

Egregio Dottor
Michele Petrera
Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio
Vincenzo Zucchi S.p.A.

Monza, li 8 agosto 2019

Parere sugli eventuali profili pregiudizievoli ai diritti degli azionisti di risparmio in relazione alle operazioni sottoposte dal CdA della Vincenzo Zucchi S.p.A. in data 9 agosto 2019 (OPA e conversione obbligatoria)

Egregio Dott. Petrera,

Lei ci ha chiesto di esprimere un parere in merito alle operazioni sulle azioni di risparmio di conversione obbligatoria e OPA sottoposte dal CdA di Vincenzo Zucchi S.p.A. (di seguito la "Società") in data 8 luglio 2019 e da deliberare nelle competenti sedi assembleari in data 9 agosto 2019. In particolare, ci ha chiesto di esprimerci su eventuali profili pregiudizievoli agli azionisti di risparmio in merito alle suddette operazioni, con specifica attenzione al rapporto di cambio e al prezzo di acquisto offerto dalla Società.

All'uopo è stata esaminata la seguente documentazione:

- Statuto della società attualmente vigente;
- verbale di assemblea straordinaria del 27.01.2011 in ordine all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni ed aumento di capitale, nonché relazione del CdA a dette operazioni nella quale viene confrontato lo statuto previgente e quello sottoposto all'approvazione dell'assemblea;
- l'intero fascicolo relativo all'operazione di aumento di capitale del 2013;
- l'intero fascicolo relativo all'operazione di aumento di capitale del 2015;
- bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2015 e relativo verbale di approvazione;
- bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2016 e relativo verbale di approvazione;
- parere redatto dall'Avv. Andrea Lanciani dello Studio Tosetto, Weigmann ed associati datato 23.11.2017 in ordine a ad alcuni diritti degli azionisti di risparmio Vincenzo Zucchi S.p.A. su richiesta del Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio;
- bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2017 e relativo verbale di approvazione;
- bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2018 e relativo verbale di approvazione;
- comunicato stampa del 9 luglio 2019 riportante l'informativa circa le deliberazioni del CdA in merito all'offerta pubblica di acquisto volontaria su azioni di risparmio, all'acquisto e disposizione di azioni proprie ed alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio;

- relazione illustrativa del CdA datato 10 luglio 2019 in merito alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie per l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio della società convocata per il giorno 9 agosto 2019, ore 10,30;
- relazione illustrativa del CdA datato 10 luglio 2019 (e successiva Integrazione alla Relazione illustrativa pubblicata in data 05 agosto 2019) in merito alla richiesta di autorizzazione (i) all'acquisto di azioni di risparmio della Società mediante offerta pubblica di acquisto volontaria e (ii) alla disposizione delle azioni di risparmio ovvero delle azioni ordinarie rinvenienti dalla conversione delle azioni di risparmio, per l'assemblea ordinaria della società convocata per il giorno 9 agosto 2019 alle ore 14,00;
- relazione illustrativa del CdA datato 10 luglio 2019 in merito alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie per l'assemblea straordinaria della società convocata per il giorno 9 agosto 2019 alle ore 14,00;
- avviso ai sensi dell'art. 2437-ter del codice civile circa il valore di liquidazione delle azioni di risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A. eventualmente oggetto di recesso (pubblicato dal CdA in data 10 luglio 2019);
- il prospetto informativo sull'ipotizzata OPA (che è stato pubblicato dalla Società solo alle ore 18,00 del 06.08.2019).

Ulteriore documentazione, ed in particolare, la "Fairness Opinion" sulla proposta di concambio o altro materiale informativo utile per verificare le valutazioni eseguite dal CdA (come per esempio eventuali pareri da consulenti esterni) non sono stati messi (al momento) a disposizione da parte della Società.

Pur ritenendo che tale documentazione mancante sia di importanza rilevante al fine di poter effettuare un'analisi approfondita, soprattutto dei numeri e delle valutazioni nel merito operate dal CdA – analisi che ci riserviamo di integrare non appena tale documentazione sarà messa a disposizione – desideriamo esporre di seguito quanto allo stato rilevabile sulla scorta del convoluto informativo a nostra disposizione.

1. Executive Summary

Riteniamo che la delibera di conversione obbligatoria sottoposta all'assemblea degli azionisti di risparmio, convocata per il 9 agosto 2019, rechi profili pregiudizievoli formali e sostanziali e, quindi, andrebbe approvata solo previa produzione di adeguata e tempestiva documentazione e il rilascio di opportune e meglio adeguate garanzie volte a tutelare la categoria azionaria.

Riteniamo, infatti, vi siano rilevanti criticità sia in ordine alla mancanza di adeguata e tempestiva informativa circa le modalità di determinazione del rapporto di concambio azionario resa agli azionisti di risparmio ed al mercato in generale, sia in ordine ai termini ed alle modalità delle operazioni così come prospettate dal CdA. In particolare:

- 1.1** Con riferimento all'assenza di adeguata e tempestiva informativa circa le modalità di determinazione del rapporto di concambio azionario ricordiamo che nella relazione illustrativa del CdA all'assemblea straordinaria del 10 luglio 2019 detto CdA ha asserito di aver determinato il Rapporto di Conversione "sulla base di specifiche informazioni e considerazioni, tra cui le analisi svolte dall' advisor finanziario, Audirevi Transaction Services S.r.l.". Tuttavia, nella relazione illustrativa del 9 luglio 2019 mancano le varie assunzioni di base, le varie considerazioni di contorno, e soprattutto difetta la modalità di quantificazione dei parametri presi a base per svolgere i calcoli;
- 1.2** L'OPA, così come configurata e pubblicizzata inizialmente dal CdA è, a norma di diritto, improcedibile per contrarietà alla legge vigente: in base alla situazione patrimoniale "ufficiale" risulta tanto un patrimonio netto negativo quanto la totale assenza di riserve di patrimonio netto cui attingere i fondi necessari per l'acquisto delle azioni proprie secondo le disposizioni di legge. Il fatto che il CdA abbia operato una sorta di "ravvedimento" dell'ultimo minuto con l'integrazione alla relazione illustrativa pubblicata nella serata di martedì 05 agosto 2019 (le assemblee sono convocate per il 9 agosto 2019) cambia ben poco la questione e suscita interrogativi di non poco conto sulla sostenibilità della tesi di non poter iscrivere la sopravvenienza attiva rinveniente dalla sottoscrizione dell'accordo di ristrutturazione con accordo delle banche creditrici di rimessione parziale del debito nei loro confronti di circa € 49 milioni (e qui ricordiamo che proprio in base alla mancata iscrizione in contabilità ed in bilancio della sopravvenienza attiva appena sopra citata, negli ultimi 3 anni la società non ha distribuito i dividendi agli azionisti di risparmio);
- 1.3** Sussiste altresì il rischio che, in caso di esecuzione dell'OPA, il prezzo d'acquisto possa attestarsi ad un livello inferiore al "prezzo premio" sbandierato dal CdA nelle relazioni illustrative (e anche inferiore al prezzo di mercato);
- 1.4** La delibera di conversione obbligatoria sottoposta "in via preventiva" all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio andrebbe opportunamente condizionata all'efficacia dell'operazione di acquisto di azioni proprie a mezzo OPA. Nella fattispecie in esame, in caso di approvazione dell'unico punto all'ordine del giorno dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio in ordine all'accettazione preventiva della conversione azionaria, tale delibera produrrebbe tutti i propri effetti anche nel caso in cui la delibera dell'assemblea degli azionisti ordinari relativa all'acquisto di azioni proprie a mezzo OPA non dovesse trovare esecuzione.

Quanto sopra con riserva di correzioni ed integrazioni alla luce dei dati e delle informazioni che dovessero essere spiegate nel dettaglio in corso di assemblea.

2. Obiettivo perseguito e operazione prospettata dal CdA per raggiungerlo

L'obiettivo diretto ed immediato dichiarato dal CdA consiste nella eliminazione delle azioni di risparmio della Società.

Le motivazioni sottese all'obiettivo, succintamente e apoditticamente dichiarate dal CdA nelle rispettive relazioni illustrative (razionalizzazione e semplificazione della struttura del capitale, riduzione dei costi, aumento dell'"appeal" dei titoli azionari), attengono a valutazioni di mera opportunità amministrativa / commerciale, non meglio approfondite e/o argomentate in punto di fatto e di diritto. Tralasciamo un esame sulle stesse in quanto non direttamente rilevanti ai fini di questo parere.

Lo strumento principale indicato dal CdA per il raggiungimento dell'obiettivo consiste nell'operazione di conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Su tale operazione il CdA ha ritenuto opportuno innestare una seconda operazione, preliminare e strumentale: l'offerta di acquisto totalitaria da parte della Società sulle proprie azioni di risparmio incorporante un premio del 35% rispetto al prezzo di mercato registrato in data 9 luglio 2019. Di preciso, l'offerta pubblica di acquisto "*è volta ad offrire ai possessori di Azioni di Risparmio che non intendano rimanere titolari di azioni ordinarie Zucchi a seguito della Conversione Obbligatoria e diventare titolari di azioni ordinarie dell'Emittente un'opportunità aggiuntiva per liquidare il proprio investimento in azioni di risparmio ad un corrispettivo che incorpora un premio del 35% rispetto al prezzo di mercato registrato in data 9 luglio 2019*" (cfr. relazione illustrativa del CdA all'assemblea straordinaria datata 10 luglio 2019, pag. 2).

Ciò premesso, l'operazione prospettata dal CdA in relazione all'obiettivo da raggiungere (l'eliminazione delle azioni di risparmio della Società) può essere riassunto, nel preciso ordine cronologico consequenziale, come di seguito:

- a) approvazione "preventiva" della conversione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio;
- b) successiva richiesta di autorizzazione (i) all'acquisto di azioni di risparmio della Società mediante offerta pubblica di acquisto volontaria e (ii) alla disposizione delle azioni di risparmio ovvero delle azioni ordinarie rinvenienti dalla conversione delle azioni di risparmio (ma senza certezza, come verrà spiegato tra breve) al prezzo "di base e salvo rideterminazioni unilaterali da parte del CdA" di Euro 0,27 per azione (con un premio del 35% rispetto al prezzo borsistico del 9 giugno 2019), cosiddetta "operazione OPA di azioni di risparmio da parte della società stessa";
- c) (eventuale) esecuzione dell'OPA;
- d) recesso da parte degli azionisti di risparmio che non intendono aderire all'OPA e non vogliono subire la conversione, con riconoscimento di un prezzo unitario di Euro 0,21;
- e) esecuzione della conversione su tutte le azioni di risparmio;
- f) eventuale cessione di tutte le azioni proprie (a quel punto divenute ordinarie) sul mercato.

Alla luce di quanto sopra, procederemo all'esame delle operazioni proposte nell'ordine consequenziale sopra indicato, iniziando quindi con l'OPA e passando in seguito a verificare il recesso e la conversione.

3. Eventuali profili pregiudizievoli ai diritti degli azionisti di risparmio in relazione all'OPA prospettata dal CdA

3.1 Considerazioni generali

Come sopra evidenziato, la funzione dell'OPA nel contesto dell'operazione in esame avente per oggetto la eliminazione delle azioni di risparmio, è meramente strumentale avendo lo scopo di offrire agli azionisti di risparmio un incentivo ad (i) approvare la conversione e (ii) a uscire dalla società con il riconoscimento di un "prezzo premiante" (una sorta di "exit incentive").

L'efficacia dell'offerta pubblica di acquisto da lanciare dalla Società sulle proprie azioni di risparmio è subordinata a tre condizioni:

- a) il mancato verificarsi di c.d. "disruption events" a livello nazionale o internazionale, in ambito politico, finanziario, economico, valutario, normativo o di mercato, o altri eventi *"che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta ovvero sulla situazione finanziaria, patrimoniale e/o reddituale di Zucchi"*;
- b) l'approvazione della delibera di acquisto di azioni proprie a mezzo di OPA da parte dell'assemblea ordinaria degli azionisti;
- c) l'approvazione della conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie da parte dell'assemblea straordinaria e dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

Assumendo che le suddette condizioni sussistano congiuntamente durante tutto l'arco temporale dell'operazione, e pertanto che l'azionista di risparmio possa effettivamente usufruire della c.d. *"opportunità aggiuntiva per liquidare il proprio investimento in azioni di risparmio"*, il prezzo di acquisto prospettato dal CdA nell'ipotesi del lancio dell'OPA comprensivo del relativo premio del 35% rispetto al prezzo di mercato registrato in data 9 luglio 2019, ovvero sia € 0,27 per ogni azione di risparmio, non può essere certamente considerato, sotto un profilo meramente formale, pregiudizievole ai diritti della categoria azionaria degli azionisti di risparmio. Infatti, tale prezzo risulterebbe a primo acchito premiante rispetto al prezzo di mercato attuale. Spetterà quindi ad ogni azionista di risparmio valutare se il prezzo offerto rispecchia le sue aspettative alla luce dell'andamento del mercato, e sarà altresì opportuno valutare contestualmente anche la bontà delle alternative a sua disposizione.

Ciò premesso in via generale, è opportuno considerare alcuni aspetti specifici della fattispecie, di forma e di sostanza, che l'azionista di risparmio dovrebbe attentamente valutare e tenere in considerazione quando sarà chiamato a deliberare sulla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

3.2 Aspetti procedurali – rischio di vanifica per mancanza di esecuzione dell’OPA

La delibera di conversione da parte dell’assemblea speciale è stata convocata prima dello svolgimento dell’assemblea ordinaria per la delibera sull’acquisto di azioni proprie a mezzo OPA (e anche anteriormente allo svolgimento dell’assemblea straordinaria per la delibera sulla conversione obbligatoria e conseguenti modifiche statutarie) con la funzione di autorizzazione preventiva di una delibera pregiudizievole ancora non esistente.

A tale proposito riteniamo che sarebbe stato più rassicurante per gli azionisti di risparmio se la Società avesse seguito l’*iter* formale previsto dall’art. 2376, comma 1, c.c. che richiede l’approvazione da parte dell’assemblea speciale successivamente alla deliberazione pregiudizievole.

Sarebbe inoltre opportuno che le condizioni per l’efficacia della delibera di conversione dell’assemblea speciale venissero modellate alla luce delle condizioni di efficacia previste nella delibera sull’acquisto di azioni proprie a mezzo OPA indicate sopra al punto 3.1. Diversamente, si prospetta il rischio che, a fronte dell’approvazione della conversione condizionata alla delibera di acquisto di azioni proprie a mezzo OPA da parte dell’assemblea straordinaria e di quella speciale degli azionisti di risparmio, non segua l’esecuzione della delibera sull’OPA, rimanendo pertanto in tal caso di fatto esclusa la possibilità degli azionisti di risparmio di avvalersi della c.d. “opportunità aggiuntiva” prevista dall’acquisto di azioni proprie a mezzo OPA una volta validamente approvata la conversione obbligatoria (questa sì efficace e vincolante).

Si richiama l’attenzione degli azionisti sul fatto che nella relazione illustrativa all’assemblea speciale è dato leggere che questa “*si perfezionerà indipendentemente dal buon esito dell’Offerta*” (cfr. relazione illustrativa all’assemblea speciale datata 10 luglio 2019, par. 11 a pag. 8).

In parole povere: in caso di approvazione dell’unico punto all’ordine del giorno dell’assemblea speciale degli azionisti di risparmio in ordine all’accettazione preventiva della conversione azionaria, tale delibera produrrebbe tutti i propri effetti anche nel caso in cui la delibera di acquisto di azioni proprie a mezzo OPA non dovesse trovare esecuzione per qualsivoglia motivo.

3.3 Impossibilità giuridica di eseguire l’operazione a causa dell’assenza di utili distribuibili e di riserve disponibili cui attingere

L’acquisto di azioni proprie a mezzo OPA da parte della Società dovrà necessariamente conformarsi al disposto dell’art. 2357 c.c. che così testualmente dispone: “*La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio regolarmente approvato*”.

Dal bilancio della Società al 31 dicembre 2018 non risultano né utili distribuibili né riserve utilizzabili per l'acquisto di azioni proprie da parte della Società. Anzi, si evince che gli amministratori e sindaci della Società dovrebbero attuare ben altre operazioni rispetto a quelle attualmente prospettate. Infatti, dall'ultimo bilancio della Società regolarmente approvato, quest'ultima risulta versare (da svariati anni!) in una situazione di cui all'art. 2447 c.c. (riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale): *“se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società”*.

In presenza di una situazione patrimoniale quale quella appena esposta, e sostanzialmente frutto della mancata contabilizzazione a bilancio della remissione del debito citati nella proposta di delibera, non vi possono esistere utili distribuibili o riserve disponibili utilizzabili per l'operazione prospettata e, conseguentemente, difetta *a priori* la condizione non solo per l'esecuzione dell'OPA, ma addirittura per la sua stessa deliberazione.

È chiaro che l'indicazione impartita dal CdA nella prima versione della proposta di delibera, di fare riferimento agli utili distribuibili e alle riserve disponibili risultanti dal bilancio al 31 dicembre 2018 “considerando gli effetti della contabilizzazione della remissione del debito prevista dall'accordo di ristrutturazione sottoscritto dalla Società in data 23 dicembre 2015” (cfr. relazione illustrativa datata 10 luglio 2019, pag. 6), è palesemente illegittima per lapalissiana contrarietà all'art. 2357 c.c., posto a tutela dell'integrità del capitale sociale.

Ciò premesso, appare a dir poco curioso il fatto che il CdA possa dare indicazioni, a prescindere e in aperto contrasto con la contabilizzazione a bilancio, su come considerare la contabilizzazione della remissione del debito. Pare, infatti, che mentre alla distribuzione dei dividendi osti un patrimonio netto ampiamente negativo, per il finanziamento dell'OPA – a parere del CdA – sia corretto contabilizzare in modo surrettizio la remissione del debito (e ciò diversamente da quanto operato in bilancio).

Ora, non potendo esistere due contabilizzazioni diametralmente opposte ci si deve chiedere quale *“contabilizzazione della remissione del debito”* sia corretta e vada considerata: quella ufficiale risultante dal bilancio oppure una diversa; altrimenti – a prescindere di qualsiasi considerazione di diritto – si potrebbe creare l'impressione che il CdA voglia utilizzare due metodi di contabilizzazione diametralmente opposti in maniera alternata a seconda dei singoli obiettivi perseguiti caso per caso con un approccio di “cherry picking”.

Per quanto ci riguarda, riteniamo che la remissione del debito non sia stata correttamente contabilizzata nel bilancio al 31 dicembre 2018 (ma anche nei bilanci precedenti). Un motivo ipotizzabile per tale prospettata errata contabilizzazione potrebbe rinvenirsi nella

volontà di spostare nel tempo l'utilizzo degli utili altrimenti rinvenibili e distribuibili ai soci della Società e, in misura maggiorata, agli azionisti di risparmio.

Concludendo, desideriamo rimarcare il difetto formale, ma anche procedurale e sostanziale, della condizione finanziaria e patrimoniale della società di procedere all'OPA alla luce dei bilanci ufficiali approvati e depositati (ai sensi dell'art. 2357 c.c.), pur ritenendo che tale situazione risulta evidentemente da una errata contabilizzazione della remissione del debito, come si avrà modo di accennare di seguito al punto 4 della presente disamina.

Ritenendo tale argomento risolutivo, tralasciamo per il momento le nostre osservazioni sul computo a capitale ai fini dei *quorum* ai sensi dell'art. 2357 c.c.

Abbiamo successivamente esaminato anche la relazione integrativa del CdA del 5 agosto 2019 in merito all'acquisto di azioni proprie a mezzo OPA, depositata - a nostro avviso irritualmente - solo pochi giorni prima dell'assemblea ordinaria che si svolge il 9 agosto 2019.

Riteniamo che questa nulla cambi in sostanza rispetto a quanto sopra riportato.

Appare infatti chiaro che il CdA si sia finalmente reso conto della contrarietà della delibera al comma 1 dell'art. 2357 c.c. e dell'impossibilità di poter schivare l'"ostacolo" con una contabilizzazione parallela al bilancio ufficiale.

Infatti, nella relazione integrativa il CdA in sostanza rinuncia all'argomento della "contabilizzazione parallela", prende atto che la delibera già proposta era in contrasto con l'art. 2357, comma 1, c.c. e - pur consapevole di ciò - sottopone lo stesso tale delibera all'assemblea prospettando contestualmente la facoltà di avvalersi della "sanatoria" di cui all'art. 2375, comma 4, c.c.

Riteniamo che il quarto comma della citata norma preveda una sanatoria nei casi di involontaria infrazione, ma non considera affatto la consapevole e deliberata infrazione dell'art. 2357, comma 1, come accade nella fattispecie in esame (il primo comma dell'art. 2357 c.c. è perentorio in merito: "*La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*").

Persistono quindi nostri dubbi sulla possibilità giuridica sia dell'approvazione assembleare dell'acquisto di azioni proprie a mezzo OPA, sia sulla possibilità di esecuzione della stessa.

3.4 Aspetti sostanziali – rischio di vanifica per variazione del prezzo dell'OPA da parte del CdA

Assumendo che i profili di carattere formale sopra evidenziati possano essere sanati anche in sede assembleare¹, sussiste comunque il rischio che lo sbandierato "prezzo premio"

¹ Ad esempio con una delibera degli azionisti di risparmio che specifichi chiaramente che l'approvazione preventiva dell'operazione di conversione azionaria è condizionata sospensivamente alla (i) delibera di approvazione dell'OPA da parte dell'assemblea degli azionisti ordinari e (ii) all'effettiva esecuzione della medesima ad un prezzo unitario non inferiore ad € 0,27 su tutte le azioni di risparmio offerte alla Società.

superiore del 35% rispetto al prezzo di mercato registrato in data 9 luglio 2019 (i famosi € 0,27) non venga riconosciuto. Ciò in quanto il predetto “prezzo premio” parrebbe individuare non già un parametro fisso bensì un riferimento indicativo e liberamente variabile (entro certe soglie).

Infatti, nel testo della delibera oggetto di approvazione da parte dell'assemblea ordinaria, al primo punto del n. 1 dopo l'indicazione del prezzo unitario di € 0,27 e la fissazione di un esborso massimo di € 925.398,81 (pari al prodotto dei fattori costituiti dal numero delle azioni di risparmio in circolazione, n. 3.427.403, e del prezzo di € 0,27) si legge la seguente precisazione: *“salvo il potere del Consiglio di Amministrazione, con facoltà di subdelega, di apportare eventuali modifiche a tale corrispettivo che, in ogni caso, non potrà discostarsi in diminuzione o in aumento di oltre il 5% rispetto al prezzo ufficiale registrato dalle azioni di risparmio di Zucchi nella seduta del Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., del giorno precedente la deliberazione”*.

Tale frase, a dir poco sibillina in primis perché non si capisce a quale delibera ci si riferisca (quella di approvazione del CdA o quella dell'assemblea degli azionisti?), introduce una sorta di duplice *“price adjustment”* con le seguenti caratteristiche:

- assoluto con riferimento al prezzo di borsa nel giorno precedente la deliberazione, per cui il “prezzo premiante” non può discostarsi comunque di oltre il 5%, al rialzo o al ribasso, dal prezzo ufficiale del titolo in borsa il giorno precedente la delibera (e non si capisce quale delibera);
- relativo con riferimento alla scelta discrezionale spettante al CdA, che senza giustificazione alcuna può liberamente decidere di ritoccare il prezzo nei limiti del parametro assoluto sopra indicato (quindi con un “range” di manovra pari al 10% (5 al rialzo più 5 al ribasso) del prezzo ufficiale del titolo in borsa il giorno precedente la delibera (e non si capisce quale delibera).

Per rendere il meccanismo di adeguamento del prezzo proposto in delibera più chiaro nella sua portata concreta proponiamo un esempio di calcolo:

- a) poniamo che il prezzo ufficiale delle azioni di risparmio della Società il giorno precedente la deliberazione assembleare di cui in oggetto si attesti a € 0,25. Il 5% di 0,25 corrisponde a 0,0125. Il “prezzo premiante” potrebbe quindi variare tra lo 0,2625 e lo 0,2375, non potendo però mai raggiungere lo 0,27. Rimarchiamo qui che il CdA potrebbe a proprio libero arbitrio decidere di modificare il prezzo finale nei limiti dei parametri sopra indicati (tra € 0,2625 ed € 0,2375).
- b) facciamo, infine, un esempio più estremo per chiarire il concetto, questa volta assumendo che il prezzo borsistico rilevante corrisponda a € 0,27. In tal caso il “prezzo premiante” potrebbe variare tra € 0,2835 ed € 0,2565. Posto tuttavia che per l'operazione è stato stabilito un “cap” sull'esborso massimo sulla base del prezzo unitario di € 0,27 e che il recesso così come le modalità di conversione proposte, come diremo in seguito, non

appaiono affatto “premiati” per gli azionisti di risparmio, riteniamo che il margine di azione del CdA a consentire un aumento del prezzo oltre gli € 0,27 per azione di risparmio siano praticamente da escludere. Permane invece la facoltà del CdA di ridurre l’offerta sul prezzo fino ad un minimo di € 0,2565, senza motivazione alcuna.

Anche sotto questo profilo riteniamo che l’operazione, così come proposta, possa pregiudicare il diritto dell’azionista di risparmio della Società di vedersi riconoscere il “prezzo premio” di € 0,27 per azione di risparmio, come ampiamente sbandierato nelle relazioni illustrative del CdA.

Ci pare rinvenire anche una contraddizione terminologica laddove il c.d. “prezzo premio” possa essere determinato addirittura in diminuzione rispetto al prezzo borsistico ottenibile dall’azionista vendendo il suo titolo liberamente sul mercato.

Va infine rilevato che il riferimento nella delibera al prezzo ufficiale del titolo in borsa il giorno precedente la delibera – prezzo probabilmente disponibile (nella migliore delle ipotesi) solo qualche ora prima dello svolgimento dell’assemblea degli azionisti di risparmio – certamente non consente agli azionisti di risparmio di esprimersi compiutamente sulla proposta di delibera ad essi sottoposta.

3.5 Conclusioni

Alla luce di quanto sopra riteniamo doveroso segnalare che gli azionisti di risparmio propensi od incentivati ad esprimersi in senso favorevole alla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie alla luce del “prezzo premio” di € 0,27 prospettato dal CdA, possono subire un pregiudizio qualora successivamente alla approvazione della conversione (valida, efficace e non condizionata all’esecuzione dell’OPA), la delibera dell’OPA non venga eseguita per qualsivoglia motivo oppure, pur venendo eseguita, il prezzo offerto vada ad attestarsi ad un prezzo inferiore rispetto a quello prospettato nelle varie relazioni illustrative del CdA in virtù del meccanismo di adeguamento del prezzo previsto nella stessa proposta di delibera sull’OPA.

Sussiste comunque il rischio concreto che la delibera sull’OPA non venga adottata per l’impossibilità giuridica della Società di approvare e/o eseguire la delibera di acquisto di azioni proprie a mezzo OPA ai sensi dell’all’art. 2357 c.c.

Oltre a quanto sopra evidenziato va anche ricordato che l’adesione all’OPA comporterebbe la rinuncia dei soci di risparmio, ora per allora, a far valere pretese che trovano il loro fondamento sia in operazioni pregresse (ad esempio diminuzione del capitale sociale senza raggruppamento per annullamento di sole azioni ordinarie ed aumenti di capitale sotto la pari²) sia alla mancata distribuzione di dividendi negli esercizi 2014-2015-2016-2017-2018 in seguito ad una contabilizzazione presumibilmente errata del debito oggetto dell’accordo di remissione già dal bilancio 2016.

² Riferimento al Parere dell’Avv. Lanciani dello Studio Tosetto-Weigmann del 23.11.2017.

4. Breve *excursus* in relazione al patrimonio netto della Società evidenziato in bilancio

Anche se non direttamente oggetto delle deliberazioni in oggetto riteniamo che qualche parola debba essere spesa su questo argomento alla luce del forte impatto che il patrimonio netto ha sul valore di mercato delle azioni (e quindi sulla congruità del prezzo dell'OPA e del rapporto di conversione) e delle incongruenze rilevabili *ictu oculi* in relazione allo stesso (cfr. sopra al punto 3.3).

Come sopra accennato è quantomeno stucchevole che una posizione debitoria oggetto di un accordo di remissione possa essere contabilizzata – in uno stesso momento storico – in modo diametralmente opposto, a seconda della fattispecie che si considera, con ripercussioni macroscopiche sulla situazione patrimoniale della Società, la quale ultima risulta essere in bonis per acquistare azioni proprie e allo stesso tempo decotta per distribuire utili. Chiaramente queste due situazioni non possono coesistere e, quindi, la Società o è decotta – come da bilancio ufficialmente approvato e depositato - e allora vanno poste in essere le misure di cui all'art. 2447 c.c., oppure la Società non è decotta, con la conseguenza che sussistono riserve disponibili per effettuare le operazioni di cui in oggetto e sussistono altresì utili distribuibili ai soci.

Affermare che la Società è in grado di attingere a riserve disponibili per ca. 9 milioni di Euro e contestualmente negare la distribuzione di dividendi per asserito patrimonio netto negativo è chiaramente un ossimoro.

Senza entrare nello specifico dell'argomento, che potrebbe formare oggetto di un separato accertamento *a latere* delle operazioni che qui si esaminano, desideriamo indicare di seguito succintamente i motivi per cui riteniamo che la contabilizzazione della remissione del debito effettuata in bilancio appare essere quantomeno incongruente:

a) Nel bilancio al 2015 e nella documentazione correlata è lo stesso CdA che dichiara l'idoneità della remissione del debito a ripristinare il patrimonio positivo: *“Con l'accoglimento da parte delle banche finanziatrici della proposta di ristrutturazione dei debiti e quindi in virtù della conseguente stipula e omologa dell'accordo di ristrutturazione e con l'esecuzione del relativo contenuto, il patrimonio netto della Società risulterà reintegrato per effetto del rafforzamento patrimoniale che deriverà dall'attuazione dell'aumento di capitale riservato nonché per effetto delle componenti economiche positive che potranno essere rilevate nel conto economico di bilancio a seguito della remissione da parte delle banche coinvolte di una porzione del loro credito (pari a circa Euro 49 milioni) ai sensi e per gli effetti dell'articolo 1236 cod. civ.*

- omissis -

La realizzazione dell'accordo di ristrutturazione consente alla Società di ripristinare il patrimonio positivo trovandosi allo stato nella fattispecie di cui all'articolo 2447 c.c.

- omissis -

Il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo, pur in presenza delle incertezze sopra descritte, dopo avere effettuato le necessarie verifiche, alla luce dei risultati delle azioni di risanamento, già poste in essere sopra descritte, e dell'accordo di ristrutturazione sottoscritto con le banche finanziatrici e omologato dal Tribunale di Busto Arsizio, ritiene che, allo stato, sussista una ragionevole aspettativa che il Gruppo e la Capogruppo possano beneficiare delle risorse finanziarie e patrimoniali necessarie per continuare l'esistenza operativa in un prevedibile futuro, così come definito dai principi contabili di riferimento e che, per queste ragioni, si possa continuare ad adottare il presupposto della continuità aziendale nella redazione del bilancio (cfr. bilancio della Società al 2015, p. 156, 157);

- b) È sempre lo stesso CDA che nella documentazione allegata ai bilanci 2016-2017 2018 dichiara che *"il rischio di una risoluzione dell'accordo di ristrutturazione è qualificabile come remoto"* (vedasi pagg. 92 e 187 del bilancio 2016, pagg. 88 e 178 del bilancio 2017, pagg. 89 e 182 del bilancio 2018). Se il rischio è considerato remoto già dal 2016, perché viene contabilizzato diversamente?;
- c) È del tutto inverosimile che una società versante effettivamente nella fattispecie di cui all'art. 2447 c.c. possa prostrarre tale situazione per svariati anni, incurante dei precisi obblighi di legge posti a suo carico. Ciò vale ancor di più per gli amministratori e i sindaci alla luce delle gravi conseguenze civilistiche e penali previste in tale ipotesi a loro carico;
- d) È semplicemente surreale che una società versante nella fattispecie di cui all'art. 2447 c.c. possa/voglia fattualmente lanciare un OPA sulle proprie azioni, per di più ad un c.d. "prezzo premio" rispetto al mercato e senza tener minimamente conto del valore del patrimonio netto della "target";
- e) Dà anche da pensare la circostanza che nella relazione illustrativa all'assemblea ordinaria per l'approvazione dell'OPA il CDA prospetti ai soci (di una società teoricamente decotta) uno scenario di distribuzione di utili "pari a Euro 1,652 milioni", dopo aver premesso (il condizionale usato dal CDA è d'obbligo) che *"il patrimonio netto della Società ammonterebbe ad un valore negativo pari ad Euro 25.460 migliaia e non risulterebbero utili distribuibili né riserve disponibili"* (cfr. Integrazione alla relazione illustrativa datata 05 agosto 2019, p. 4), ponendo lo stesso CdA dubbi sulla effettiva sussistenza di un patrimonio netto negativo.

Le varie incongruenze relative al patrimonio netto della Società non sono da ritenersi peregrine se solo si considera – come noto a tutti per l'ovvietà delle affermazioni che seguono – che i prezzi di borsa dipendono in modo significativo dalla rappresentazione che una società riesce a dare di sé, e ciò vale ovviamente anche per le comunicazioni istituzionali tra le quali deve annoverarsi di pieno diritto il bilancio depositato e quindi ufficiale. Ora, se il bilancio evidenzia un patrimonio netto negativo è di pacchiana evidenza che il prezzo

non possa che essere depresso rispetto a quello che avrebbe potuto essere in caso di evidenziazione di un patrimonio netto positivo.

Riteniamo quindi doveroso segnalare che il c.d. “prezzo premiante” risulta probabilmente già inficiato a monte da una esposizione quantomeno fuorviante della situazione patrimoniale effettiva/reale della Società, che si riverbera conseguentemente, a cascata, su tutti i parametri di calcolo sottesi alle operazioni oggetto delle deliberazioni previste in data 9 agosto 2019. Da cui il pregiudizio “originario” dei diritti degli azionisti di risparmio (e anche di quelli ordinari).

A tale proposito va infine segnalato che le condizioni risolutive del noto accordo di ristrutturazione con remissione del debito decadono comunque il 31 dicembre 2020 (cfr. pag. 27 del bilancio 2018). Ciò significa che, a prescindere dalla correttezza della esposizione contabile di detta remissione del debito, al più tardi nel bilancio della Società al 2020 il CdA non potrà che contabilizzare correttamente la remissione dei debiti con conseguente effetto positivo sul patrimonio netto della Società e conseguente rappresentazione di utili distribuibili a bilancio con i rispettivi effetti positivi in favore della categoria degli azionisti di risparmio ... ove tale categoria fosse ancora esistente in tale data.

5. Aspetti relativi al recesso

Per quanto riguarda il valore di liquidazione attribuito dal CdA alle azioni di risparmio in caso di recesso (assumendo che la conversione obbligatoria venga approvata in sede assembleare straordinaria e speciale) va rilevato che il CdA ha eseguito il calcolo in conformità al disposto dell’art. 2437-ter, comma 3 C.C. applicabile in materia.

È evidente che il valore di liquidazione unitario per ogni singola azione di risparmio pari a € 0,21 appare quantomeno penalizzante rispetto al “prezzo premio” di € 0,27 prospettato in caso di adesione all’OPA (sempre che tale prezzo venga effettivamente riconosciuto, cfr. nostre osservazioni al punto 3.4 sopra) e rispetto all’attuale prezzo di mercato.

Pertanto, in assenza di profili pregiudizievoli formali della rispettiva parte di delibera, ci limitiamo a rilevare che le incongruità emerse in relazione alla rappresentazione del patrimonio netto (cfr. punto 5) certamente hanno inficiato anche il valore di liquidazione.

Un conseguente pregiudizio di diritto degli azionisti di risparmio sarà, tuttavia, rilevabile e quantificabile solo a partire dal momento in cui tale contraddittoria ed “opaca” rappresentazione del patrimonio netto della Società venga contestata dagli azionisti della medesima. Attualmente non possiamo che confermare sul punto la sussistenza dei profili formali di legittimità.

6. Conversione obbligatoria

Per quanto concerne la parte delle delibere attinenti alla c.d. “Conversione Obbligatoria” va stigmatizzata la mancanza di informazioni adeguate utile per un esame nel merito più approfondito delle valutazioni del CdA. In particolare si chiede di poter esaminare la

“*fairness opinion*” riportata solo a stralci nelle relazioni illustrative del CdA. Di seguito le nostre considerazioni in merito al rapporto di conversione.

6.1 Il CdA asserisce di aver determinato il rapporto di conversione “sulla base di specifiche informazioni e considerazioni, tra cui le analisi svolte dall' advisor finanziario, Audirevi Transaction Services S.r.l.”. Nella relazione illustrativa il CdA riporta in modo estremamente sommario i criteri di calcolo adottati uno dei quali consentirebbe di stimare il valore operativo dell'impresa (cfr. quanto scritto con riferimento al “Dividend Discount Model”) e l'altro che consentirebbe di “determinare il valore di un'azienda in base al flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettiva” ((cfr. quanto scritto con riferimento “Unlevered Discounted Cash Flow”,). Tutto questo è stato però fatto senza riportare né le varie assunzioni di base, né le varie considerazioni di contorno, e soprattutto senza giustificare la quantificazione dei parametri presi a base per svolgere i calcoli.

6.2 Ciò premesso, il CdA ha calcolato l'*equity value* di Zucchi – che segna un patrimonio netto abbondantemente negativo – in un intervallo compreso tra i 135 ed i 172 milioni di Euro (con uno scostamento di ben oltre il 25% tra il minimo ed il massimo), e per arrivare al quale ha attualizzato - *inter alia* - i “flussi di cassa operativi al costo medio ponderato del capitale (WACC), stimato nel 10,05%”, che non pare essere un tasso oggi sostenibile nel mercato. Il CdA, inoltre, non ha evidentemente considerato che (al momento precedente alla pubblicazione dell'informativa circa l'offerta di acquisto) il mercato esprimeva un importo di capitalizzazione al di sotto dei 50 milioni di Euro. Anche in questo caso, i numeri e le spiegazioni fornite nella relazione illustrativa non aiutano a capire le valutazioni concrete e la valorizzazione dei parametri contabili effettuati per giungere a tali risultati.

6.3 A prescindere da quanto sopra, il rapporto di conversione prospettato dal CdA (3,9 azioni ordinarie per una azione di risparmio) appare di per se, *prima facie*, errato o quantomeno immotivato alla luce delle scarse informazioni messe a disposizione.

In particolare, il CdA ha individuato:

- per le azioni ordinarie un “range” di valorizzazione tra € 0,05 ed € 0,07, con un margine di variazione sul prezzo medio di ben il 32% (16% al ribasso e 16% al rialzo);
- per le azioni di risparmio il range di valorizzazione è stato indicato tra € 0,26 ed € 0,30, con un margine di variazione sul prezzo medio molto più ristretto e pari al 14% (7% al ribasso e 7% al rialzo).

Ora:

- utilizzando la valorizzazione minima (€ 0,05 per le azioni ordinarie e € 0,26 per le azioni di risparmio) giungiamo ad un rapporto di conversione di 5,2.
- applicando la valorizzazione media di € 0,06 per le azioni ordinarie e di € 0,28 per le azioni di risparmio si giunge ad un rapporto di conversione di 4,7;

➤ infine, con la valorizzazione massima (€ 0,07 per le azioni ordinarie e € 0,30 per le azioni di risparmio) il rapporto di conversione sarebbe pari a 4,3.

Per ottenere il rapporto di conversione di 3,9 il CdA ha preso (apoditticamente) come valori di raffronto il prezzo unitario delle azioni di risparmio prospettato nell'ambito dell'OPA pari a € 0,27 - inferiore quindi al valore medio di € 0,28 attribuito dal CdA alle azioni di risparmio, ed uno "step" vicino al valore massimo attribuito alle azioni ordinarie per giungere al fatidico rapporto del 3,9. Perché tale asimmetria?

6.4 Oltre a quanto sopra rilevato, il CdA, stabilendo il rapporto di cambio di 3,9 azioni ordinarie per ogni singola azione di risparmio, ha omesso una considerazione basilare (peraltro già rilevata dal Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio della società): il rapporto tra le quotazioni delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie, storicamente valorizzata, si aggira stabilmente intorno a 10 e non a 3,9.

6.5 A nostro avviso, nel determinare il valore delle azioni di risparmio valevole per stabilire il rapporto di conversione, andrebbe altresì preso in considerazione:

- a) il danno che gli azionisti di risparmio subiscono in conseguenza del fatto che il CdA da tre anni si ostina a pubblicare un bilancio che evidenzia un patrimonio netto negativo, allorquando lo stesso CdA, da un lato, definisce come "remota" l'ipotesi di verifica di una sola delle clausole risolutive del complesso accordo di ristrutturazione con remissione parziale dei debiti realizzato nel 2015 e, d'altro lato, non interviene a norma dell'art. 2447 c.c. che si ostina a voler evidenziare nel bilancio;
- b) il diverso valore intrinseco delle azioni di risparmio rispetto a quelle ordinarie in conseguenza delle seguenti vicende societarie:
 - aumenti di capitale c.d. "iperdiluitivi", cioè con emissione di azioni ordinarie sotto il valore nominale (implicito) delle azioni preesistenti realizzati in passato³ della cui legittimità ci permettiamo di dubitare;
 - mancato raggruppamento per eliminazione delle sole azioni ordinarie per imputare esclusivamente alle azioni di risparmio le perdite conseguite in passato della cui legittimità ci permettiamo di dubitare;
 - la mancata distribuzione dei dividendi (in primis quelli preferenziali) agli azionisti di risparmio a valere sui bilanci 2014-2015-2016-2017-2018.

Rileviamo infine che il CdA non ha tenuto in alcun conto la prelazione nel rimborso delle azioni di risparmio in caso di liquidazione della Società pari ad € 1 ancorato nell'art. 5 dello Statuto della Società.

³ Si ricorda che la eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni non determina la eliminazione del valore nominale *tout court* delle stesse. Infatti, il valore nominale c.d. implicito permane anche nelle azioni senza l'indicazione espressa del valore nominale e si determina – come per le azioni con l'indicazione del valore nominale – dividendo il capitale sociale per il numero di azioni. Le c.d. *par value shares* del diritto statunitense, che sono azioni senza valore nominale a tutti gli effetti, costituiscono un istituto sconosciuto all'ordinamento italiano.

Quanto sopra con riserva di correzioni, perfezioni e miglioramenti alla luce dei dati e delle informazioni che dovessero essere fornite in corso di assemblea.

7. Considerazioni finali

Alla luce di quanto sopra evidenziato e riassunto nell'*Executive Summary* di cui al punto 1, riteniamo che l'operazione di cui in oggetto rechi svariati profili pregiudizievoli ai diritti degli azionisti di risparmio. Oltre ai rischi relativi al c.d. "prezzo premio" sbandierato dal CdA in caso di OPA, anche la circostanza di non avere alternative convenienti alla vendita delle azioni per via del prezzo di liquidazione irrisorio e un rapporto di concambio palesemente penalizzante, costituisce di per se un pregiudizio.

Pertanto il nostro consiglio è quello di voler considerare l'opportunità di formalizzare meglio le operazioni di acquisto di azioni proprie a mezzo OPA e conversione azionaria (ed a valori nettamente più interessanti per gli azionisti di risparmio), quantomeno per assicurarsi il riconoscimento effettivo del c.d. "prezzo premio", il tutto allorquando la società sarà in possesso delle condizioni di Legge per poter procedere ad una o più di tali operazioni.

Sulla opportunità di liquidare la partecipazione sociale immediatamente al prezzo indicato per l'OPA o di attendere il bilancio al 31 dicembre 2020 per far valere il diritto agli utili pregressi degli ultimi due esercizi o per far valere i profili di illegittimità evidenziati al punto 6, non ci possiamo esprimere, trattandosi di una decisione personale e di convenienza di ciascun azionista di risparmio.

Riteniamo però che ci siano fondate aspettative di ottenere un riconoscimento monetario più cospicuo facendo valere i profili sopra evidenziati nelle opportune sedi.

* * *

Restiamo a disposizione per qualsiasi chiarimento in merito quanto a sopra e disponibile ad integrare il parere qualora venissero messe a disposizione le informazioni richieste.

L'occasione è altresì gradita per ringraziarLa della fiducia accordata e per porgere i migliori saluti.

Cordialmente

Dott. Dario Romano Radaelli