

# TREVISAN & ASSOCIATI

STUDIO LEGALE

Viale Majno, 45 • 20122 Milano

Tel. +39 (0)2 8051133 • Fax +39 (0)2 8690111 •

e-mail: [mail@trevisanlaw.it](mailto:mail@trevisanlaw.it)

[www.trevisanlaw.it](http://www.trevisanlaw.it)

Spett.le

**Net Insurance S.p.A.**

via Giuseppe Antonio Guattani, 4  
00161 – Roma

*Alla c.a. dell'Amministratore Delegato dott. Andrea Battista*

*Via mail: [andrea.battista@netinsurance.it](mailto:andrea.battista@netinsurance.it)*

Milano, 26 febbraio 2019

**Parere sull'introduzione di una clausola statutaria a tutela degli azionisti di minoranza in caso di delisting dell'Emittente, in conseguenza di un'OPA totalitaria o, comunque, in connessione con la stessa.**

Spett.le Net Insurance S.p.A.,

con la presente, si intende fornire il parere da Voi richiesto in relazione alle recenti vicende che hanno interessato altre società quotate, ovvero l'ipotesi in cui, per effetto di un'OPA e/o di una fusione si determini un delisting della società sul Mercato Alternativo del Capitale ("AIM Italia"), senza che sia concesso il diritto di recesso ai soci che non condividano tale operazione.

In termini generali, in riferimento alla tematica della possibilità di delisting di un Emittente dal Mercato Alternativo del Capitale ("AIM Italia") - in quanto non determinata da eventi patologici di mancato rispetto della normativa applicabile - ai sensi dell'art. 41 del relativo Regolamento Emittenti "*L'emittente AIM Italia che richieda a Borsa Italiana la revoca dall'ammissione dei propri strumenti finanziari AIM Italia deve comunicare tale intenzione di revoca informando anche il Nominated*

*Adviser e deve informare separatamente Borsa Italiana della data preferita per la revoca almeno venti giorni di mercato aperto prima di tale data e, salvo che Borsa Italiana decida diversamente, la revoca deve essere subordinata all'approvazione di non meno del 90% dei voti degli azionisti riuniti in assemblea. Borsa Italiana revoca l'ammissione degli strumenti finanziari AIM Italia qualora gli stessi siano stati sospesi dalle negoziazioni per almeno sei mesi. La decisione di revoca è comunicata al pubblico tramite Avviso”.*

Sotto tale profilo, a differenza di quanto previsto per le società con azioni quotate in mercati regolamentati i cui azionisti, ai sensi dell'art. 2437 *quinquies* del codice civile hanno diritto di recedere qualora non abbiano concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione della quotazione, nel mercato AIM Italia non è stata prevista analoga facoltà per i soci.

Tale circostanza ha trovato negli ultimi tempi una particolare cassa di risonanza nella vicenda dell'OPA promossa da SolarEdge Investment S.r.l. sulla S.M.R.E S.p.A. (di seguito anche solo “SMRE”), società quotata sull'AIM Italia.

Detta società, pochi giorni fa, ha reso noto che, su richiesta dell'Autorità di controllo Consob, l'operazione è stata sospesa. La Commissione ha chiesto alla SolarEdge Investment S.r.l. - società interamente controllata dalla statunitense SolarEdge Technologies Inc. - di fornire informazioni integrative e di apportare modifiche e integrazioni al documento di offerta relativo all'OPA obbligatoria totalitaria su SMRE. Nello specifico, ad inizio febbraio, come riportato dalle principali testate giornalistiche finanziarie, i fondi comuni (detentori fra il 20% e il 25% delle azioni) - che all'ultima assemblea della società umbra specializzata nella mobilità elettrica si sono astenuti dal dare il proprio benestare all'operazione di fusione tra la newco creata dal gruppo statunitense e l'azienda umbra sotto OPA - hanno infatti deciso di rivolgersi direttamente alla Consob. A prendere tale iniziativa sono stati gli azionisti Kairos, Azimut, Mediolanum e altre SGR italiane, i quali nei giorni scorsi hanno depositato un esposto alla Commissione di Vigilanza per chiedere un intervento formale sulle modalità di definizione dell'operazione lanciata a inizio anno da SolarEdge Investment S.r.l. in merito alla questione della disparità di trattamento e, soprattutto (anche per i fini che qui rilevano) per il fatto di non aver previsto il diritto di recesso per gli azionisti.

Costituisce un fatto notorio, d'altra parte, che, ai sensi dell'art. 6 bis del Regolamento Emittenti AIM Italia, nel novero delle condizioni di ammissione per gli Emittenti, figura quella per la quale è necessario l'inserimento “*a statuto le previsioni in tema di offerta pubblica di acquisto di cui alla Scheda Sei che devono essere operative a partire dall'inizio delle negoziazioni su AIM Italia*”. In particolare, ai sensi del citato art. 6-bis del Regolamento Emittenti, “*nel caso di promozione da parte di uno o più soggetti di un'offerta nei confronti di un Emittente AIM Italia che abbia adottato statutariamente le previsioni in tema di offerta pubblica di acquisto di cui alla Scheda Sei, trova applicazione, per effetto del richiamo volontario operato dalle previsioni statutarie sopra citate, la disciplina prevista dal TUF (e relative disposizioni di attuazione ed orientamenti Consob) in materia di:*

- *soglie (di mutamento degli assetti proprietari) rilevanti ai fini dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto;*

- ipotesi di esenzione dall'obbligo di promuovere l'offerta;
- identificazione dei soggetti tenuti alla promozione dell'offerta;
- condizioni (prezzo e corrispettivo) e modalità temporali di promozione dell'offerta obbligatoria.

Anche laddove non richiesto dalla normativa vigente, gli offerenti dovranno pubblicare, ai fini di una completa informativa, un documento di offerta redatto secondo gli schemi previsti nell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti Consob, recante, nella prima pagina, in posizione preminente ed in grassetto, la seguente frase: "Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento". Ai fini del corretto svolgimento delle offerte ai sensi delle disposizioni della Scheda Sei, il Panel considererà applicabili le disposizioni del TUF (e relative disposizioni di attuazione ed orientamenti Consob) limitatamente a: - definizioni rilevanti e modalità di pubblicazione dei comunicati e documenti relativi all'offerta; - comunicato dell'offerente e garanzie; - svolgimento dell'offerta; - trasparenza e correttezza; - modifiche dell'offerta e OPA concorrenti".

Tuttavia, come evidenziato dalle perplessità avanzate da alcuni azionisti nel caso SMRE, nulla viene detto circa la possibilità dei soci di recedere qualora gli stessi non dovessero aderire ad un'OPA obbligatoria totalitaria e tale circostanza dovesse comportare il successivo delisting della società, magari a seguito di una fusione o scissione con assegnazione in concambio di azioni non quotate o conversione obbligatoria di azioni quotate in strumenti non quotati.

In tal senso, infatti, in relazione al Regolamento Emittenti AIM Italia un flottante inferiore alla soglia del 10% rappresenta un impedimento ad un ordinato svolgimento delle negoziazioni ed una corretta formazione dei prezzi che determina la revoca dalle negoziazioni se non adeguatamente ripristinato. Peraltro, secondo quanto riportato nel documento informativo dell'OPA SMRE, si ipotizza un delisting anche qualora si proceda ad una fusione per incorporazione dell'Emittente in altra società non quotata.

Borsa Italiana S.p.A. sul punto sembrerebbe aver preso posizione dal momento che ha comunicato alla stessa SMRE il proprio orientamento - seguito in analoghi casi precedenti - secondo il quale "ai sensi dell'art. 41 del Regolamento Emittenti, il quorum rafforzato del 90% degli azionisti presenti in assemblea per le decisioni di revoca dalla negoziazione su AIM Italia si applica anche alle delibere aventi ad oggetto operazioni di fusione che comportino l'assegnazione in concambio agli azionisti dell'Emittente di azioni non negoziate su AIM Italia o su un mercato regolamentato".

Quanto appena rilevato, a parere di chi scrive, denota la volontà di Borsa Italiana S.p.A. - pur in assenza di una previsione espressa per il Mercato AIM - di accordare agli azionisti di minoranza esposti alle potenziali conseguenze negative (o comunque non volute) di un'OPA totalitaria - quale quella della perdita della quotazione da parte della società e/o di una operazione di fusione che comporti il delisting - di beneficiare, quanto meno, di un presidio a tutela dei loro interessi costituito dall'elevato quorum richiesto per poter procedere con il delisting

dell'Emittente. Ciò peraltro troverebbe anche tutela laddove fosse accordata la possibilità di esercitare il diritto di recesso.

In tal senso, dunque, si potrebbe introdurre la clausola statutaria che accordi ai soci dissenzienti la facoltà di esercitare il diritto di recesso nel caso in cui venisse proposta (i) un'OPA obbligatoria totalitaria con successivo delisting della Società, ovvero (ii) una fusione o scissione con assegnazione in concambio di azioni non quotate o conversione obbligatoria di azioni quotate in strumenti non quotati che determini analogo effetto.

In altre parole, si tratterebbe di inserire nello statuto una previsione analoga all'art. 2437 *quinquies* c.c. per cui avrebbero diritto di recedere i soci che non dovessero concorrere ad una deliberazione che comporti l'esclusione dalla quotazione sull'AIM Italia.

Tale previsione, per quanto sopra riportato, in sé e per sé troverebbe anzitutto il "favor" di Borsa Italiana, la quale come già precisato, si è pronunciata unitamente a Consob in senso favorevole alla previsione di meccanismi che consentano la tutela delle minoranze in situazioni in cui non sia espressamente prevista un'exit e, al contempo, sia possibile attuare un delisting per effetto di un'OPA e/o di un'operazione di fusione o scissione.

Sotto altro profilo ed in considerazione della circostanza che la nostra Emittente abbia propri titoli negoziati sul mercato AIM Italia che, come noto, non è formalmente qualificato come "Mercato Regolamentato", l'introduzione di una siffatta clausola non sembrerebbe comportare la violazione delle disposizioni in tema di esercizio del diritto di recesso, essendo possibile - ai sensi dell'articolo 2437 c.c. in combinato disposto con l'art. 2325 bis c.c. - prevedere ulteriori clausole statutarie di recesso oltre quelle normativamente previste. Attraverso, dunque, un'assemblea straordinaria, si potrebbe proporre una modifica dello statuto con l'introduzione di tale ulteriore facoltà da accordarsi ai soci al ricorrere delle suddette condizioni. Non ci risulta - ad una prima analisi - che tale previsione sia stata adottata (quantomeno in modo sistematico) da altre Emittenti i cui titoli sono trattati sull'AIM Italia.

Non da ultimo, va verificato se l'introduzione di tale eventuale nuova facoltà di recesso non sia a sua volta una decisione fondante l'esercizio del diritto di recesso da parte degli attuali soci che non avessero concorso alla sua assunzione. Ciò in quanto si potrebbero determinare delle finalità speculative da parte di chi trovi più conveniente monetizzare la propria partecipazione, in un ambito in cui vengano riconosciuti maggiori diritti per i soci.

In tale contesto, si devono richiamare le disposizioni di cui all'art. 2437 c.c. che prevedono: *"Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:*

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;*
- b) la trasformazione della società;*
- c) il trasferimento della sede sociale all'estero;*

d) *la revoca dello stato di liquidazione;*

e) *l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;*

f) *la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;*

g) **le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.**

*Salvo che lo statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti:*

a) *la proroga del termine;*

b) *l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari (...)*".

Sotto tale profilo, si può sin da ora precisare che l'unica ipotesi che possa astrattamente rientrare nelle previsioni sopra riportate, è quella di cui alla lettera g) del primo comma dell'art. 2437 c.c., in quanto potrebbero rientrare nell'ambito delle modificazioni allo statuto concernenti i diritti di "partecipazione". Da tale punto di vista - e da un primo approfondimento che ci riserviamo di confermare in esito alle Vostre eventuali determinazioni sull'opportunità o meno di introdurre tale modifica statutaria - ci sembra di poter concludere che con l'introduzione della clausola, nei termini sopra precisati, non ricorra il diritto di recesso in capo agli azionisti assenti o dissenzienti rispetto a tale decisione. Ciò, in particolare, in quanto (i) da un lato, la proposta determinerebbe una tutela sensibilmente più efficace per gli azionisti di minoranza esposti ad un eventuale delisting dell'Emittente, rispetto a quanto attualmente previsto sul punto dall'attuale Regolamento AIM (anche sulla scorta della raccomandazione sopra riportata espressa da Borsa Italiana S.p.A. nel caso di SMRE) e (ii) dall'altro - in maniera analoga all'art. 133 TUF - si tratterebbe comunque di una disposizione tesa unicamente a salvaguardare e a non pregiudicare gli interessi degli investitori azionisti. Di conseguenza, a parere dello scrivente, ciò non configurerebbe una modifica sensibile del diritto di "partecipazione" (che, come tale, rimarrebbe immutato), bensì un'introduzione su base volontaria di un diritto già legislativamente previsto per le società quotate in mercati regolamentati.

Resto a disposizione per ogni eventuale ulteriore delucidazione e/o chiarimento dovesse risultare necessario.

avv. Dario Trevisan

