

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

Roma, 5 gennaio 2023

**Spett.le
ILLA S.p.A.
Via Ghisolfi e Guareschi, 17
- 43015 Noceto (PR)**

alla cortese attenzione del consigliere, dott. Stefano Crespi.

Oggetto: conferma del parere sulla legittimità di due operazioni consistenti nella sottoscrizione con un investitore istituzionale, da parte di una società quotata su Euronext Growth Milan, di accordi che prevedono l'impegno dell'investitore a sottoscrivere, per tranches, su specifiche richieste di sottoscrizione formulate dalla società obbligazioni convertibili in azioni cum warrant, esercitabili a un prezzo basato sull'andamento sul mercato delle relative azioni nei giorni precedenti la richiesta di conversione.

Gent.mo dottore,

facendo seguito al ricevimento di una versione sottoscritta della proposta di AGREEMENT FOR THE ISSUANCE OF AND SUBSCRIPTION TO NOTES CONVERTIBLE REDEEMABLE INTO NEW AND/OR EXISTING SHARES AND/OR PARTIALLY REDEEMABLE IN CASH WITH SHARE SUBSCRIPTION WARRANTS ATTACHED tra ILLA S.p.A. (di seguito "ILLA") e Negma Group Ltd. (di seguito, "Negma"), datata 5 gennaio 2023, recante talune modifiche rispetto alla bozza di "Investment agreement" considerata ai fini del parere rilasciato in data 28 dicembre 2022, trasmetto di seguito una nota integrativa al predetto parere.

Si premette che con il citato parere rilasciato in data 28 dicembre 2022 - che, per comodità, si riporta in calce alla presente nota - si è espressa un'opinione positiva sulla legittimità sia dell'operazione di "Investment agreement" già posta in essere da ILLA tra il dicembre 2021 e il gennaio 2022 sia di quella che ILLA intenderebbe ora perfezionare, operazioni entrambe consistenti nell'impegno di Negma a sottoscrivere, per tranches, su specifiche richieste formulate dalla società obbligazioni convertibili in azioni cum warrant, esercitabili a un prezzo basato sull'andamento sul mercato delle relative azioni nei giorni precedenti la richiesta di

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

conversione.

In particolare la suddetta versione aggiornata dell'Investment agreement riporta due modifiche rispetto alla bozza esaminata precedentemente.

Più specificamente, la prima modifica consiste in una precisazione esplicitata nell'ambito della premessa (F), secondo cui la facoltà di richiedere l'erogazione di *tranches* di importo superiore a quello stabilito in via ordinaria in un importo pari a Euro 500.000, a fronte della necessità di procedere al perfezionamento di operazioni di acquisizione o di altre operazioni societarie, funzionali all'attuazione del piano industriale della Società già approvato dai relativi organi sociali, non può in alcun caso consentire richieste eccedenti l'importo di Euro 5.000.000.

La seconda modifica è invece quella apportata alla definizione di "Cool Down Period", venendosi a stabilire che, nel caso in cui, conformemente alla facoltà sopra menzionata, ILLA richieda *tranches* di importo superiore a quello ordinario, il periodo di distanziamento tra le richieste in questione e quelle successive si estende proporzionalmente al maggiore ammontare della *tranche* rispetto a quello ordinario.

Con riguardo alle modifiche sopra illustrate, che riguardano esclusivamente l'operazione allo studio, deve precisarsi che le stesse non hanno alcuna rilevanza ai fini della valutazione sulla legittimità dell'operazione dal punto di vista del diritto societario così come dal punto di vista della disciplina di diritto del mercato finanziario.

Sulla base delle medesime motivazioni esposte nel parere rilasciato in data 28.12.2022, deve pertanto confermarsi la piena legittimità dell'operazione che ILLA è in procinto di perfezionare, anche tenuto conto delle modifiche apportate all'ultima versione del testo dell'Investment agreement.

Resto a disposizione per qualsiasi eventuale, ulteriore, necessità di chiarimenti e/o integrazioni.

Nel ringraziare per l'attenzione, porgo i miei migliori saluti.

Avv. Roberto Maviglia



**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

Roma, 28 dicembre 2022

Spett.le
ILLA S.p.A.
Via Ghisolfi e Guareschi, 17
- 43015 Noceto (PR)

alla cortese attenzione del consigliere, dott. Stefano Crespi.

Oggetto: parere sulla legittimità di due operazioni consistenti nella sottoscrizione con un investitore istituzionale, da parte di una società quotata su Euronext Growth Milan, di accordi che prevedono l'impegno dell'investitore a sottoscrivere, per tranche, su specifiche richieste di sottoscrizione formulate dalla società obbligazioni convertibili in azioni cum warrant, esercitabili a un prezzo basato sull'andamento sul mercato delle relative azioni nei giorni precedenti la richiesta di conversione.

Gent.mo dottore,

facendo seguito alle intese intercorse, Le trasmetto di seguito il mio parere sulla questione indicata in oggetto.

1. PREMESSA

(1.1) I documenti esaminati

Sono stati esaminati i seguenti documenti:

- a) statuto sociale di ILLA S.p.A.;
- b) prima operazione conclusa - AGREEMENT FOR THE ISSUANCE OF AND SUBSCRIPTION TO NOTES CONVERTIBLE INTO NEW AND/OR EXISTING SHARES WITH SHARE SUBSCRIPTION WARRANTS ATTACHED del 29.12.2021;
- c) seconda operazione allo studio - AGREEMENT FOR THE ISSUANCE OF AND SUBSCRIPTION TO NOTES CONVERTIBLE REDEEMABLE INTO NEW AND/OR EXISTING SHARES AND/OR PARTIALLY REDEEMABLE IN CASH WITH SHARE SUBSCRIPTION WARRANTS ATTACHED, nella versione proposta a ILLA S.p.A. da Negma Group Ltd, da ultimo, in data 28.12.2022;
- d) comunicato *price sensitive* pubblicato da ILLA S.p.A. in data 29.12.2021, avente ad oggetto la sottoscrizione dell'Investment agreement relativo alla prima operazione.

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

(1.2) I fatti

Ilia S.p.A. (di seguito, "ILLA" o la "Società"), ha sottoscritto con Negma Group Ltd (di seguito, "Negma"), in data 29.12.2021, un "Investment agreement" relativo a una prima operazione, che ha avuto piena esecuzione ed è, oggi, a tutti gli effetti conclusa, e ha allo studio un ulteriore "Investment agreement", per una seconda operazione, da porre in essere sempre con Negma. I due accordi, salvo principalmente una diversa formulazione del titolo, i differenti importi di riferimento dell'operazione conclusa e di quella allo studio e i metodi di calcolo del prezzo di conversione delle obbligazioni e di esercizio dei warrant non esattamente corrispondenti, così come la differenziata attribuzione dei warrant abbinati alle obbligazioni convertibili, sono sostanzialmente equivalenti.

La prima operazione, conclusa, prevedeva un investimento per un ammontare complessivo di Euro 3.250.000, erogabile, subordinatamente al rispetto di certe condizioni, in 5 *tranche*, a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili, per l'importo di Euro 650.000 per ciascuna *tranche*, oltre a complessivi n. 1.406.443 warrant abbinati. A seguire, in esecuzione del predetto accordo, l'assemblea straordinaria di ILLA, in data 20 Gennaio 2022, ebbe a deliberare l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile in azioni ILLA, cum warrant, di importo complessivo pari a Euro 3.250.000,00, incluso sovrapprezzo, da emettere in una o più *tranche*, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ. in quanto destinato a "Negma Group Limited", e un connesso aumento di capitale sociale ai sensi dell'art. 2420-bis, comma 2, cod. civ., in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ. per un importo massimo pari a Euro 3.250.000,00, incluso sovrapprezzo, a servizio della conversione del prestito obbligazionario convertibile.

A fronte degli impegni di sottoscrizione assunti da Negma, la Società si era impegnata a versare a Negma una commitment fee, pari a Euro 130.000 (corrispondente a una percentuale sull'ammontare del prestito pari a circa il 5%), di cui Euro 60.000 al tiraggio della prima *tranche* e Euro 70.000 al tiraggio della seconda *tranche*. L'importo della commitment fee poteva essere pagato in contanti o mediante l'emissione a favore del sottoscrittore di ulteriori obbligazioni convertibili per un ammontare complessivo corrispondente alla commitment fee pattuita. Era poi previsto che le obbligazioni di ciascuna *tranche* fossero emesse a un prezzo di sottoscrizione pari al 100% del valore nominale e dunque, complessivamente, a un importo nominale di Euro 650.000, ciascuna, per le 5 *tranches*.

Tra le principali clausole contrattuali era altresì previsto che le obbligazioni potessero essere convertite a un prezzo di conversione pari al 94% del più basso valore ricavabile dal cd. VWAP delle azioni dell'emittente nel corso dei dieci giorni di negoziazione delle azioni precedenti la richiesta di conversione. Per VWAP si intendeva il prezzo medio ponderato per volume, come pubblicato da Bloomberg LP, come benchmark di negoziazione calcolato dividendo il valore totale scambiato (somma dei prezzi moltiplicati per le dimensioni commerciali) per il volume totale (somma delle dimensioni degli scambi), tenendo conto di ogni transazione qualificata. In caso di

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

conversione da parte del sottoscrittore, l'emittente aveva il diritto, alternativamente, di: (i) consegnare azioni di nuove emissione o azioni preesistenti al sottoscrittore; e (ii) pagare al medesimo sottoscrittore una somma in denaro calcolata secondo una specifica formula di conversione che teneva conto di una serie di parametri, tra cui la percentuale del valore nominale complessivo delle obbligazioni convertite, il Prezzo di Conversione e il VWAP alla data di conversione.

L'accordo prevedeva poi una procedura dettagliata da seguire per richiedere a Negma di sottoscrivere le obbligazioni convertibili. Era, infatti, pattuito che, per ogni *tranche*, la Società dovesse trasmettere una formale richiesta di sottoscrizione a Negma conforme al modello allegato al contratto, nel rispetto di intervalli temporali minimi e in particolare non prima di determinate scadenze.

Si sottolinea che, per il caso di mancata conversione entro la data di scadenza delle obbligazioni ancora esistenti, le stesse fossero convertite automaticamente in azioni ordinarie della Società. Tale conversione obbligatoria era tuttavia derogata in talune ipotesi. Più specificamente, nel caso in cui si fosse verificato un cosiddetto Material Adverse Change (inteso come un cambiamento delle condizioni finanziarie, politiche o economiche italiane o internazionali o dei tassi di cambio o dei controlli sui cambi, che in buona fede avesse potuto pregiudicare in modo sostanziale e definitivo il successo dell'operazione contemplata nel contratto e la distribuzione delle obbligazioni, dei warrant e delle azioni dell'emittente o la negoziazione di queste ultime sul mercato secondario) o di un cambio di controllo dell'emittente, il sottoscrittore - fatta eccezione per il caso fosse stata esercitata una put option, di cui di seguito si specificano i termini - avrebbe potuto risolvere il contratto, senza alcun pregiudizio per obbligazioni e warrant ancora in circolazione.

Inoltre nel caso si fosse verificato un cambio di controllo dell'emittente, un Material Adverse Change o uno dei c.d. "Event of Default" (tra cui, inter alia, un inadempimento da parte dell'emittente a qualsiasi obbligo derivante dal contratto inclusa la mancata consegna all'investitore delle azioni di nuova emissione, il delisting delle azioni dell'emittente da Euronext, il mancato rimborso di capitale preso in prestito derivante da finanziamenti o passività per garanzie connesse a tali finanziamenti per somma eccedente Euro 1 milione, l'apertura di procedure concorsuali a carico dell'emittente e la condanna della società da parte di un'autorità giudiziaria al pagamento di somme di denaro superiori ad Euro 1 milione), il contratto riconosceva al sottoscrittore il diritto di richiedere all'emittente, e quest'ultimo avrebbe avuto il conseguente obbligo, di rimborsare anticipatamente in denaro e al valore nominale tutte le obbligazioni in circolazione e non ancora convertite (c.d. "Put Option dell'Investitore"). Nessun diritto di rimborsare anticipatamente il prestito era invece previsto a favore dell'Emittente prima della scadenza delle rispettive obbligazioni non ancora convertite.

Sempre la citata assemblea straordinaria del 20 gennaio 2022, conformemente all'accordo stipulato tra Negma e la Società ebbe altresì a deliberare l'emissione di warrant da assegnare gratuitamente al sottoscrittore del prestito obbligazionario convertibile e un connesso aumento del capitale sociale, in via scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., a servizio dell'esercizio dei predetti warrant per un importo massimo pari a Euro 975.000,00, incluso sovrapprezzo. Il numero di warrant da abbinarsi alle obbligazioni

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

veniva a determinarsi così che, laddove tutti i warrant fossero stati esercitati, il sottoscrittore avrebbe ricevuto un controvalore in warrant pari al 30% dell'importo nominale delle *tranches*.

Si prevedeva che alla data di emissione degli stessi, i warrant fossero staccati dalle obbligazioni e potessero circolare separatamente dalle obbligazioni stesse. Si prevedeva al contempo che le obbligazioni e i warrant fossero emessi in forma dematerializzata e fossero rappresentati da certificati cartacei rilasciati dall'emittente.

Il contratto stabiliva infine che le obbligazioni fossero infruttifere e che né le obbligazioni né i warrant sarebbero stati quotati su alcun mercato finanziario.

Il prezzo di esercizio dei warrant era convenuto pari al 120% del VWAP (come sopra definito) medio delle azioni nei 15 giorni di negoziazione immediatamente precedenti la richiesta di emissione di una nuova *tranche* ("Prezzo di Esercizio dei warrant"). Era altresì stabilito che i warrant fossero abbinati alle obbligazioni in numero da determinarsi sulla base dell'importo sottoscritto a fronte dell'emissione di ciascuna *tranche* e, in particolare, in un valore pari al 30% del valore nominale delle obbligazioni a cui fossero abbinati; pertanto il numero di warrant abbinati a ciascuna *tranche* era pari al 30% del valore nominale della *tranche* diviso il Prezzo di Esercizio dei warrant come sopra determinato. A ciascun portatore di warrant era riconosciuto il diritto, a propria discrezione, in ogni momento precedente la data di scadenza dello strumento (n. 36 mesi decorrenti dalla data di emissione degli stessi), di esercitare in tutto o in parte i warrant di sua titolarità, ottenendo azioni dell'emittente.

La seconda operazione, allo studio, con riferimento alla quale ILLA intende sottoscrivere un ulteriore "Investment agreement" analogamente alla prima, consiste in un accordo di investimento tra ILLA e Negma di controvalore sensibilmente più elevato. In questo caso la bozza di contratto prevede l'impegno di Negma di sottoscrivere, in quaranta *tranche*, a seguito di specifiche richieste di sottoscrizione formulate da ILLA e subordinatamente al rispetto di certe condizioni, obbligazioni convertibili in azioni cum warrant, per un controvalore complessivo pari ad Euro 20.000.000 (ventimilioni). Le obbligazioni in questione, come nel caso dell'operazione già conclusa, sarebbero infruttifere.

La bozza di contratto prevede altresì il pagamento di una commitment fee a favore del sottoscrittore pari ad Euro 1.000.000, ossia una percentuale del 5% dell'ammontare del prestito, da corrisondersi tramite emissione da parte della Società di complessive n. 100 ulteriori obbligazioni prive di warrant del valore nominale di Euro 10.000,00 ciascuna in occasione dell'emissione della prima, seconda, terza e quarta *tranche*.

È previsto che le obbligazioni siano emesse a un prezzo di sottoscrizione pari al 100% del valore nominale e dunque, complessivamente, per un valore di Euro 500.000,00 per ciascuna delle n. 40 (quaranta) *tranche*, a eccezione della prima, seconda, terza e quarta *tranche*, per ciascuna delle quali il valore complessivo sarà pari ad Euro 750.000,00, tenendo conto delle n. 100 obbligazioni supplementari da emettersi ai fini del pagamento della sopraindicata commitment fee.

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

La bozza di contratto prevede una procedura dettagliata da seguire per proporre a Negma di sottoscrivere le obbligazioni convertibili. È infatti richiesto che, per ciascuna *tranche*, la Società trasmetta una formale richiesta di sottoscrizione a Negma, nel rispetto di intervalli temporali minimi (c.d. "*Cool Down Period*"). La bozza di contratto conviene inoltre un periodo di emissione delle *tranche* pari a n. 40 mesi dalla data di emissione della prima *tranche* delle obbligazioni; ciascuna obbligazione avrà una durata pari a n. 12 mesi decorrenti dalla data di emissione della stessa allo scadere dei quali dovrà essere convertita.

Nella bozza di contratto è altresì convenuto che ILLA avrà comunque facoltà di richiedere l'erogazione di *tranches* di importo superiore, purché ciò sia giustificato dalla necessità di procedere al perfezionamento di operazioni di acquisizione o di altre operazioni societarie, funzionali all'attuazione del piano industriale della Società già approvato dai relativi organi sociali. In tale caso, Negma sarà obbligata ad accettare tale richiesta.

Tra le clausole principali la bozza in esame prevede che le obbligazioni possano essere convertite a un prezzo di conversione pari al 93% del più basso valore ricavabile dal cosiddetto "VWAP" (in sostanza, il prezzo medio ponderato per volume come pubblicato da Bloomberg) delle azioni della Società nel corso dei dodici giorni consecutivi di negoziazione delle azioni precedenti la richiesta di conversione. In caso di conversione da parte del sottoscrittore, l'emittente avrà il diritto, alternativamente, di: (i) consegnare azioni di nuova emissione o azioni preesistenti al sottoscrittore; e (ii) pagare al medesimo sottoscrittore una somma in denaro calcolata secondo una specifica formula di conversione che tiene conto di una serie di parametri, tra cui la percentuale del valore nominale complessivo delle obbligazioni convertite, il Prezzo di Conversione e il VWAP alla data di conversione.

Il numero di azioni di conversione da emettere da parte della Società all'atto dell'esercizio di un diritto di conversione è determinato dividendo l'importo nominale delle obbligazioni oggetto di conversione per il Prezzo di Conversione.

In caso di mancata conversione entro la data di scadenza delle obbligazioni ancora esistenti, le stesse saranno convertite automaticamente in azioni ordinarie della Società.

La suddetta conversione obbligatoria è tuttavia derogata in talune ipotesi. Più specificamente, analogamente a quanto previsto dall'accordo concluso a suo tempo, nel caso in cui si verificasse un cosiddetto Material Adverse Change (inteso come un cambiamento delle condizioni finanziarie, politiche o economiche italiane o internazionali o dei tassi di cambio o dei controlli sui cambi, che in buona fede possa pregiudicare in modo sostanziale e definitivo il successo dell'operazione contemplata nel contratto e la distribuzione delle obbligazioni, dei warrant e delle azioni dell'emittente o la negoziazione di queste ultime sul mercato secondario) o di un cambio di controllo dell'emittente, il sottoscrittore - fatta eccezione per il caso sia stata esercitata una put option, di cui di seguito si specificano i termini - potrebbe risolvere il contratto, senza alcun pregiudizio per obbligazioni e warrant ancora in circolazione.

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

Inoltre per l'ipotesi in cui si verificasse un cambio di controllo dell'emittente, un Material Adverse Change o uno dei c.d. "Event of Default" (tra cui, inter alia, un inadempimento da parte dell'emittente a qualsiasi obbligo derivante dal contratto inclusa la mancata consegna all'investitore delle azioni di nuova emissione, il delisting delle azioni dell'emittente da Euronext, il mancato rimborso di capitale preso in prestito derivante da finanziamenti o passività per garanzie connesse a tali finanziamento per somma eccedente Euro 1 milione, l'apertura di procedure concorsuali a carico dell'emittente e la condanna della società da parte di un'autorità giudiziaria al pagamento di somme di denaro superiori ad Euro 1 milione), la bozza di contratto riconosce al sottoscrittore il diritto di richiedere all'emittente, e quest'ultimo avrebbe il conseguente obbligo, di rimborsare anticipatamente in denaro e al valore nominale tutte le obbligazioni in circolazione e non ancora convertite (c.d. "Put Option dell'Investitore"). Nessun diritto di rimborsare anticipatamente il prestito è invece previsto a favore dell'emittente prima della scadenza delle rispettive obbligazioni non ancora convertite.

Ai sensi della bozza di contratto, inoltre, l'emissione da parte dell'emittente e la sottoscrizione da parte del sottoscrittore delle obbligazioni convertibili a seguito di una richiesta di sottoscrizione, così come per l'operazione conclusa a suo tempo, comporta l'abbinamento a ciascuna *tranche* di obbligazioni di warrant, ciascuno dei quali consente di sottoscrivere una azione dell'emittente di nuova emissione, subordinatamente a una serie di aggiustamenti da effettuarsi in base ai termini del contratto.

Il numero di warrant da abbinarsi alle obbligazioni di ciascuna *tranche* viene determinato cosicché, laddove tutti i warrant vengano esercitati, la Società riceva un controvalore in warrant pari al 100% dell'importo nominale delle obbligazioni della *tranche* a cui i warrant sono abbinati, e il risultato finale sarà arrotondato per difetto al numero intero più prossimo. Alla data di emissione dei warrant, gli stessi saranno staccati dalle obbligazioni e circoleranno separatamente dalle stesse.

Il prezzo di esercizio dei warrant sarà pari al 120% del VWAP (come sopra definito) medio delle azioni nei 15 giorni di negoziazione immediatamente precedenti la richiesta di emissione di una nuova *tranche*. Ciascun portatore di warrant avrà il diritto, a propria discrezione, in ogni momento precedente la data di scadenza dello strumento (n. 60 mesi decorrenti dalla data di emissione degli stessi), di esercitare in tutto o in parte i warrant di cui è titolare ottenendo azioni dell'emittente.

(1.3) Il parere richiesto

Con riferimento alla situazione di fatto, mi è stato richiesto di valutare se le operazioni descritte al precedente paragrafo 1.2, consistenti nella sottoscrizione con un investitore istituzionale da parte di ILLA, quale società quotata su Euronext Growth Milan, di un accordo che prevede l'impegno dell'investitore a sottoscrivere, per *tranche*, su specifiche richieste di sottoscrizione formulate dalla società, obbligazioni convertibili in azioni, esercitabili a un prezzo basato sull'andamento sul mercato delle relative azioni nei giorni precedenti la richiesta di conversione e a cui sono abbinati dei warrant incorporanti il diritto alla sottoscrizione delle medesime azioni (caratteristiche - queste -

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

che devono ritenersi quelle più peculiari e qualificanti le operazioni in questione) possano considerarsi, in astratto e in concreto, conformi alla disciplina applicabile all'emittente sia dal punto di vista del diritto societario sia dal punto di vista delle disposizioni relative alle società quotate su Euronext Growth Milan.

(1.4) Il campo di indagine

Il quesito oggetto del presente parere presuppone una doppia analisi, dovendosi valutare la legittimità delle operazioni sopra descritte, in astratto, con riguardo tanto al diritto societario, quanto alle disposizioni applicabili ad emittenti azioni ammesse a negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione denominato Euronext Growth Milan, e, in concreto, con riguardo alla prima operazione, per la quale è possibile esaminare la documentazione societaria approntata e la procedura seguita, in relazione alle motivazioni poste alla base dell'emissione nonché alla adeguatezza dei criteri adottati dal consiglio di amministrazione. Verificata la legittimità in concreto della prima operazione, la seconda potrà ritenersi ugualmente legittima sul presupposto che sia seguito un procedimento analogo e le ragioni addotte per l'emissione, così come i criteri adottati, rispondano, *mutatis mutandis*, a metodologie e requisiti parimenti adeguati.

In astratto, occorre in primo luogo valutare le operazioni in esame con riferimento alle norme contenute nel codice civile dirette a disciplinare l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili, oltre che alle norme volte a stabilire regole aventi ad oggetto l'emissione di obbligazioni convertibili e warrant nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione.

In secondo luogo, sempre con riguardo all'inquadramento giuridico in astratto dell'operazione, si pone la questione circa la conformità del meccanismo insito nella regolamentazione dello strumento adottato rispetto all'ordinamento sezionale del mercato finanziario, sia avuto riguardo alle previsioni contenuto nel Regolamento emittenti Euronext Growth Milan sia con riferimento alla disciplina di cui al Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato (di seguito, "MAR") e ai relativi regolamenti delegati e di esecuzione.

2. OPINIONE

(2.1) LE VALUTAZIONI CONCERNENTI LA LEGITTIMITÀ IN ASTRATTO DELLE OPERAZIONI IN ESAME

(2.1.1) Considerazioni in merito ai profili di diritto societario

Con riguardo ai profili di diritto societario afferenti alle operazioni in esame, giova rilevare, in primo luogo, che specificamente, ai sensi dell'art. 2420-bis cod. civ., l'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio, il periodo per la conversione e le modalità della conversione. Contestualmente, sempre ai sensi del citato articolo 2420-bis, la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione. Si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2346 cod. civ..

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

Diversamente dalle obbligazioni convertibili, i warrant non trovano una specifica disciplina legislativa, ritenendosi che la loro emissione sia espressione di un atto gestorio, piuttosto che un atto di competenza assembleare, fermo restando che si ritiene opportuno - ed è quanto avviene normalmente nella prassi - che, analogamente a quanto disposto per le obbligazioni convertibili, si proceda a deliberare un aumento di capitale relativo alle azioni di compendio, al momento in cui essi vengono emessi e assegnati (si rinvia, sul punto, al sintetico Studio n. 4-2006/I in tema di warrants, pubblicato dal Consiglio Nazionale del Notariato).

Ove l'emissione di obbligazioni convertibili e degli abbinati warrant, come nei casi di specie, sia riservata a non soci (in particolare, nell'ipotesi che ci riguarda a un investitore istituzionale), postulandosi l'esclusione del diritto di opzione spettante ai soci esistenti al momento della delibera, deve applicarsi la disciplina prevista dall'art. 2441 del codice civile. Occorre rilevare, in proposito, che specificamente, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, cod. civ., il diritto di opzione può essere escluso o limitato quando l'interesse della società lo esige, mentre ai sensi del successivo sesto comma, le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del citato quinto comma, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La predetta relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea (tempistiche, queste rinunciabili). Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. La deliberazione, conformemente alla citata disposizione del codice civile, deve determinare il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Con riferimento ai criteri da utilizzarsi per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni può osservarsi che la dottrina e la prassi professionale hanno sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori. Questi criteri si differenziano tra loro a seconda delle specifiche caratteristiche della società da valutare, delle finalità della valutazione nonché delle puntuali esigenze della società e della peculiare situazione in cui versa il mercato finanziario.

In particolare, con riguardo all'espressione "valore del patrimonio netto", si ritiene che debba farsi riferimento non al valore patrimoniale in senso stretto, quanto piuttosto al valore corrente della società interessata, individuato sulla base dei criteri di valutazione elaborati nella scienza economica e ritenuti i più adeguati nello specifico contesto in cui si colloca l'operazione di aumento di capitale sociale. Nel caso in cui si tratti di una società emittente azioni quotate si ritiene che il valore di borsa del titolo costituisca un valore di riferimento prioritario allo scopo di individuare il valore economico della società. Non vi è dubbio, infatti, che le quotazioni di borsa esprimano, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di scambio e conseguentemente forniscano indicazioni significative in merito al valore della società emittenti le azioni stesse, giacché idonee a riflettere in via continuativa le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

e finanziario di una società quotata. Inoltre, come ampiamente riconosciuto nella prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento alquanto significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.

Del resto, le operazioni che si sostanziano nel reperimento di nuovo capitale di rischio mediante ricorso al mercato non possono che tenere conto delle valutazioni espresse dal mercato borsistico.

Soprattutto, laddove le obbligazioni convertibili siano emesse non in un determinato e puntuale momento ma se ne preveda l'emissione e la sottoscrizione nel corso di un periodo prolungato, il modo migliore per determinare il prezzo di emissione delle azioni oggetto di conversione è quello di farlo dipendere dall'andamento dei corsi di borsa. Si osserva, in proposito, che infatti l'adozione di un criterio parametrato all'andamento del titolo consente di emettere azioni a un prezzo che segua senza soluzione di continuità l'andamento del valore espresso dal mercato per la società.

Quanto alla determinazione del prezzo di esercizio dei warrant nonché all'entità dei warrant riconosciuti in abbinamento alle obbligazioni non è riscontrabile alcuna norma dettata dal codice civile. Fatta salva la prassi che il prezzo di esercizio sia più elevato, se puntuale, alle quotazioni riscontrabili al momento dell'emissione dei warrant, ovvero, se invece variabile, all'andamento delle quotazioni nel corso del periodo di esercizio dei warrant stessi, deve quindi ritenersi che, ai fini della precisa determinazione di tutti i suddetti elementi, si debba tenere conto della situazione del mercato, dell'andamento economico della società emittente, della urgenza di reperire risorse finanziarie e della conseguente disponibilità degli investitori ad accettare le condizioni proposte dalla società.

Sembra, in ogni caso, doveroso che la deliberazione del consiglio di amministrazione che propone siffatte operazioni all'assemblea, come pure la conseguente deliberazione assembleare, provvedano a valutare la convenienza complessiva dell'operazione, individuando un congruo equilibrio basato su tutte le condizioni riferite all'operazione medesima, ivi comprese quelle riguardanti i warrant. E appare inevitabile, in proposito, che nel complesso la congruità del citato equilibrio sia una funzione delle condizioni correnti sul mercato per operazioni similari.

Si fa, da ultimo, riferimento alla previsione contenuta nell'accordo di investimento del pagamento di una commitment fee in favore dell'investitore a fronte della sottoscrizione delle obbligazioni. In ordine a tale aspetto, senza entrare nel merito circa la natura di tale corrispettivo, profilo - questo - che assume rilievo per l'investitore che la percepisce, piuttosto che per l'emittente il prestito obbligazionario, sembra potersi affermare che anche un onere di questo tipo finisce per essere un ulteriore elemento di cui la società debba tenere conto al pari delle condizioni sopra citate e congiuntamente alle stesse ai fini dell'apprezzamento di un equilibrio di convenienza accettabile.

Alla luce di tutto quanto sopra esposto non può che dedursi la legittimità in astratto delle operazioni in esame dal punto di vista societario, posto che le stesse non contravvengono ad alcuna disposizione in materia ma che, anzi, seppure nel rispetto di determinati limiti e adempimenti, riconoscono espressamente l'emissione di obbligazioni

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

convertibili e l'approvazione di aumenti di capitale a servizio sia di obbligazioni convertibili sia di warrant, riservati a terzi, con esclusione del diritto di opzione.

(2.1.2) Considerazioni in merito ai profili attinenti alla disciplina applicabile alle società emittenti azioni quotate sul sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan

Anche dal punto di vista della disciplina attinente al mercato finanziario e specificazione al mercato Euronext Growth Milan le operazioni in esame devono in astratto considerarsi pienamente legittime, non potendosi riscontrare alcuna disposizione che direttamente o indirettamente ne precluda l'esecuzione.

Ciononostante sussistono alcune disposizioni che risultano ad esse applicabili, in relazione alle quali la legittimità di tali operazioni deve in definitiva essere valutata in concreto sulla base della loro conformità alle norme che ne derivano. Si fa riferimento, in particolare, alle disposizioni sulla trasparenza vigenti per le società quotate e a quelle dirette a prevenire abusi di mercato.

Si avverte preliminarmente che a ILLA, in quanto società quotata su un sistema multilaterale di negoziazione, non sono applicabili le disposizioni del d.lgs. 58/1998 (TUF) ma esclusivamente, in via di adesione spontanea, essendo stata richiesta l'ammissione sul mercato Euronext Growth Milan, quelle di cui al relativo Regolamento Emittenti emanato da Borsa Italiana S.p.A. nonché il plesso normativo volto a disciplinare gli abusi di mercato (MAR e relativi regolamenti delegati e di esecuzione).

Nell'ambito del predetto contesto normativo di riferimento, mentre il Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan non si occupa di prestiti obbligazionari se non con riguardo a presupposti e condizioni di un'eventuale quotazione delle relative obbligazioni, l'operazione assume rilievo, per un verso, quale operazione idonea, sol per l'effetto annuncio, a incidere anche sensibilmente sull'andamento delle quotazioni e quindi avente natura di evento *price sensitive*, e, per un altro verso, per gli effetti manipolativi, che, in ragione del particolare meccanismo con cui vengono emesse ed assegnate le azioni oggetto di conversione, può determinare la successiva liquidazione sul mercato delle azioni.

La prima evidenza discendente dal quadro normativo applicabile, tra gli obblighi di trasparenza, consente di enucleare i seguenti prescritti adempimenti a carico dell'emittente:

- pubblicazione di un comunicato che riporti tutti i dettagli dell'operazione, non appena questa è deliberata dal consiglio di amministrazione. Tra gli elementi che necessariamente vanno resi noti figura l'ammontare complessivo del prestito obbligazionario convertibile e dei warrant, l'identità dell'investitore istituzionale, la sua natura e le finalità alla base della decisione di investimento, ad esempio il caso che l'investitore ritenga di mantenere in tutto o in parte stabilmente le azioni rivenienti dalla conversione, le ragioni dell'emissione e i criteri adottati per determinare il prezzo di emissione delle azioni di compendio e conseguentemente il prezzo di conversione delle obbligazioni e di esercizio dei warrant, le condizioni e i termini di emissione e sottoscrizione delle obbligazioni nonché di conversione delle obbligazioni;

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

- pubblicazione di una relazione illustrativa volta a fornire ogni informazione utile ai soci per intervenire e deliberare in assemblea;
- deposito di una relazione illustrativa dell'operazione, redatta anche ai sensi dell'art. 2441 cod. civ.;
 - pubblicazione di un comunicato che dia conto di quanto effettivamente deliberato dall'assemblea;
 - pubblicazione di ricorrenti comunicati che diano conto delle richieste rivolte all'investitore di sottoscrivere ciascuna *tranche* nonché delle richieste di conversione o di esercizio dei warrant formulate dall'investitore e dell'emissione delle relative azioni;
 - pubblicazione di informazioni circa eventuali variazioni significative, ai sensi del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, della partecipazione detenuta, tempo per tempo, dall'investitore, secondo quanto da quest'ultimo comunicato formalmente alla Società.

In merito a tale aspetto, si segnala che, con riguardo a operazioni, le quali - seppure diverse in quanto non prevedono l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili - possono ritenersi assimilabili a quelle in esame, poiché analogamente comportano continuativi flussi di azioni in vendita sul mercato (c.d. "Stand-by Equity Distribution Agreement" - SEDA e Step-Up Equity Financing - SEF), la Consob ha pubblicato, nel 2008, la Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325, mai successivamente aggiornata, che vede come destinatari, da un lato, gli emittenti quotati su mercati regolamentati, che deliberino siffatte operazioni, e, da un altro, gli investitori sottoscrittori dei relativi strumenti finanziari, e che, sebbene statuisca vari obblighi di comunicazione, implicitamente conferma l'ammissibilità di operazioni il cui effetto è quello di determinare flussi periodici di liquidazione di azioni sul mercato.

Pure non applicandosi direttamente a ILLA tale comunicazione, in quanto è destinata agli emittenti titoli quotati su mercati regolamentati, così come non applicabile - neppure in via analogica - alle operazioni in esame, che, come si è precisato, sono basate su una struttura diversa, occorre sottolineare che gran parte delle relative previsioni stabiliscono adempimenti corrispondenti a quelli sopra richiamati, con alcune rilevanti integrazioni costituite da ulteriori richiami di attenzione, tra cui i più rilevanti consistono:

- nell'obbligo di fornire informazioni in ordine all'esistenza di clausole di impegno a non vendere le azioni sottoscritte (*selling restriction*), anche per un determinato periodo di tempo (*lock-up*) nell'accordo con l'investitore, specificando in sintesi i contenuti di dette clausole;
- nell'obbligo di fornire indicazioni circa l'eventuale conoscenza delle modalità con cui potrebbe avvenire il collocamento sul mercato delle azioni sottoscritte dall'investitore, precisando se - per quanto a conoscenza della medesima società emittente - esse possano determinare la ricorrenza della fattispecie di offerta pubblica di cui all'art. 1, comma 1, lettera t) del TUF, ovvero di quella di cui all'art. 100-bis, comma 2 del TUF e, quindi, l'obbligo di pubblicazione di un prospetto di offerta.

Si aggiunge, per completezza del quadro regolamentare vigente per le operazioni testé richiamate, che la predetta Comunicazione Consob, infine, stabilisce obblighi informativi nei confronti della stessa Autorità di Vigilanza per quegli investitori che superino la soglia del 2% nel capitale sociale dell'emittente. Essi sono tenuti nel periodo compreso tra la data di conclusione del contratto e quella di sottoscrizione dell'ultima *tranche*,

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

con riferimento a ogni mese solare, a fornire all'Autorità di vigilanza informazioni relative alle compravendite effettuate in relazione alle azioni del medesimo emittente, nonché agli strumenti ad esse collegati, come definiti dall'art. 152-*sexies*, comma 1, lett. b), del Regolamento 11971/99 e successive modificazioni.

Con riguardo, invece, ai possibili rischi manipolativi che la liquidazione delle azioni rivenienti dalla conversione o dall'esercizio dei warrant e l'operazione nel suo complesso possano comportare, è opinione di chi scrive che la responsabilità dell'emittente è limitata a una definizione dell'operazione che per determinati elementi strutturali dello schema negoziale adottato possa comportare o agevolare abusi di mercato. In questo senso, certamente si deve ritenere non coerente con la disciplina MAR prevedere un contratto di prestito titoli (normalmente posto in essere dai soci dell'emittente o eventualmente anche dall'emittente stesso che abbia in portafoglio azioni proprie) collegato all'accordo di sottoscrizione con l'investitore. Mettere a disposizione dell'investitore azioni che possano essere vendute sul mercato prima della sottoscrizione e successiva conversione delle obbligazioni potrebbe, infatti, consentire di influenzare il prezzo di emissione delle azioni e al tempo stesso di negoziare i titoli in vendita senza alcuna cautela nell'effettuare gli scambi, posto che qualsiasi sia il prezzo ricavato sarebbe per definizione utile a generare plusvalenze, potendosi poi ottenere le azioni necessarie a restituire le azioni avute in prestito ai prezzi marginali formatisi a seguito della vendita delle medesime azioni avute in prestito.

Vero è che, a prescindere dall'eventuale prestito titoli, anche successivamente alla prima conversione delle obbligazioni, l'investitore disporrebbe di titoli con i quali potrebbe influenzare l'andamento delle quotazioni e conseguentemente il prezzo di conversione delle ulteriori *tranche* di obbligazioni, ma tutte le negoziazioni resterebbero comunque assoggettate alla disciplina volta a prevenire e sanzionare gli abusi di mercato.

A prescindere dall'accettare condizioni particolarmente penalizzanti rispetto agli effetti sull'andamento delle quotazioni, quale - appunto - come esempio più eclatante la previsione di un prestito titoli in favore dell'investitore, deve aggiungersi che ogni responsabilità sulle modalità di negoziazione delle azioni rivenienti dall'esercizio della conversione o dei warrant ricade sull'investitore, mentre non può muoversi all'emittente alcuna censura circa gli effetti dell'operazione sul mercato, ove l'operazione nel suo complesso sia legittima sotto il profilo societario e veda ottemperate previsioni informative in favore del mercato conformi a quanto previsto dalla legge.

In generale, deve altresì rilevarsi che, specie su un mercato poco liquido, in taluni casi, laddove l'emittente attraversi un periodo di difficoltà aziendali che si riflettano sui risultati economici e sulla situazione patrimoniale e finanziaria, operazioni di tale natura possono comportare effetti sull'andamento dei titoli particolarmente sensibili ma che, in realtà, anziché riflettere una asimmetria tra valore di borsa delle azioni e valore effettivo, nei fatti favoriscono l'avvicinamento dei corsi di borsa a valori più congrui rispetto al valore effettivo della società, così ponendosi quale corroboratore dell'efficienza del mercato.

(2.2) LE VALUTAZIONI CONCERNENTI LA LEGITTIMITÀ IN CONCRETO DELLE OPERAZIONI IN ESAME

Tenuto conto delle disposizioni, come richiamate ai paragrafi precedenti, in ordine alla legittimità in concreto delle operazioni in esame, possono svolgersi le seguenti

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

valutazioni.

Con riguardo ai profili di diritto societario ad esse afferenti, può osservarsi, in primo luogo, che nulla osta ai sensi dello statuto sociale di ILLA alla emissione di obbligazioni convertibili e/o di warrant. In proposito, si precisa che l'art. 12 dello statuto sociale si limita esclusivamente a incardinare nell'organo esecutivo la competenza per l'emissione di obbligazioni non convertibili, implicitamente riservando all'assemblea straordinaria la competenza per le emissioni di obbligazioni convertibili conformemente alle previsioni del codice civile.

Con riguardo poi a quanto sopra riepilogato in ordine alla disciplina applicabile, si può rilevare che ILLA, nel deliberare l'emissione del prestito obbligazionario già in circolazione, ha applicato integralmente, sia dal punto di vista procedurale che da quello sostanziale, le disposizioni vigenti di diritto societario. Si è provveduto, infatti, a pubblicare una relazione illustrativa a beneficio dei soci, nella quale sono stati esposti le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione e i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di riferimento, così come a procurare il prescritto parere del collegio sindacale sulla congruità del medesimo prezzo di emissione e, salvo diversa evidenza, pure non avendo avuto copia del relativo atto a dare comunicazione dei predetti criteri alla società di revisione, la quale tuttavia non è chiamata a emettere un formale parere in merito.

In termini sostanziali, quanto alle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione, il consiglio di amministrazione di ILLA ha precisato che le stesse sono individuabili nell'obiettivo di dotare la Società di uno strumento di finanziamento flessibile per consentire il reperimento delle risorse che dovessero essere necessarie ovvero opportune per effettuare gli investimenti previsti nel piano industriale 2021-2025 nonché per sostenere il business ordinario della Società e le esigenze di circolante al fine di attuare la propria strategia di riposizionamento competitivo. Sul punto, è opinione di chi scrive che le ragioni addotte siano più che condivisibili. Può infatti sottolinearsi come l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile riservato a un investitore istituzionale sia idoneo a fornire alla Società la possibilità di attingere, con uno strumento rapido e di ammontare certo, alle risorse necessarie a supportare gli investimenti per rilanciare le attività aziendali, a beneficio degli azionisti e a rafforzare patrimonialmente la Società mediante il meccanismo di conversione delle obbligazioni. Al contempo deve rilevarsi come il prestito obbligazionario con le specifiche caratteristiche adottate - nell'attuale contesto di mercato - riscuota particolare favore da parte degli investitori qualificati, specializzati in operazioni di finanziamento a beneficio di società che necessitino di finanza non facilmente reperibile presso il sistema bancario o comunque sul mercato finanziario, investitori tra i quali figura anche Negma. Le caratteristiche richiamate rendono la tipologia di strumenti finanziari in questione un efficace mezzo di reperimento di risorse finanziarie non bancarie a condizioni convenienti, che nel caso di specie ben si adattavano, al tempo dell'emissione già effettuata, e si adattano, al tempo attuale in cui è allo studio la seconda operazione, alle necessità della Società. Inoltre, l'emissione di un siffatto prestito obbligazionario che, comunque, salvo soprattutto patologiche circostanze eccezionali (Event of Default), preveda a scadenza la conversione obbligatoria, non comportando necessariamente un rimborso del prestito, può favorire la stabilizzazione delle risorse finanziarie reperite.

STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

Più specificamente, con riguardo all'operazione allo studio, si ritiene opportuno uno specifico riscontro ad opera del consiglio di amministrazione, da esplicitarsi nell'ambito della relazione degli amministratori, circa una corrispondenza delle esigenze finanziarie al piano industriale attuale della Società o al suo eventuale aggiornamento, tale da giustificare l'effettivo interesse all'approvazione dell'operazione.

Relativamente alle operazioni in esame, si osserva in particolare che per gli aumenti di capitale a servizio del prestito obbligazionario e dei warrant, scindibili in più *tranche* e di durata coerente con l'arco temporale previsto dall'accordo, non è stato indicato un prezzo di emissione delle nuove azioni di compendio puntuale e immodificabile bensì un criterio per la determinazione degli stessi.

In particolare, per la conversione delle obbligazioni è previsto che il prezzo di emissione delle azioni oggetto di ciascuna richiesta di conversione sia pari al 93% Daily VWAP delle azioni della Società più basso registrato nel *pricing period* (10 giorni) antecedente la data di conversione rilevate da Bloomberg; mentre, per la definizione dei prezzi di esercizio dei warrant, gli stessi verranno determinati come pari al 120% del VWAP medio delle azioni nei 15 giorni di negoziazione immediatamente precedenti la richiesta di emissione di una nuova *tranche* del prestito obbligazionario. Tali criteri appaiono idonei a far sì che il prezzo di emissione delle azioni trovi un continuativo riferimento nel valore di mercato delle stesse, rappresentativo del valore di mercato della Società.

Nel caso di specie, ILLA è una società quotata su un sistema multilaterale di negoziazione che potrebbe risultare meno liquido, ma appare in ogni caso corretto il riferimento all'andamento delle quotazioni non necessariamente riscontrabile nella media delle quotazioni del semestre, ma anche rilevabili in più limitati periodi di osservazione, considerato come le operazioni in esame, tenuto conto, dell'incremento del flottante che comportano finiscono per accrescere la liquidità del titolo di riferimento e, in assenza di abusi di mercato, possono favorire il raggiungimento di quotazioni più coerenti con la realtà aziendale.

In concreto, deve comunque rilevarsi che i criteri adottati nei casi di specie sono quelli comunemente utilizzati sia a livello nazionale che internazionale ed appaiono in linea con la prassi professionale per operazioni simili. Si fa presente come anche in Italia siano state poste in essere, in questi ultimi anni, molteplici operazioni del tutto analoghe a quelle oggetto del presente parere, tra le quali, a titolo esemplificativo, possono citarsi quella conclusa da Fidia S.p.A., società quotata sul mercato Euronext Milan, che dell'operazione in questione ha dato informazione anche in un prospetto informativo recentemente pubblicato, nonché quelle perfezionate da Energica Motor Company S.p.A., Agatos S.p.A., Prismi S.p.A., E-Price S.p.A., Ki Group S.p.A., The Life Style Group S.p.A., società, queste, tutte quotate sul mercato Euronext Growth Milan.

Deve dunque ritenersi che l'interesse primario della Società a realizzare gli aumenti di capitale previsti dall'accordo già stipulato con Negma e da quello allo studio giustifichi l'individuazione di un criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ancorato alle quotazioni immediatamente precedenti l'esercizio della conversione, conformemente a quanto rilevato per operazioni simili sul mercato. Anche l'applicazione di uno sconto del 7% sul prezzo medio ponderato

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

dei volumi delle transazioni rilevate da Bloomberg sulle azioni durante il *pricing period* precedente la richiesta di conversione risulta sostanzialmente in linea con altre operazioni analoghe a quella in esame nonché in linea con gli sconti praticati in operazioni simili osservate negli ultimi anni. La circostanza che la predetta misura del 7% risulti superiore di un punto percentuale a quella convenuta nell'ambito dell'operazione a suo tempo conclusa dalla stessa Società appare spiegabile tenuto conto dell'accresciuta volatilità dei mercati azionari registrabile al momento corrente rispetto a quella del periodo in cui venne perfezionata la precedente operazione, risalente alla fine dell'anno 2021.

Non sussistendo norme che statuiscono vincoli specifici per la definizione del prezzo di esercizio dei warrant, fermo restando che i suddetti prezzi appaiano raffrontabili ad operazioni simili effettuate sul mercato, si ritiene comunque opportuna - così come fatto per l'operazione già approvata - motivare puntualmente le decisioni che si andranno ad adottare con riguardo alla nuova operazione allo studio.

Anche l'entità dei warrant abbinati alle obbligazioni che saranno emesse nell'ambito dell'operazione allo studio, non sussistendo vincoli giuridici neppure con riferimento a tale elemento, dovrà essere opportunamente valutata in sede di approvazione del prestito alla luce del complessivo equilibrio economico dell'operazione, tenuto conto di quanto sia giustificabile il potenziale fattore di diluizione del capitale sociale in funzione dell'effettiva necessità di raccogliere cospicue risorse finanziarie da parte della Società e delle aspettative sull'andamento delle quotazioni del titolo, tenuto conto delle prospettive assunte nel business plan della Società stessa.

Si coglie, da ultimo, l'occasione per esprimere talune considerazioni inerenti alla previsione contenuta in entrambi gli Investment agreement, secondo cui l'investitore può richiedere il rimborso del valore nominale delle obbligazioni sottoscritte e non ancora convertite, in presenza di un "Event of Default".

Si osserva, in proposito, che tale clausola costituisce una previsione contrattuale non suscettibile di generare alcuna posizione di privilegio in capo al sottoscrittore-portatore delle obbligazioni rispetto ad altri creditori della società emittente, ma che possono unicamente determinare la scadenza anticipata dell'obbligo di rimborso del prestito. Esse disciplinano convenzionalmente forme di decadenza dal termine più estese rispetto al disposto normativo di cui all'art. 1186 cod. civ..

Per effetto della richiesta di rimborso la società sarà gravata di un debito scaduto nei confronti dei portatori delle obbligazioni per l'intero valore nominale dei titoli sottoscritti alla data di riferimento e non ancora convertiti, che verrà a concorrere con tutti gli altri debiti scaduti della società.

In tale contesto, ove la Società sia in condizione di soddisfare la pretesa creditoria degli (ex) obbligazionisti e contestualmente sia in grado di provvedere, anche in via prospettica, all'adempimento delle altre proprie obbligazioni alla loro naturale scadenza potrà senz'altro effettuare il pagamento del valore nominale dei titoli. Ove, viceversa, procedendo al rimborso anticipato dei titoli, la Società verrebbe a trovarsi nella impossibilità stimata di adempiere alle altre proprie obbligazioni, scadute e di prossima scadenza, questa deve porsi il problema di valutare se si trova in una posizione di insolvenza, nell'accezione propria del diritto concorsuale. In tale ipotesi, non sarà



STUDIO LEGALE ROBERTO MAVIGLIA

chiaramente possibile procedere al rimborso ma dovrebbe piuttosto valutarsi l'avvio di una procedura concorsuale nell'ambito della quale gli obbligazionisti saranno parificati a tutti gli altri creditori chirografari.

Le suddette valutazioni a cui sarà tenuta la Società dovranno essere contestualizzate anche tenendo conto del dettato dell'art. 2467 cod. civ., ai cui sensi il rimborso dei finanziamenti effettuati dai soci a favore della società a responsabilità limitata cui partecipano è postergato rispetto alla soddisfazione di tutti gli altri creditori, qualora tali finanziamenti siano stati concessi "in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società" risulti "un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento". Ancorché la norma citata sia espressamente stabilita per le società a responsabilità limitata, si ritiene, infatti, che il principio affermato sia estensibile anche alle società per azioni, laddove - come statuito dall'art. 2497-quinquies - sia riscontrabile una eterodirezione da parte del socio finanziatore ma, più in generale, anche sulla base di una consolidata tendenza giurisprudenziale, particolarmente nei casi in cui le condizioni della società siano note al socio finanziatore, per lo specifico assetto della società finanziata o per la posizione concretamente rivestita dal socio, quando essa sia sostanzialmente equivalente a quella del socio di una s.r.l. (cfr., specificamente sul punto, Cass. civ., 20 giugno 2018, n. 16291). Ovviamente l'applicazione in concreto di tale principio richiederà una approfondita indagine circa la posizione del sottoscrittore il prestito e le condizioni della Società, con riguardo al momento della sottoscrizione di ciascuna specifica *tranche* del prestito.

Per il resto, può affermarsi che la legittimità in concreto dell'operazione allo studio, avuto riguardo all'applicabile quadro normativo di diritto societario, potrà risultare integrata sotto ogni profilo, in quanto - sia dal punto di vista sostanziale che procedurale - la Società rispetterà, analogamente a quanto fatto all'epoca dell'operazione già conclusa, tutte le previsioni e i passaggi richiamati al paragrafo 2.1.1.

Anche con riguardo più strettamente alla disciplina di diritto del mercato finanziario, occorre, quindi, osservare che, rilevata l'assenza anche in questo caso di un collegato prestito titoli, così come di condizioni ulteriori e diverse rispetto a quelle di altre operazioni similari, che possano rivelarsi idonee ad agevolare condotte scorrette da parte dell'investitore, la rispondenza in concreto alle previsioni di legge dell'operazione potrà ritenersi verificata a condizione che, come avvenuto per l'operazione già conclusa a suo tempo, siano rispettati, da parte della Società, tutti gli obblighi di informativa indicati al precedente paragrafo 2.1.2.

3. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto sopra esposto, sul presupposto che:

- (i) risulta che ILLA, con riguardo all'operazione già posta in essere, ha rispettato sia le disposizioni di diritto societario che quelle di cui al Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan e alla disciplina MAR in ordine all'informazione resa al mercato e, salvo

**STUDIO LEGALE
ROBERTO MAVIGLIA**

verifiche successive, altrettanto deve ritenersi con riguardo all'operazione attualmente allo studio, tenuto conto sia della bozza di "Investment agreement" sia della presumibile reiterazione degli adempimenti posti in essere in sede di attuazione della prima operazione;

- (ii) entrambe le operazioni in questione, anche tenuto conto del proprio piano industriale, risultino essere di interesse della Società in relazione alla particolare fase aziendale e alla necessità di raccogliere provvista finanziaria che non potrebbe essere agevolmente altrimenti procurata;
- (iii) le condizioni complessive dell'operazione già posta in essere con l'investitore Negma, così come di quella allo studio, pure tenuto conto di talune differenze, spiegabili anche in ragione della diversa contingenza temporale attraversata dal mercato di riferimento, appaiono allineate alle prassi commerciali riscontrabili sul mercato per operazioni similari;
- (iv) non è ravvisabile alcuna ulteriore disciplina, rispetto a quelle richiamate nel presente parere, applicabile rispetto alle operazioni in esame;
- (v) l'emittente, in generale, non abbia alcun potere né sia in alcun modo coinvolto in ordine alle modalità con cui avvengono gli scambi sul mercato e ai relativi effetti, riconducibili esclusivamente alle condotte poste in essere dall'investitore, le quali, in ogni caso, salvo prova contraria, devono presumersi conformi alle disposizioni di legge applicabili in materia,

si può concludere che l'operazione già posta in essere da ILLA, così come quella allo studio debbano ritenersi sotto ogni profilo perfettamente legittime, a prescindere da quelli che siano o possano essere gli effetti derivanti sul mercato di negoziazione delle azioni emesse dalla stessa ILLA.

Resto a disposizione per qualsiasi eventuale necessità di chiarimenti e/o integrazioni.

Nel ringraziare per l'attenzione, porgo i miei migliori saluti.

Avv. Roberto Maviglia

