non potrà fare altro se non causare svantaggi futuri per la società, in quanto è evidente la necessità di tali investimenti ai fini della transizione di alcuni marchi minori verso Galbani e Président.

Al termine di varie considerazioni, il Decreto del Tribunale di Parma ha concluso con le sanzioni previste dalla normativa vigente in relazione alle irregolarità sopra descritte: per Parmalat SpA è stato stabilito l'obbligo di far subentrare un altro consigliere in luogo di Marco Reboa. Le spese per il procedimento, quantificate in un importo totale di €90.000, dovranno essere corrisposte da Antonio Sala, Marco Reboa, e dai sindaci Mario Stella Richter, Alfredo Malguzzi e Roberto Cravero, solidalmente responsabili. Infine, Reboa, Stella Richter, Malguzzi e Cravero saranno solidalmente responsabili per il pagamento del corrispettivo spettante al Prof. Manaresi in qualità di Commissario ad acta.²³⁴

²³⁴ Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile (11 novembre 2013), cit., pp.17-29.

5.5 Sviluppi Successivi ed Effetti dell'Operazione

Le motivazioni adottate ufficialmente per l'acquisizione parlavano della creazione di nuove sinergie, dell'ampliamento del portafoglio prodotti e dell'espansione di Parmalat verso nuovi mercati, ma ciò che sembra essersi celato sotto il velo dell'operazione di acquisizione è il passaggio di fondi liquidi in direzione Francia, verso le casse di Lactalis.²³⁵

Il corrispettivo pattuito per l'acquisizione, come si è visto, è stato giudicato decisamente elevato rispetto al valore effettivo delle società americane del Gruppo Lactalis. In un articolo del Corriere della Sera si legge addirittura del desiderio, espresso dagli investitori del nostro Paese, che la società di Collecchio possa auspicabilmente smettere di fungere da "cash cow" per il gruppo francese, una definizione che lascia intendere piuttosto esplicitamente i veri obiettivi nascosti dietro la facciata dell'acquisizione delle società americane.²³⁶

Andamento del titolo Parmalat (15 maggio – 30 luglio 2012)



L'andamento in Borsa del titolo Parmalat riflette appieno la percezione negativa dell'operazione da parte del mercato: il giorno successivo all'annuncio dell'acquisizione, effettuato ufficialmente dalla società in data 22 maggio 2012,²³⁷ ha fatto registrare un prezzo per azione pari a €1,62, in calo del 4,71% rispetto al giorno precedente. Dal grafico sopra riportato si può infatti notare un trend decisamente negativo seguito dal titolo Parmalat anche durante i mesi successivi: ad un mese di distanza, le azioni Parmalat valevano €1,48 ciascuna, in diminuzione del 10,6% rispetto alla data di annuncio dell'operazione, andamento confermato anche a 60 giorni da tale data (€1,46 per azione, per un valore inferiore dell'11,8%).²³⁸ Ciò implica una

²³⁵ Longo, M., "Parmalat acquista Lactalis Usa", *Il Sole 24 Ore*, 23 maggio 2012, cit.

²³⁶ Scagliarini, R., "Lactalis. Il tesoretto di Parma e l'aumento di capitale fantasma. 1,5 miliardi di euro di cassa della ex Parmalat finiscono quasi tutti all'estero", *Infonodo.org*, 11 giugno 2012, <http://www.infonodo.org/node/32831>.

²³⁷ Azione Parmalat, "Metà cassa è stata spesa... speriamo bene", 22 maggio 2012, <http://azioneparmalat.com/2012/05/meta-cassa-e-stata-spesa-speriamo-bene/>.

²³⁸ Yahoo Finance, Parmalat, <https://it.finance.yahoo.com/echarts?s=PLT.MI#symbol=PLT.MI;range>, data di consultazione 21 agosto 2014.

percezione negativa da parte del mercato a proposito della transazione, che già da subito è stata interpretata da molti analisti ed investitori come un'acquisizione "in famiglia", finalizzata al trasferimento di ingenti somme di denaro liquido dalle casse di Parmalat a quelle del Gruppo Lactalis. Il principale scopo attribuito dalla capogruppo Lactalis all'operazione sembra essere stato quello di ridurre, almeno parzialmente, i debiti contratti per il finanziamento dell'OPA su Parmalat, conclusa nel 2011 (operazione che ha incrementato l'indebitamento della società d'oltralpe di 3,4 miliardi di euro), tutto ciò sfruttando la liquidità faticosamente recuperata dal team di Bondi in seguito al crac.²³⁹ I dati relativi all'andamento del titolo di Parmalat in Borsa sono conformi ad analisi empiriche effettuate su campioni simili: Bigelli e Mengoli (2004) riportano che quando una controllata acquisisce un'altra società posta sotto il medesimo controllo, si verifica generalmente che il corrispettivo pagato sia maggiore rispetto al valore di mercato; inoltre, il titolo dell'acquirente sembra subire generalmente un trend negativo, con un decremento medio del 6,74% nei 60 giorni intorno alla data di annuncio dell'operazione.²⁴⁰ La variazione fatta registrare dal titolo Parmalat, pertanto, è conforme al trend negativo rilevato da Bigelli e Mengoli (2004), anzi supera addirittura (in negativo) i valori medi del campione analizzato.

Come si è visto dal Decreto del Tribunale di Parma, non è stata portata a termine l'eventualità, sostenuta con convinzione dal Procuratore Laguardia, di annullare l'intera operazione di acquisizione di LAG. La transazione, a seguito di numerose analisi e valutazioni, non è stata giudicata interamente regolare, in quanto ha configurato l'abuso della posizione di controllo da parte del gruppo francese per dirottare a proprio favore la liquidità accumulata da Bondi nelle casse di Parmalat, andando contro agli interessi degli investitori e della società nel complesso. Gli unici soggetti sanzionati, in conclusione, sono stati i consiglieri Reboa e Sala, il cui comportamento non è stato giudicato conforme alla normativa del caso.²⁴¹

Sebbene nel Contratto di Compravendita fosse stata esplicitamente esclusa l'ipotesi di *delisting* di Parmalat, già a partire dagli ultimi mesi del 2012 iniziarono a diffondersi alcune voci secondo le quali la vera intenzione del Gruppo Lactalis sarebbe stata quella di ritirare il titolo Parmalat dalla quotazione sulla Borsa di Milano; ciò si sarebbe rivelato proficuo per il

²³⁹ Massaro, F., "Parmalat, lo schiaffo di Lactalis", *Corriere della Sera*, 23 maggio 2012, pag.34 e Azione Parmalat, "Metà cassa è stata spesa... speriamo bene", 22 maggio 2012, cit.

²⁴⁰ Bigelli, M., Mengoli, S., (2004), "Sub-optimal Decisions under a Majority Shareholder System", *Journal of management and governance*, Vol. 8, pp. 375-402.

²⁴¹ Sorrenti, V., "Parmalat, niente revoca CdA e operazione Lag ancora valida", *Milano Finanza*, 12 novembre 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-niente-revoca-cda-e-operazione-lag-ancora-valida-201311121923437510>.

gruppo francese, non quotato su alcun mercato finanziario e di conseguenza non sottoposto a stringenti obblighi di pubblicazione dei documenti contabili e ad una stretta sorveglianza da parte delle autorità competenti. L'eventuale *delisting* di Parmalat avrebbe pertanto evitato la vigilanza della Consob, ma dall'altro lato della medaglia sono comunque da tenere in considerazione gli ingenti costi collegati all'operazione, che si sarebbero aggirati intorno a 600 milioni di euro.²⁴² L'ipotesi di *delisting* di Parmalat è stata espressamente negata dalla famiglia Besnier all'inizio di agosto dell'anno successivo.²⁴³

Nonostante tale conferma, l'ipotesi di *delisting* si fece nuovamente strada sui mercati finanziari poche settimane dopo: i sospetti a favore di questa tesi vennero rafforzati dai ripetuti acquisti di azioni Parmalat da parte di Lactalis, per mezzo della "società veicolo" Sofil Sas, per un esborso totale di 5 milioni di euro.²⁴⁴ Gli acquisti da parte dei francesi proseguirono ininterrottamente anche nei mesi seguenti, con un investimento di oltre 83 milioni di euro soltanto nel mese di dicembre 2013, incrementando in tal modo la partecipazione di Sofil in Parmalat.²⁴⁵ Nei primi giorni di febbraio 2014, la famiglia Besnier aumentò ulteriormente la propria partecipazione nella società di Collecchio, investendo altri 4 milioni di euro, arrestando poi la propria scalata (forse a causa di un rialzo del titolo Parmalat al di sopra del prezzo degli acquisti precedenti). Nello stesso periodo fu reso pubblico il livello di indebitamento del gruppo francese, che aveva raggiunto la quota di 2 miliardi di euro; ciò rese più improbabile la promozione di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria da parte di Lactalis su Parmalat, visto appunto l'elevato livello di debito e i fondi già spesi per gli investimenti passati.²⁴⁶

Raggiunta una partecipazione dell'84% in Parmalat, Lactalis si è avvalsa del suo potere di maggioranza per modificare a proprio favore lo statuto e nominare, in data 17 aprile 2014, un nuovo Consiglio di Amministrazione di Parmalat, di dimensioni ridotte rispetto al precedente: dei nuovi sette consiglieri, soltanto uno (Umberto Mosetti) è di provenienza italiana, andando

²⁴² "Parmalat: procura Parma vaglia acquisizione Lag da Lactalis", *Corriere della Sera*, 5 ottobre 2012, http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-procura-Parma-vaglia-acquisizione-Lag-Lactalis-Sole24Ore/05-10-2012/1-A_002924937.shtml.

²⁴³ Flak, A., "Lactalis denies Parmalat buyout, delisting reports", *Reuters.com*, 2 agosto 2013, <http://uk.reuters.com/article/2013/08/02/uk-parmalat-lactalis-idUKBRE97111420130802>.

²⁴⁴ Sorrenti, V., "Lactalis compra altre azioni, ripartono voci delisting di Parmalat", *Milano Finanza*, 19 agosto 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/lactalis-compra-altre-azioni-ripartono-voci-delisting-di-parmalat-201308191234123917>.

²⁴⁵ Gerosa, F., "Parmalat, acquisti di Sofil sempre più sospetti", *Milano Finanza*, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-acquisti-di-sofil-sempre-piu-sospetti-201401170959432070>.

²⁴⁶ "Besnier investe altri 4,4 milioni in azioni Parmalat. Lactalis supera 2 miliardi di debito", *Parma Quotidiano*, 14 marzo 2014, <http://www.parmaquotidiano.info/2014/03/14/besnier-investe-altre-44-milioni-in-azioni-parmalat-lactalis-supera-2-miliardi-di-debito/>.

così a configurare un minore potere degli azionisti di minoranza rispetto al passato, a favore della supremazia dei francesi.²⁴⁷

Per quanto riguarda il procedimento legale in merito all'acquisizione, l'udienza conclusiva in Corte d'Appello è stata fissata per il 9 maggio 2014; il tribunale non ha seguito la direzione dell'annullamento della transazione, tuttavia sono state riscontrate numerose mancanze rispetto alla normativa in vigore in materia di operazioni con parti correlate. Il corrispettivo finale, ottenuto in seguito all'aggiustamento per \$130 milioni a favore della società di Collecchio, è stato giudicato congruo dal Tribunale di Bologna.²⁴⁸ Il procedimento si è concluso il 27 maggio 2014, con un giudizio finale espresso dalla Corte d'Appello, che ha deciso per l'archiviazione del caso a causa di "cessata materia del contendere".²⁴⁹ Sono stati resi nulli i decreti emessi dal Tribunale di Parma, i quali avevano concluso per la rimozione di Sala e Chersicla dalla loro posizione di membri del CdA di Parmalat, oltre al provvedimento che avrebbe previsto controlli sull'operato del precedente CdA e Collegio Sindacale di Parmalat.²⁵⁰

L'esercizio 2013 si è chiuso positivamente per il Gruppo Parmalat, con un fatturato netto di €5.350,3 milioni, per un incremento del 3,7% sull'esercizio precedente, e un margine operativo lordo (MOL) di €437,2 milioni.²⁵¹ Questi dati includono anche la performance realizzata da LAG, acquisita da Parmalat SpA nel corso dell'esercizio 2012, con riferimento quindi al mercato statunitense e canadese, oltre che al mercato sudamericano per quanto riguarda Lactalis Brasile e Lactalis Messico. In generale, sull'intero territorio americano Parmalat ha potuto riscontrare un miglioramento dei risultati per il 2013, fatta eccezione soltanto per il mercato canadese.²⁵² Per contro, il contesto europeo ha visto un mercato italiano stabile o in decrescita per la maggior parte dei prodotti compresi nel portafoglio Parmalat, in negativo soprattutto per quanto riguarda i prodotti yogurt e latte pastorizzato, mentre i mercati russo e romeno

²⁴⁷ Livini, E., "Parmalat, Lactalis zittisce i Fondi", *Repubblica*, 18 aprile 2014, <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/04/18/parmalat-lactalis-zittisce-i-fondi26.html>.

²⁴⁸ "Parmalat, 9 maggio udienza su acquisto Lag", *Milano Finanza*, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-9-maggio-udienza-su-acquisto-lag-201401171358493356>.

²⁴⁹ Campo, T., "Parmalat, la corte di Bologna archivia la questione Lag", *Milano Finanza*, 27 maggio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-la-corte-di-bologna-archivia-la-questione-lag-201405270912113542>.

²⁵⁰ "Parmalat, la Corte d'Appello chiude il caso sull'acquisizione di Lag", *Repubblica*, 27 maggio 2014, http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/05/27/news/parmalat_la_corte_d_appello_chiude_il_caso_sull_acquisizione_di_lag-87349639/.

²⁵¹ "Parmalat. Numeri in crescita nel bilancio 2013", *Parma Quotidiano*, 25 febbraio 2014, <http://www.parmaquotidiano.info/2014/02/25/parmalat-neri-in-crescita-nel-bilancio-2013/>.

²⁵² "Il Gruppo Parmalat chiude il bilancio 2013 in crescita con un fatturato di €5.350 m.ni", *Beverfood.com*, 27 febbraio 2014, <http://www.beverfood.com/gruppo-parmalat-chiude-bilancio-2013-crescita-fatturato-350-ni/>.

hanno contribuito al bilancio del gruppo con ricavi di vendita in crescita rispetto all'esercizio precedente.²⁵³

Questo trend crescente fatto registrare dalla società di Collecchio per l'esercizio 2013 assume maggiore rilevanza considerando la difficile situazione economica, oltre che il generale incremento nel costo del latte quale materia prima principale. Tuttavia, una strategia basata su un parallelo rialzo dei prezzi di vendita, ove possibile, ed una focalizzazione sulle tipologie di prodotti più redditizie ha permesso a Parmalat di contrastare egregiamente la crisi nella domanda da parte dei consumatori.²⁵⁴

Sul mercato nordamericano, Lactalis American Group ha contribuito per il 2013 con €744,8 milioni di ricavi netti dalle vendite (corrispondenti a \$989,2 milioni), in leggero aumento rispetto al bilancio pro-forma dell'esercizio precedente (+1,8%). La migrazione dei marchi Sorrento e Precious verso Galbani è stata oggetto di un rallentamento rispetto a quanto previsto,²⁵⁵ ciò sorprende leggermente, vista la grande attenzione che in passato era stata dedicata a questo progetto, soprattutto con riferimento agli ingenti investimenti in marketing necessari per la transizione.

È interessante operare un confronto tra alcuni dati contabili preventivati nel Business Plan aggregato di LAG e LINT per il triennio 2012-2014 e i volumi che invece sono stati effettivamente realizzati, come si evince dai prospetti pubblicati per l'esercizio 2013:

LAG e LINT (/000)	Business Plan 2013 (\$)	Business Plan 2013 (€)	Bilancio 2013 (€)	Differenza	Gruppo Parmalat (€)
Fatturato netto	1.146,8	874,3	744,8	-14,81%	5.350,3
EBITDA	102,7	78,3	71,2	-9,03%	437,2

Le stime erano ottimistiche rispetto alla realtà dei fatti: sono sì da tenere in considerazione la difficile situazione economica e la riduzione della domanda, ma questi elementi avrebbero dovuto essere inclusi nelle previsioni. Si può riscontrare, infatti, un fatturato netto di circa €130 milioni²⁵⁶ inferiore rispetto al Business Plan consolidato per LAG e LINT, per una differenza del 15%; lo stesso accade se si considera l'EBITDA, inferiore di oltre 7 milioni di euro rispetto a quanto stimato. Il bilancio 2013 del Gruppo Parmalat imputa al più elevato costo

²⁵³ Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazioni e bilancio 2011, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/bilanci_relazioni/bilanci_annuali/, pp.16-18.

²⁵⁴ "Oltre 5 miliardi di fatturato per il Gruppo Parmalat nel 2013", *Il Mattino di Parma*, 7 marzo 2014, <http://www.ilmattinodiparma.it/?p=102661>.

²⁵⁵ Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazioni e bilancio 2011, cit., pp.16-18.

²⁵⁶ Il cambio utilizzato per il calcolo di valori nella colonna *Business Plan 2013 (€)* è pari a \$/€=1,3118, come era stato concordato tra le parti (v. Relazioni e Bilancio 2013, p.43).

delle materie prime i risultati più ridotti del previsto,²⁵⁷ ma tali differenze rispetto al Business Plan sembrano alquanto importanti per essere ricondotte soltanto a questo motivo; si potrebbe pensare, infatti, a stime "gonfiate" per incrementare il corrispettivo di acquisizione e, di conseguenza, la liquidità versata da Parmalat nelle casse dell'acquirente Lactalis.

²⁵⁷ Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazioni e bilancio 2011, cit., pp.44-45.

6. Conclusioni

La vasta letteratura in materia di operazioni con parti correlate fornisce scarsa evidenza empirica a sostegno della cosiddetta *teoria dell'efficienza*, che ipotizza la concretizzazione di effetti positivi per l'intera società in seguito alla realizzazione di una transazione di tale tipologia. Al contrario, sono molto più numerosi gli studi che riportano prove a favore della *teoria del conflitto di interessi*, stando alla quale le operazioni con parti correlate sarebbero spesso finalizzate al profitto di manager e azionisti di controllo piuttosto che allo sviluppo della società. Si possono citare vari casi di scandali societari incentrati sull'utilizzo fraudolento di operazioni con parti correlate, divenuti famosi su scala mondiale. In episodi di questo genere, colui che si trova a dover subire il maggiore danno è senz'altro l'obbligazionista o l'azionista di minoranza, per il profitto dei vertici societari. Certo, la normativa in materia sta diventando sempre più approfondita, basti pensare alle diverse fonti giuridiche, a livello nazionale ed internazionale, che si occupano di questo delicato tema: partendo dal Codice Civile, si passa al Testo Unico della Finanza, al Regolamento Consob per arrivare infine al Principio Contabile Internazionale IAS n.24. Lo scopo del legislatore è essenzialmente quello di disincentivare l'utilizzo fraudolento delle operazioni con parti correlate, e lo strumento principale per contrastare tale fenomeno è l'incremento degli obblighi informativi al pubblico in merito ai dettagli dell'operazione e delle società coinvolte, oltre all'inasprimento delle sanzioni. Risulta tuttavia complesso per l'ordinamento giuridico opporre un effettivo contrasto al fenomeno di abuso di tale tipologia di transazioni. Sulla base di queste considerazioni, non è risultata eccessiva la sorveglianza del procedimento di acquisizione di LAG e LINT, operazione conclusa tra parti correlate, da parte delle autorità competenti; anzi, l'attenzione riservata all'operazione si è rivelata motivata, e confermata dal giudizio del Tribunale di Parma, che ha riscontrato diverse irregolarità nell'ambito dell'acquisizione.

I documenti riportano numerosi potenziali vantaggi di carattere strategico per Parmalat in seguito all'implementazione dell'acquisizione di LAG e LINT, tra cui l'espansione sui mercati statunitense e sudamericano, oltre all'ampliamento del portafoglio prodotti. Molteplici sospetti sono tuttavia sorti a proposito delle vere intenzioni del Gruppo Lactalis nell'organizzazione di questa operazione infragruppo: il trasferimento delle ingenti somme di denaro liquido previste come corrispettivo per l'acquisizione avrebbe notevolmente giovato alle casse di Lactalis, visto l'elevato livello di indebitamento raggiunto in seguito al finanziamento dell'OPA su Parmalat del 2011. Sulla stessa linea si posizionano le voci, molto diffuse sul mercato e sostenute dai pareri di diversi esperti, a proposito di un corrispettivo di acquisizione eccessivo rispetto al valore delle società. La *fairness opinion* redatta da Mediobanca ha inizialmente fornito un giudizio di congruità del corrispettivo, a seguito di valutazioni effettuate con il metodo DCF, i

Multipli di Borsa e i Multipli di transazioni comparabili. A questo riguardo, l'indipendenza di Mediobanca quale consulente esterno è stata messa in discussione da più analisti; ciò avrebbe implicato risultati distorti nella valutazione dell'*advisor*, collegato a Lactalis tramite la partecipazione ad un finanziamento a BSA per l'OPA del 2011. Il Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat aveva fatto affidamento su Mediobanca per verificare la congruità del prezzo con il valore delle società che si apprestava ad acquistare, e l'approvazione all'intera operazione era stata data proprio sulla base della *fairness opinion*.

Ai fini della valutazione, è stato necessario determinare i flussi di cassa che le società acquisite avrebbero generato in futuro; il Business Plan contenente tali dati non è però stato reso disponibile da Lactalis, pertanto la valutazione è stata effettuata dagli esperti estrapolando i dati previsionali da diversi documenti. Il management di LAG e LINT aveva pianificato ingenti investimenti in marketing per il triennio 2012-2014, che però non sono stati oggetto di una completa realizzazione, con una notevole riduzione di tale voce già a partire dal secondo semestre del 2012. Si è parlato diffusamente dell'importanza delle spese di marketing ai fini del calcolo dell'EBITDA consuntivo e dell'aggiustamento del corrispettivo; i minori investimenti in marketing non sono stati fatti rientrare nei canoni *dell'ordinary course of business* e delle *best management practices*, con una corretta applicazione della clausola 2.2.5 del Contratto di Compravendita a tutela dell'acquirente. Sembra che le stesse LAG e LINT abbiano volutamente ridotto tali investimenti, facendo sorgere una contraddizione in termini: ad un obiettivo, esplicitamente dichiarato, di integrazione di alcuni marchi, per i quali sarebbero state necessarie articolate politiche di marketing, le società hanno contrapposto una notevole diminuzione degli investimenti. E le giustificazioni di Lactalis non sono sembrate affatto fondate.

Ad eccezione di Lactalis, che ha proposto un aggiustamento del corrispettivo a proprio favore per \$8,5 milioni, tutti gli esperti chiamati ad esprimere il loro parere hanno ottenuto risultati per l'Enterprise Value, sulla base dell'EBITDA rettificato per il 2012, che implicavano un aggiustamento a favore di Parmalat, con valori da \$130 a \$150 milioni. I dati relativi all'Enterprise Value di LAG e LINT spaziano dai \$749,55 milioni ottenuti dal Prof. Manaresi ai \$772,44 del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, importi nettamente inferiori al Prezzo Provvisorio (\$904 milioni). Le parti sono infine pervenute ad un aggiustamento definitivo del prezzo per \$130 milioni, avendo identificato un Enterprise Value pari a \$774 milioni.

Il metodo DCF ha portato Provasoli e Mazzola ad ottenere un Enterprise Value centrale per la strategia operante intorno a \$850 milioni e \$1.053 milioni per la strategia intenzionale.

Per quanto riguarda i multipli, essi dovrebbero essere costruiti utilizzando valori previsionali, per coerenza con il metodo DCF; Mediobanca, invece, così come il Collegio degli Esper-

ti Indipendenti, ha considerato l'EBITDA 2011 piuttosto che quello stimato per l'esercizio 2012, distorcendo quindi il calcolo dell'Enterprise Value. Secondo il Prof. Manaresi, l'utilizzo dei Multipli di transazioni comparabili non è corretto nel caso in esame: essi incorporano il valore del premio di controllo, ma nel caso di LAG e LINT non si è verificato un vero e proprio trasferimento del controllo, che in realtà è sempre rimasto nelle mani del Gruppo Lactalis. Egli ha approvato invece l'utilizzo dei Multipli di Borsa per la valutazione delle società; il Commissario ad acta ha però applicato il *private company discount*, desunto da studi empirici su campioni di transazioni simili, al risultato ottenuto tramite i Multipli di Borsa, risultato che quindi non può essere giudicato coerente. A sua volta, il metodo dei Multipli di Borsa non era stato appoggiato dal Comitato OPC, visto lo status di società non quotate di LAG e LINT.

I risultati realizzati da LAG e LINT nel corso del 2013 si sono rivelati inferiori alle stime, che forse erano state formulate in maniera troppo fiduciosa, almeno nella tempistica di realizzazione; sono comunque stati registrati dei leggeri incrementi rispetto all'esercizio precedente.

Nonostante i diffusi sospetti riguardo a possibili secondi fini di Lactalis nell'organizzazione dell'operazione, l'acquisizione si è rivelata di grande interesse strategico per Parmalat, che ha colto l'opportunità di ampliare il proprio mercato sul suolo americano, dove il settore *dairy* ha fatto registrare ricavi in continua crescita. L'ingresso di Parmalat nel mercato lattiero-caseario statunitense, considerato tra i più importanti a livello mondiale, ha rappresentato una grande svolta strategica per la società di Collecchio. Inoltre, la presenza di Parmalat in Sudamerica, in particolare in Brasile, è stata recentemente ampliata grazie a due nuove operazioni: la società ha riacquisito a fine agosto 2014 alcuni stabilimenti e il diritto di utilizzo del marchio Parmalat sull'intero territorio brasiliano, che erano stati ceduti dal Commissario Straordinario;²⁵⁸ all'inizio di settembre, Parmalat ha inoltre sottoscritto un accordo per l'acquisizione di 11 stabilimenti dalla società locale Brf, per €610 milioni.²⁵⁹ Si evince, pertanto, che l'acquisizione delle società americane del Gruppo Lactalis da parte di Parmalat fa parte di un progetto strategico più ampio, finalizzato ad una crescente espansione del colosso lattiero-caseario.

Più che sugli obiettivi strategici connessi all'operazione, l'attenzione è stata puntata sul corrispettivo di acquisizione: l'intero processo di valutazione in merito alla congruità del prezzo è partito dall'esposto presentato dal Fondo Amber Capital, che ha dato il via al procedimento legale. Tutto ciò ha portato le parti ad aggiustare il corrispettivo nella misura di \$130

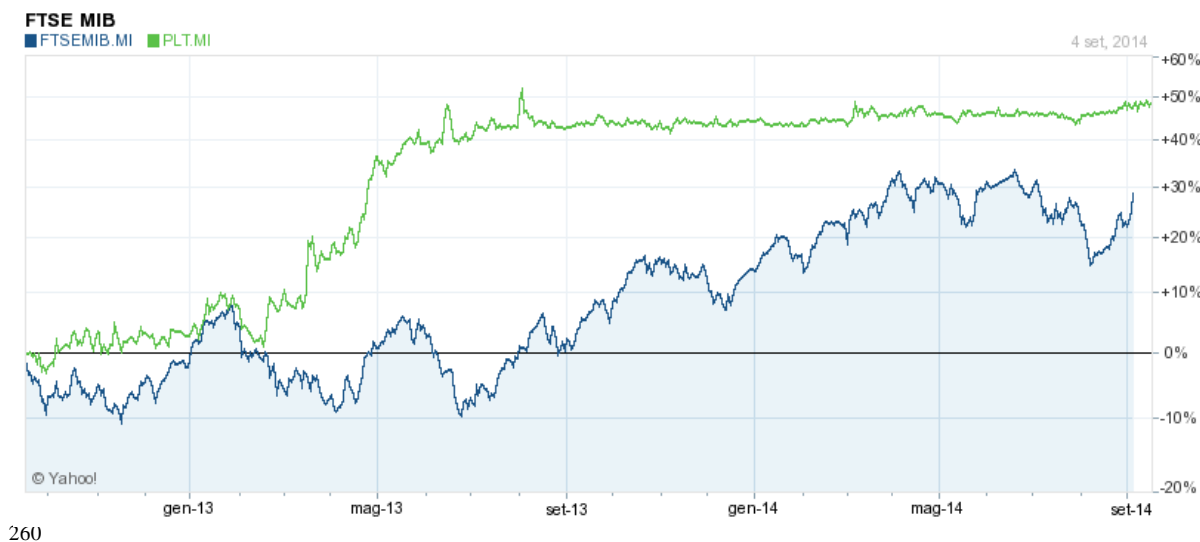
²⁵⁸ "Parmalat si ricompra marchio e fabbriche in Brasile a 83 mln", *Parma Quotidiano*, 24 agosto 2014, <http://www.parmaquotidiano.info/2014/08/24/parmalat-si-ricompra-marchio-e-fabbriche-brasile-83-mln/>

²⁵⁹ "Parmalat sigla accordo per l'acquisto di 11 stabilimenti in Brasile", *Il Sole 24 Ore*, 4 settembre 2014, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-09-04/parmalat-sigla-accordo-l-acquisto-11-stabilimenti-brasile-105109.shtml?uuid=ABbAsHqB>

milioni a favore dell'acquirente, rettifica che è risultata in linea con gran parte delle stime realizzate dai vari esperti. Il prezzo finale, pertanto, può essere ritenuto congruo con il valore delle società acquisite, mentre non lo era certamente il corrispettivo provvisorio, che si è rivelato eccessivo. Senza l'intervento di Amber Capital, forse il percorso che ha portato all'aggiustamento del prezzo non sarebbe nemmeno stato avviato, nonostante tale eventualità fosse espressamente prevista nel contratto iniziale.

Nel complesso, l'intero procedimento di acquisizione avrebbe meritato una maggiore accuratezza ed attenzione ai dettagli, vista la delicatezza di un'operazione con parti correlate di tale portata; si fa riferimento, ad esempio, al Business Plan delle società acquisite, che è stato oggetto di numerose osservazioni critiche. L'insieme di tali circostanze può essere dovuto anche allo status di società non quotata in cui opera Lactalis, sottoposta a minori controlli da parte delle autorità di vigilanza.

Osservando il titolo Parmalat in Borsa, nel lasso di tempo intercorso tra il *Closing* dell'operazione e i due anni successivi, l'andamento è stato complessivamente positivo, con alcune oscillazioni ed un trend piuttosto stabile negli ultimi 12 mesi; in questo periodo, il prezzo delle azioni Parmalat si è sempre mantenuto al di sopra dell'indice FTSE MIB, com'è possibile osservare dal grafico.



In conclusione, si ritiene quindi che l'acquisizione di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico si sia rivelata un'operazione di grande interesse strategico per Parmalat, che ha colto l'opportunità di espansione verso importanti mercati del settore *dairy* a livello mondiale. Il

²⁶⁰ Yahoo Finance, FTSE MIB, <https://it.finance.yahoo.com/q/bc?s=FTSEMIB.MI&t=2y&l=on&z=l&q=l&c=PLT.MI>, data di consultazione 17 settembre 2014

prezzo di acquisizione, argomento tanto discusso da numerosi esperti, era inizialmente superiore rispetto al valore sottostante, ma in seguito all'aggiustamento concordato dalle parti può essere considerato congruo con il valore delle società acquisite. Certo, il procedimento nel complesso avrebbe meritato maggiore attenzione, ma in conclusione si può affermare che l'acquisizione abbia offerto varie opportunità alla società di Collecchio, che grazie all'operazione ha potuto ampliare notevolmente i propri orizzonti verso mercati caratterizzati da un grande potenziale di crescita ed espansione.

7. Bibliografia

7.1 Papers e Articoli

- Amzaleg, Y., Barak, R., (2013), "Ownership Concentration and the Value Effect of Related Party Transactions (RPTs)", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 9, n.2, pp.239-255
- Ariff, A.M., Hashim, H.A., (2013), "The Breadth and Depth of Related Party Transactions Disclosures", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 4, n.6, pp.388-392
- Barclay, M.J., Holderness, C.G., (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of financial economics*, Vol. 25, pp. 371-395
- Barlassina, M., "Parmalat: per il 2006 previsto risultato netto in miglioramento", *Finanza.com*, 24 marzo 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Parmalat_per_il_2006_pre_visto_risultato_netto_in_migliorame-171056
- "Besnier investe altri 4,4 milioni in azioni Parmalat. Lactalis supera 2 miliardi di debito", *Parma Quotidiano*, 14 marzo 2014, <http://www.parmaquotidiano.info/2014/03/14/besnier-investe-altri-44-milioni-in-azioni-parmalat-lactalis-supera-2-miliardi-di-debito/>
- Bigelli, M., Mengoli, S., (2004), "Sub-optimal Decisions under a Majority Shareholder System", *Journal of management and governance*, Vol. 8, pp. 373-405
- Black, B., Hu H.T.C., (2006), "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 56/2006, pp.2-23
- "Bondi: Parmalat è diventata una grande public company", *La Stampa*, 29 aprile 2007, <http://www.lastampa.it/2007/04/29/economia/bondi-parmalat-diventata-una-grande-public-company-zd8RO4UYSovSz3HHMZEMqM/pagina.html>
- Campo, T., "Parmalat, la corte di Bologna archivia la questione Lag", *Milano Finanza*, 27 maggio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-la-corte-di-bologna-archivia-la-questione-lag-201405270912113542>
- Chen, C.W., Wu, C., (2010), "Related Party Transactions and Ownership Concentration: Theory and Evidence", *E-Leader Singapore*, pp.1-8
- Corlaci, A., Tudor, A.T., (2011), "Related Party Transactions – Overview", *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 13(2), pp.241-248

- Corlaciù, A., Tudor, A.T., (2013), "Investigation about the Complex of Related Party Transactions", *EuroEconomica*, Issue 2(32)/2013, pp.101-116
- "Crac Parmalat, la Cassazione conferma le condanne", *Repubblica Parma*, 7 marzo 2014,
http://parma.repubblica.it/cronaca/2014/03/07/news/crac_parmalat_la_cassazione_conferma_tutte_le_condanne-80457876/
- D'Orio, G. (2005), "Investors Trust after Parmalat Scandal: The Role of Corporate Governance", *Corporate Ownership and Control*, Volume 2, Issue 2, pp.1-6
- Damodaran, A., (2005), *The Value of Synergy*, Stern School of Business, working paper, pp.1-47
- Dobson, W.D., (2004), "Parmalat", *Babcock Institute Discussion Paper* No.2004-4, pp.6-19
- Dyck, A., Zingales, L., (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59, n.2, pp. 537-600
- "Elezioni comunali 2014, Ciriaco De Mita eletto sindaco di Nusco a 86 anni", *Il Fatto Quotidiano*, 26 maggio 2014, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/05/26/elezioni-comunali-ciriaco-de-mita-eletto-sindaco-di-nusco-a-86-anni/1002125/>
- Enriques, L., Volpin, P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, n.1, pp.117-140
- Fernandez, P., (2013), "Company Valuation Methods", *IESE Business School, University of Navarra*, ch.1, pp.1-20
- Ferrarini, G. and Giudici, P (2005), "Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case", *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper* n° 40/2005, pp. 4-58
- Flak, A., "Lactalis denies Parmalat buyout, delisting reports", *Reuters.com*, 2 agosto 2013, <http://uk.reuters.com/article/2013/08/02/uk-parmalat-lactalis-idUKBRE97111420130802>
- Gerosa, F., "Parmalat, acquisti di Sofil sempre più sospetti", *Milano Finanza*, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-acquisti-di-sofil-sempre-piu-sospetti-201401170959432070>
- Gerosa, F., "Parmalat, altro scontro sul prezzo di Lag: varrebbe 1 centesimo per azione", *Milano Finanza*, 20 giugno 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-altro-sconto-sul-prezzo-di-lag-varrebbe-1-centesimo-per-azione-201306201253182965>

- Gerosa, F., "Parmalat, la procura ribadisce: operazione Lag va annullata", *Milano Finanza*, 20 settembre 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-la-procura-ribadisce-operazione-lag-va-annullata-201309201614588537>
- Gordon, E.A., Henry, E., Palia, D., (2004), "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value", *Working paper*, pp.1-59
- "I conti 2008 di Parmalat: +6,9% il fatturato. Bondi: "Il gruppo tiene in un contesto difficile"", *La Gazzetta di Parma*, 30 settembre 2009, <http://www.gazzettadiparma.it/news/economia/10984/I-conti-2008-di-Parmalat-.html>
- Jin, S., Yon, K., (2013), "The Motivation of Transaction with Listed Firms and their Affiliates Measured by Performance", *working paper*, pp.1-65
- Koeplin, J., Sarin, A., A. Shapiro, (2000), "The Private Company Discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n.4, pp. 94-101
- Kooli, M., Kortas, M., L'Her J-F, (2003), "A New Examination of the Private Company Discount: The Acquisition Approach", *The Journal of Private Equity*
- "L'Opa di Lactalis su Parmalat si è conclusa con successo", *Repubblica*, 8 luglio 2011, http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l_opa_di_lactalis_su_parmalat_si_chiusa_con_successo-18863798/
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1996), "Law and Finance", *NBER Working Paper*, n.5661, pp.1-80
- "Lactalis lancia l'Opa su Parmalat. Berlusconi: «Non è un atto ostile»", *Corriere della Sera*, 26 aprile 2011, http://www.corriere.it/economia/11_aprile_26/lactalis-parmalat-opa_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml
- "Lactalis Usa, il prezzo sale a 738 milioni. Scende a 780 milioni il tesoretto Parmalat", *Repubblica*, 25 settembre 2012, http://www.repubblica.it/economia/finanza/2012/09/25/news/lactalis_usa_il_prezzo_sale_e_a_738_milioni_scende_a_780_milioni_il_tesoretto_parmalat-43281152/
- "Le tappe della vicenda Parmalat", *Il Sole 24 Ore*, 18 dicembre 2008, <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/12/scheda-crac-parmalat.shtml?uuid=29bd3c50-cd3a-11dd-8f0b-bdce7f887965>
- Lee, Y., Wu, M., (2012), "To Verify how Ownership Structures, Board of Directors' Characteristics, Related-Party Transactions upon the Operating Performance as Exemplified with Taiwan-Listed Info-Electronics Companies", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 2, Issue 2, pp.144-159

- Livini, E., "Parmalat, Lactalis zittisce i Fondi", *Repubblica*, 18 aprile 2014, <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/04/18/parmalat-lactalis-zittisce-i-fondi26.html>
- Longo, M., "Parmalat acquista Lactalis Usa", *Il Sole 24 Ore*, 23 maggio 2012, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-23/parmalat-acquista-lactalis-064059.shtml?uuid=Ab8twqgF&fromSearch>
- Manaligod, M.G., (2012), "Related Party Transactions", *American International Journal of Contemporary Research*, Vol. 2, n.5, pp.26-31
- Massaro, F., "Parmalat, lo schiaffo di Lactalis", *Corriere della Sera*, 23 maggio 2012, pag.34
- Miller, G. P., (2004), "Catastrophic Financial Failures: Enron and More", *Cornell Law Review*, Vol. 89, pp.424-438
- Oddo, G., "Parmalat, un solo colpevole e tante domande senza risposta", *Il Sole 24 Ore*, 19 dicembre 2008, <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/12/parmalat-domande-senza-risposta.shtml?uuid=2bc277a2-cda5-11dd-ba22-4e78b5dda0bf&DocRulesView=Libero&correlato>
- OECD, (2012), "Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights", *OECD Publishing*, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>, pp.1-122
- Olivieri, A., "Svolta su Parmalat: Lactalis lancia l'Opa. Per i francesi debiti a 5 miliardi dopo l'offerta", *Il Sole 24 Ore*, 27 aprile 2011, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-26/svolta-parmalat-lactalis-lancia-210254.shtml?uuid=AaroMCSD>
- "Oltre 5 miliardi di fatturato per il Gruppo Parmalat nel 2013", *Il Mattino di Parma*, 7 marzo 2014, <http://www.ilmattinodiparma.it/?p=102661>
- Osella, M., "Parmalat: Bondi, il 2006 sarà l'anno decisivo per noi", *Finanza.com*, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Parmalat_Bondi_il_2006_sara_1_anno_decisivo_per_noi-171816, 5 aprile 2006,
- Osella, M., "Rimbalzo in azione su Parmalat", *Finanza.com*, 28 marzo 2006, http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Rimbalzo_in_azione_su_Parmalat-171258
- "Parmalat, 9 maggio udienza su acquisto Lag", *Milano Finanza*, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-9-maggio-udienza-su-acquisto-lag-201401171358493356>

- "Parmalat, Bondi incassa 105 milioni da quattro banche", *Il Piccolo GeLocal*, 7 febbraio 2009,
http://ricerca.gelocal.it/ilpiccolo/archivio/ilpiccolo/2009/02/07/NZ_07_PRIM.html
- "Parmalat, cala utile netto. Bondi: "Baby-food interessa"", *La Repubblica di Parma*, 7 novembre 2009, <http://parma.repubblica.it/dettaglio/parmalat-cala-utile-netto-bondi:-baby-food-interessa/1772116>
- "Parmalat, la Corte d'Appello chiude il caso sull'acquisizione di Lag", *Repubblica*, 27 maggio 2014,
http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/05/27/news/parmalat_la_corte_d_appello_chiude_il_caso_sull_acquisizione_di_lag-87349639/
- "Parmalat. Numeri in crescita nel bilancio 2013", *Parma Quotidiano*, 25 febbraio 2014,
<http://www.parmaquotidiano.info/2014/02/25/parmalat-numeri-in-crescita-nel-bilancio-2013/>
- "Parmalat, prestito di 150 milioni arriva il via libera del governo", *Repubblica*, 22 gennaio 2004,
<http://www.repubblica.it/2004/a/sezioni/economia/parmalat7/marza/marza.html>
- "Parmalat: procura Parma vaglia acquisizione Lag da Lactalis", *Corriere della Sera*, 5 ottobre 2012, http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-procura-Parma-vaglia-acquisizione-Lag-Lactalis-Sole24Ore/05-10-2012/1-A_002924937.shtml
- "Parmalat si ricompra marchio e fabbriche in Brasile a 83 mln", *Parma Quotidiano*, 24 agosto 2014, <http://www.parmaquotidiano.info/2014/08/24/parmalat-si-ricompra-marchio-e-fabbriche-brasile-83-mln/>
- "Parmalat sigla accordo per l'acquisto di 11 stabilimenti in Brasile", *Il Sole 24 Ore*, 4 settembre 2014, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-09-04/parmalat-sigla-accordo-l-acquisto-11-stabilimenti-brasile-105109.shtml?uuid=ABbAsHqB>
- "Parmalat torna in Borsa e perde quasi il 50%", *Repubblica*, 11 dicembre 2003,
<http://www.repubblica.it/2003/l/sezioni/economia/parmalat/riammessa/riammessa.html>
- Pizzo, M., (2011), "Related Party Transactions under a Contingency Perspective", *Springer Science and Business Media*, pp.309-330
- Rabitti Bedogni, C., (1999), "OPA e mercato", Roma, pp.38-39
- Scagliarini, R., "Lactalis. Il tesoretto di Parma e l'aumento di capitale fantasma. 1,5 miliardi di euro di cassa della ex Parmalat finiscono quasi tutti all'estero", *Infonodo.org*, 11 giugno 2012, <http://www.infonodo.org/node/32831>

- Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp.737-783
- Sorrenti, V., "Lactalis compra altre azioni, ripartono voci delisting di Parmalat", *Milano Finanza*, 19 agosto 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/lactalis-compra-altre-azioni-ripartono-voci-delisting-di-parmalat-201308191234123917>
- Sorrenti, V., "Parmalat, Lactalis restituisce 130 milioni di dollari", *Milano Finanza*, 30 maggio 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-lactalis-restituisce-130-milioni-di-dollari-201305301923206487>
- Sorrenti, V., "Parmalat, niente revoca CdA e operazione Lag ancora valida", *Milano Finanza*, 12 novembre 2013, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-niente-revoca-cda-e-operazione-lag-ancora-valida-201311121923437510>
- Srinivasan, P., (2013), "An Analysis of Related-Party Transactions in India", *Indian Institute of Management Bangalore*, Working Paper n.402, pp.1-27
- Vianelli, G., "Opa obbligatoria, esenzioni e relative elusioni: Italia ed UK a confronto", *Altalex*, 27 marzo 2014, <http://www.altalex.com/index.php?idnot=66990>
- Wu, X., Malthus, S., (2012), "The Role of Related Party Transactions in the Failure of New Zealand Finance Companies", *Nelson Marlborough Institute of Technology Working Paper Series*, pp.1-23
- "Yvon Guerin è il nuovo ad di Parmalat – Lactalis", *Repubblica Parma*, 12 luglio 2011, http://parma.repubblica.it/cronaca/2011/07/12/news/yvon_guerin_nuovo_ad_di_parmalat-lactalis-19019282/
- Zanni, K.M., (2013), "The Private Company Discount Based on Empirical Data", *Taxation Planning and Compliance Insights*, Willamette, pp.1-7
- Zingales, L., (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *Review of financial studies*, Vol. 7, n.1, pp. 125-148

7.2 Libri

- R. Brealey, S. Myers et al., *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 9th ed., 2008, pp. 471-498, 704-725
- T. Koller, M. Goedhart et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2010, pp.103-332
- A. Lupoi, *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Padova, CLEUP SC, 2012, pp.33-40, 73-77
- M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione Finanziaria*, 2004, McGraw-Hill, pp.312-313

- D.M. Schweiger, P. Very, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Elsevier Science Ltd., 2003, Vol.2, pp.1-26

7.3 Sitografia

- Adusbef Veneto, Crack Parmalat: archivio notizie obbligazioni azioni risparmiatori, data di consultazione 8 agosto 2014, <http://www.adusbef.veneto.it/parmalat/crack-finanziari/parmalat/crack-parmalat-archivio-notizie-obbligazioni-azioni-risparmiatori>
- Azione Parmalat, "Metà cassa è stata spesa... speriamo bene", 22 maggio 2012, <http://azioneparmalat.com/2012/05/meta-cassa-e-stata-spesa-speriamo-bene/>
- Borsa Italiana, Notizie, OPA, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>, data di aggiornamento 24 febbraio 2006, data di consultazione 1 luglio 2014
- Borsa Italiana, Profilo società, <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=IT0003826473&lang=it>, data di aggiornamento: 14.03.2014, data di consultazione: 11.06.2014
- Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=24584312>, data di consultazione 8 agosto 2014
- Comunicato stampa del Gruppo Lactalis, 17 marzo 2011, <http://www.imagebuilding.it/static/pdf/Comunicato%2017032011%20Lactalis.pdf>
- Corriere della Sera, Cinquantamila Giorni, Ciriaco De Mita, <http://cinquantamila.corriere.it/storyTellerThread.php?threadId=DE+MITA+Ciriaco>, scheda di Giorgio dell'Arti, data di aggiornamento 05.03.2014, data di consultazione 16.06.2014
- Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Bari, Offerta Pubblica di Acquisto, Relatore Dott. Ezio Tartaglia, http://www.disag.uniba.it/ALLEGATI/mat_dida_giur/OFFERTA_PUBBLICA_DI_ACQUISTO.pdf, data di consultazione 1° luglio 2014
- Il Sole 24 Ore, argomenti.ilsole24ore.com/parole_chiave/commissario-ad-acta.html, data di aggiornamento 16 marzo 2013, data di consultazione 8 agosto 2014
- Lactalis, Groupe, Historique, <http://www.lactalis.fr/english/groupe/historique.htm>, data di consultazione 1° luglio 2014
- Parmalat, Corporate Governance, CdA, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/cda/, data di consultazione 16.06.2014

- Parmalat, Corporate Governance, Come amministriamo Parmalat, data di consultazione 16.06.2014, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/,
- Parmalat, Corporate Governance, Come amministriamo Parmalat, Statuto, data di consultazione 04.08.14, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/statuto/
- Parmalat, Corporate Governance, Internal Dealing:
 - Codice di comportamento in materia di Internal Dealing, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/, data di consultazione 02.07.2014
 - Dichiarazione di Internal Dealing del 22.03.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014
 - Dichiarazione di Internal Dealing del 30.03.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014
 - Dichiarazione di Internal Dealing del 01.08.2011, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/internal_dealing/negoziazioni/, data di consultazione 15.06.2014
- Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate:
 - Parere del Comitato del Controllo Interno e per la Corporate Governance sull'adozione della Procedura sulle Operazioni con Parti Correlate, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura/, data di consultazione 15.06.2014
 - Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura, data di consultazione 15.06.2014, versione modificata il 7 marzo 2014
- Parmalat, Il gruppo, Storia, http://www.parmalat.net/it/il_gruppo/storia/storia_di_parmalat, data di consultazione: 11.06.2014
- Parmalat, Il gruppo, http://www.parmalat.net/it/il_gruppo, data di consultazione: 11.06.2014
- Parmalat, Investor Relations, Acquisizioni e dismissioni, Acquisizione LAG, http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/

- Documento informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group, Inc., 29 maggio 2012
- Mediobanca, Fairness opinion, 22 maggio 2012
- Parere del Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* in qualità di comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate previsto ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221, 22 maggio 2012
- Relazione della Società di Revisione Price Waterhouse & Cooper's SpA sull'esame della situazione patrimoniale – finanziaria consolidata pro-forma al 31 dicembre 2011 e del conto economico consolidato pro-forma per l'esercizio chiuso a tale data di Parmalat SpA, 29 maggio 2012
- Integrazione al Documento informativo, 27 giugno 2012
- Comunicato stampa, "Completata l'acquisizione di Lactalis American Group", 3 luglio 2012
- Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, 31 luglio 2012
- LAG audited financial statements (al 30.12.2012), 1° marzo 2013
- Parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. De Nova in data 28 marzo 2013
- Parere *pro veritate* rilasciato dal Prof. Guido Rossi in data 02 aprile 2013
- Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010, rilasciato in data 10 maggio 2013
- Price adjustment certificate for LAG, LEA, LDB, LAM (al 30.12.2012), datato 1° marzo 2013
- Relazione "*Project Paloma III. Price adjustment Report*" rilasciata da Price Waterhouse & Cooper's in data 15 aprile 2013
- Relazione del Prof. Pellegrini "Le politiche di marketing di Lag: le condotte nel triennio 2009-2011 e confronto fra budget e a consuntivo 2012", 24 aprile 2013
- Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti: "Relazione in merito agli scostamenti determinatisi tra le spese di marketing sostenute nel corso dell'esercizio 2012 da LAG e LINT rispetto a quanto definito nel Business Plan posto alla base dell'acquisizione conclusa da Parmalat SpA in data 3 luglio 2012", 30 aprile 2013
- Documento informativo relativo all'applicazione del meccanismo di aggiustamento del prezzo di acquisto di Lactalis American Group, Inc., 6 giugno 2013

- Parere del Comitato Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010 recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, 6 giugno 2013
 - Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 15 maggio 2013
 - Parere dei Proff. Angelo Provasoli e Pietro Mazzola, "Il valore di acquisizione di Lactalis American Group e delle attività di Lactalis International acquisiti da Parmalat SpA", 14 giugno 2013
 - Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi – Parte II, 14 giugno 2013
 - Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 9 settembre 2013
 - Acquisizione Lag e Lint – Relazione del prof. Mario Cattaneo, del prof. Paolo Andrei e del prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013, 20 settembre 2013
 - Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile, 11 novembre 2013
- Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni,
http://www.parmalat.net/it/investor_relations/bilanci_relazioni/bilanci_annuali/:
- Relazioni e bilancio 2011
 - Relazioni e bilancio 2012
 - Relazioni e bilancio 2013
- Parmalat, Investor Relations, Bilanci e Relazioni, Relazione Finanziaria Semestrale al 30.06.11,
http://www.parmalat.net/it/investor_relations/bilanci_relazioni/relazioni_infra_annuali/
- Parmalat, Investor Relations, Comunicato Stampa del 22 maggio 2012, "Approvata l'operazione di acquisizione di Lactalis American Group, Inc.",
http://www.parmalat.net/it/investor_relations/comunicati_stampa/index.php?pag=2,
 data di consultazione 25 agosto 2014
- Parmalat, Investor Relations, Contenzioso,
http://www.parmalat.net/it/investor_relations/contenzioso/, Data di consultazione: 10.06.2014
- Parmalat, Investor Relations, OPA Lactalis,
http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis/:
- Comunicato stampa del Gruppo Lactalis, 26 aprile 2011

- Comunicazione di Sofil Sas ai sensi dell'art. 102 D. Lgs. n. 58/1998 e dell'art. 37 del Regolamento Consob n.11971/1999 – Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria promossa da Sofil Sas avente ad oggetto massime 1.298.186.659 azioni ordinarie di Parmalat SpA
 - Comunicato Stampa del Gruppo Lactalis del 29 aprile 2011, ai sensi dell'art. 114 D. Lgs. n. 58/1998
 - Comunicato stampa del 13 maggio 2011, ai sensi dell'art. 114 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato (il "TUF") e dell'art. 66 del Regolamento adottato da Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato ed integrato (il "Regolamento Emittenti")
 - Comunicato del Consiglio di Amministrazione di Parmalat SpA del 20 maggio 2011, ex art. 103 D. Lgs. n.58/1998, in relazione all'OPA promossa da Sofil Sas
 - Documento di Offerta, maggio 2011
 - Risultati provvisori dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Sofil Sas su azioni ordinarie Parmalat SpA, Comunicato stampa, 8 luglio 2011
 - Avviso sui risultati definitivi dell'offerta – Data di pagamento, Comunicato stampa del 14 luglio 2011
- Scandali Finanziari, Il Crack Parmalat, scritto da Alessandro De Salvo, <http://www.scandalifinanziari.it/index.php/tutti-gli-articoli/2-non-categorizzato/4-il-crack-parmalat>, data di creazione: 06.01.2014, data di consultazione: 10.06.2014
- Seconda Università degli Studi di Napoli, "Le offerte pubbliche di acquisto", http://www.economia.unina2.it/suneco/front/showbindata/clazzAttachmentBinDataDAO/3718/Lezione_OPA_P&R.pdf, data di consultazione 1° luglio 2014
- Treccani, Vocabolario online, <http://www.treccani.it/vocabolario/ultroneo/>, data di consultazione 30.07.2014
- Yahoo Finance, Parmalat, <https://it.finance.yahoo.com/echarts?s=PLT.MI#symbol=PLT.MI;range>, data di consultazione 21 agosto 2014
- Yahoo Finance, FTSE MIB, <https://it.finance.yahoo.com/q/bc?s=FTSEMIB.MI&t=2y&l=on&z=l&q=l&c=PLT.MI> data di consultazione 17 settembre 2014

7.4 Fonti normative

- Codice Civile: art. 2637 (Aggiotaggio), 2391-*bis* (Operazioni con parti correlate), 2409 (Denuncia al tribunale)
- D. Lgs. n.58/1998 (Testo Unico della Finanza), artt. 1, 106, 108, 120,
- Decreto legge n.347/2003 ("decreto salva-imprese")
- Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, Principio Contabile Internazionale IAS n.24, *Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate*, 20.07.2010
- Legge 18 febbraio 2004, n.39 (legge di conversione del decreto legge n.347/2003)
- Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010)

7.5 Altre fonti

- Microsoft Encarta Enciclopedia 2002, Capitale sociale, Azioni ordinarie e privilegiate
- Rai3, Report, Puntata del 28 ottobre 2007, "Buconero SpA", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/articolo/ContentItem-11deb48e-a31a-40df-94d2-6007bb7d051e.html>
- Rai3, Report, Puntata del 29 novembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-46786f82-036a-4fd8-a32e-ae0842c33f69.html>
- Rai3, Report, Aggiornamento del 6 dicembre 2009, "Il Cavaliere del Lavoro", servizio di Sigfrido Ranucci, <http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-f8811dfa-6db2-46e6-8445-46ded16f6f00.html>