LE CLAUSOLE DI MATERIAL ADVERSE CHANGE E LA PANDEMIA DA COVID-19

Premessa

La diffusione del COVID-19 e le restrizioni introdotte dai provvedimenti normativi adottati al fine di contrastarne il proliferarsi stanno dispiegando i propri effetti su tutto il tessuto economico e sociale del Paese.

È quindi possibile che tali eventi rimettano in discussione i presupposti che avevano indotto due parti a stipulare un determinato contratto ovvero a concludere una determinata operazione.

Per far fronte a tale evenienza, nei contratti relativi ad operazioni di compravendita di partecipazioni sociali o di finanziamento, vengono generalmente previste alcune clausole che prevedono una "*way out*" alla quale una parte (generalmente l'acquirente o il finanziatore) potrà far ricorso nel caso in cui si verifichino determinati "*eventi negativi rilevanti*" c.d. "*material adverse change*" ("MAC"). Nello schema classico, il meccanismo di "*exit*" previsto dalle

clausole sopra menzionate è attivabile qualora detti eventi si verifichino nel lasso di tempo intercorrente tra la sottoscrizione del contratto ("*signing*") e il momento in cui se ne prevede l'esecuzione ("*closing*" o "*execution*"). Ci si può chiedere pertanto se l'attuale pandemia da Covid-19 possa consentire di attivare i rimedi previsti dalle clausole MAC.

1. MAC: contenuto, struttura e nozione di "evento negativo rilevante"

Le clausole MAC prevedono generalmente il diritto di recedere dal contratto, ovvero di richiedere una modifica delle condizioni al verificarsi di un "*evento negativo rilevante*" (c.d. "*material adverse change*") prima della fase esecutiva dell'operazione. Per "evento negativo rilevante" s'intende qualsiasi evento imprevedibile o straordinario – non riconducibile alla condotta delle parti – che possa modificare in misura significativa l'equilibrio contrattuale e/o rendere il perfezionamento dell'operazione, non più conveniente con riguardo ai termini già pattuiti o, comunque, molto oneroso per una delle parti.

Il contenuto della clausola – e quindi l'identificazione degli "*eventi negativi rilevanti*" al cui verificarsi è consentito il ricorso ai rimedi dalla medesima previsti – è rimesso all'autonomia delle parti che, quindi, saranno libere di redigere le clausole MAC in modo più o meno dettagliato, a seconda dell'esito delle trattative.

È frequente che le clausole MAC contengano inoltre elenchi specifici di eventi, tra i quali possono ad esempio rientrare: (*i*) disastri naturali, guerre ed epidemie; (*ii*) l'adozione di provvedimenti legislativi o amministrativi tali da impedire il perfezionamento dell'operazione; e/o (*iii*) l'insolvenza dello Stato in cui si trova la sede legale della società *target* o del *borrower*.

Tuttavia, tali eventi dovranno altresì essere "negativi" e, quindi, avere un impatto specifico sull'operatività della società target o del borrower (c.d. "business MAC"). Tuttavia, in alcuni casi,

sono inclusi anche eventi sfavorevoli che abbiano un impatto sul mercato dei capitali in generale ovvero sulla situazione macro-economica (c.d. "*market MAC*").

Da ultimo, occorre anche che sia integrato il requisito della "rilevanza" e quindi che l'evento sfavorevole abbia un impatto significativo (c.d. "soglia di materialità"): a tal fine, le parti fanno spesso riferimento a indicatori economico/finanziari, quali l'EBITDA, il fatturato o la posizione finanziaria netta.

2. Le clausole MAC nei contratti di compravendita di partecipazioni sociali.

Come anticipato, le clausole MAC sono tipicamente presenti nei contratti relativi a operazioni di compravendita di partecipazioni sociali, c.d. "*sale and purchase agreements*" ("**SPA**"), soprattutto nei casi in cui l'acquirente faccia ricorso a un finanziamento per il pagamento del prezzo al *closing* e il contratto di finanziamento, a sua volta, preveda una clausola MAC.

In tali contratti, la clausola MAC mira a disciplinare essenzialmente gli effetti sfavorevoli di eventi che potrebbero intervenire tra la sottoscrizione dello SPA e la data prevista per l'esecuzione del trasferimento delle partecipazioni sociali.

Nella prassi contrattuale, l'operatività del meccanismo sotteso alla clausola in esame può operare in diversi modi.

In alcuni casi, infatti, il mancato verificarsi degli eventi dedotti nella clausola, fino al momento del *closing,* costituisce una **condizione sospensiva** all'obbligo delle parti di concludere l'operazione. Ne consegue dunque che, qualora si verifichi l'"*evento negativo rilevante*", è preclusa la conclusione dell'operazione stessa.

In altri casi, invece, le parti prevedono espressamente che, nel caso in cui si verifichi l'evento dedotto nella clausola MAC nel periodo compreso tra il *signing* e il *closing*, l'acquirente avrà il **diritto di recedere** dal contratto.

In altri casi ancora, infine, il venditore dichiara l'insussistenza di determinati "eventi negativi rilevanti" sia alla data di sottoscrizione dello SPA (signing) sia alla data del closing

dell'operazione o alla data di pagamento del prezzo dilazionato. Nel caso in cui uno di tali eventi si verifichi prima del closing o del pagamento del prezzo dilazionato, l'acquirente potrà recedere dal contratto e, quindi, non acquisire le partecipazioni della target ovvero modificare le condizioni originariamente pattuite.

3. Le clausole MAC nei contratti di finanziamento.

Le clausole MAC sono previste, come anticipato, anche nei contratti di finanziamento nei quali è generalmente previsto che l'erogazione del finanziamento sia sospensivamente condizionata all'assenza di "*eventi negativi rilevanti*".

Conseguentemente, qualora nel periodo intercorrente tra la sottoscrizione del contratto e l'erogazione del finanziamento si verifichino tali eventi, la Banca può evitare di dar corso all'erogazione e recedere dal contratto ovvero, se previsto, risolverlo. L'operatività di tale meccanismo nei contratti con più erogazioni dilazionate nel tempo (a determinate scadenze oppure a stato avanzamento lavori) può riguardare anche ciascuna erogazione. Allo stesso modo, può essere anche previsto che il borrower dichiari – a determinate scadenze – l'insussistenza di "eventi negativi rilevanti", con conseguente diritto del lender di recedere dal contratto (ovvero, se previsto, risolverlo) qualora si verifichi uno di tali eventi.

Nei contratti di finanziamento, in ragione dei rischi da cui il finanziatore intende tutelarsi tramite la clausola MAC, gli eventi sfavorevoli vengono generalmente definiti più specificamente come eventi che impattano sulla capacità del debitore di far fronte, anche solo in chiave prospettica, alle obbligazioni previste a suo carico nel contratto di finanziamento. Di conseguenza, le clausole MAC offrono al *lender* una "*way out*" qualora le capacità patrimoniali, economiche o finanziarie del *borrower* risultino pregiudicate a causa di "*eventi negativi rilevanti*".

4. Il COVID-19 legittima il ricorso alla clausola MAC?

Occorre a questo punto verificare se il diffondersi della pandemia da COVID-19, la natura eccezionale di tale accadimento e il contenuto dei provvedimenti normativi adottati per farvi fronte possano costituire "*eventi*

negativi rilevanti" idonei a consentire di avvalersi dei rimedi previsti dalla MAC.

In termini generali, è difficile dubitare che gli eventi sopra menzionati non abbiano i caratteri di straordinarietà e imprevedibilità che tipicamente connotano gli eventi dedotti nella clausola MAC.

Tuttavia, al fine di valutare se tali eventi possano effettivamente consentire il ricorso ai rimedi previsti in tale clausola, occorre anzitutto valutare il **tenore letterale della clausola** per verificare se, anche in quello specifico caso, le parti abbiano inteso dare rilievo ad eventi connessi al diffondersi di epidemie e/o alle restrizioni di carattere straordinario adottate per contenerne la diffusione.

Un altro elemento di cui dovrebbe tenersi conto in considerazione per decidere se avvalersi dei rimedi previsti da tale clausola è la **durata dell'epidemia** e l'**intensità delle restrizioni** imposte per farvi fronte. Infatti, quanto maggiore sarà la durata dell'epidemia e l'intensità delle misure adottate per evitarne il proliferare, tanto maggiore sarà – in termini generali – la "negatività" e la "rilevanza" di tali eventi ai danni della società *target* o del *borrower*. Se così fosse, dunque, l'acquirente o il finanziatore avrebbe maggiori argomenti per poter invocare i rimedi previsti alla clausola MAC.

Tuttavia, non si può omettere di considerare il **settore di attività in cui opera la società *target* o il *borrower***. È infatti necessario provare la sussistenza di una stretta connessione tra l'evento che ha causato il mutamento delle condizioni economiche generali e lo specifico settore industriale in cui opera la società *target* o il prenditore. Infatti, la "negatività" e la "rilevanza" dell'attuale situazione certamente interessano pressoché tutti i settori merceologici ma alcuni probabilmente più di altri, anche in chiave prospettica.

Nonostante l'insussistenza di precedenti giurisprudenziali italiani in materia di clausole MAC, volgendo lo sguardo ad altri ordinamenti, in un'ottica di diritto comparato, si può osservare che:

(a) tanto più la clausola MAC indica con precisione gli "*eventi negativi rilevanti*" al ricorrere dei quali è possibile modificare le condizioni

contrattuali originariamente pattuite o addirittura recedere dal contratto, tanto più potrà essere efficace il ricorso ai rimedi dalla stessa previsti;

(b) la parte che invoca i rimedi previsti dalla MAC ha in ogni caso l'onere di provare gli effetti negativi e la "rilevanza" degli eventi dedotti a fondamento della propria iniziativa. Si tratta di un onere probatorio particolarmente difficile da soddisfare poiché dovrà essere data prova del pregiudizio subìto dalla società *target* o dal *borrower* e che esso sia "*material*" in base a quanto previsto dalla clausola MAC.

5. Conclusioni.

In ragione della tutela offerta dalla clausola MAC nel contesto delle operazioni di *M&A* o di finanziamento e la sua possibile applicazione nell'epidemia da COVID-19, potrebbe essere opportuno adottare i seguenti accorgimenti.

Qualora l'accordo sia ancora in fase di negoziazione, è consigliabile includere espressamente le epidemie nell'ambito applicativo della clausola e, come spesso è previsto nelle clausole MAC, correlare le c.d. "*soglie di materialità*" al superamento di determinati parametri economico-finanziari. In caso di contenzioso, infatti, l'interprete potrebbe fare affidamento su una clausola in cui non solo sono chiaramente ricomprese le epidemie tra gli "*eventi negativi rilevanti*" ma vengono anche predeterminate le condizioni al ricorrere delle quali l'evento sfavorevole è anche "*material*".

D'altra parte, in ipotesi di accordi già conclusi, nel caso in cui la parte legittimata intenda invocare i rimedi pervisti dalla clausola MAC, dovrà attentamente verificare – alla luce dei criteri interpretativi suggeriti nel precedente paragrafo 5 – se il proliferare dell'epidemia da COVID 19 possa considerarsi alla stregua di un "*evento negativo rilevante*" rientrante pertanto nell'ambito di operatività della clausola in questione.

***

Matteo Miramondi - *matteo.miramondi@gvalex.it*

Fiammetta Giuliani - *fiammetta.giuliani@gvalex.it*

Via Gateano Negri 8
20123 – Milan – Italy
Phone: +39 02 94391800
Fax: +39 02 94391819
E-Mail: segreteria@gvalex.it

GRECO VITALI
ASSOCIATI