BonelliErede
with LOMBARDI

Focus Team Private Equity
27 Aprile 2020

L'impatto dell'emergenza Covid-19 (e correlata normativa) sui patti di opzione

1. Premessa

Gli impatti dell'emergenza legata al Covid-19 si riflettono anche nel mondo del *private equity*: abbiamo cercato di individuare i principali temi rilevanti per i fondi e le relative *portfolio companies* per affrontarli in un ciclo dedicato di approfondimenti.

Il ciclo si compone dei seguenti approfondimenti (newsletter e webinar) rappresentati in ordine meramente indicativo:



2. Cenni sull'opzione e sul perimetro della presente analisi

Com'è noto, con il "**patto di opzione**" le parti convengono che una di esse resti vincolata alla propria proposta contrattuale e l'altra abbia la facoltà di accettarla, oppure no, entro un termine stabilito nel patto oppure, in assenza di espressa pattuizione, dal giudice su richiesta di parte. Nel caso in cui l'opzione venga esercitata, essa determina la conclusione di un nuovo contratto che, a seconda della volontà delle parti, può essere preliminare o definitivo.

Nella prassi, la **tipologia più diffusa** di opzione è quella che **impone alla parte vincolata di vendere o comprare un bene a un prezzo che può essere predeterminato oppure da determinarsi secondo le formule e i parametri indicati nel patto di opzione**.

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only. It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

Focus Team Private Equity

Focus Team Leader
Eliana Catalano
eliana.catalano@belex.com
tel. +39-02-771131

Autore
Renato Bocca
renato.bocca.@belex.com
tel. +39-02-771131

Di seguito, faremo particolare riferimento alle **opzioni che hanno ad oggetto le partecipazioni societarie**.
Esamineremo in particolare i rimedi di legge eventualmente applicabili ai casi in cui la situazione emergenziale e la relativa normativa abbiano inciso:

i) sulla **capacità (temporanea o meno)** della parte di far fronte alle obbligazioni conseguenti all'esercizio dell'opzione:
a) sia per quanto riguarda gli aspetti di pura esecuzione (il legale rappresentante non può recarsi dal notaio perché è all'estero o in isolamento etc.),
b) sia, per esempio, in ragione di una carenza di liquidità ad essa *eccezionalmente* non imputabile (il possibile riferimento è al caso in cui, per effetto della situazione emergenziale, alla parte venga impedito per mesi l'esercizio dell'attività di impresa);

ii) sull'**equilibrio sinallagmatico** del contratto che si concluderebbe per effetto dell'esercizio dell'opzione (ci riferiamo in questo caso all'ipotesi in cui la prestazione divenga estremamente onerosa in ragione del valore nel frattempo acquisito o perduto dal bene oggetto della compravendita);

iii) sull'**oggetto del contratto a valle** (quello che si conclude per effetto dell'esercizio dell'opzione); si pensi, per esempio, al caso di sopravvenuta insolvenza della società target o alla requisizione in uso (che potrebbe protrarsi per l'intera durata dell'emergenza, e dunque a tempo indeterminato) delle strutture alberghiere previsto dall'art. 6 comma 7 del Decreto Cura Italia.

3. Le necessarie verifiche preliminari

Qualunque valutazione - è persino superfluo premetterlo - richiede un esame del caso concreto.
Preliminarmente, occorrerà di volta in volta verificare:

(i) se il patto di opzione o il contratto in cui quest'ultima sia stata inserita contengano una **disciplina specifica delle cause di forza maggiore oppure clausole cosiddette di *material adverse change* o *material adverse events***; in tal caso, dovranno essere valutate l'estensione e la "tenuta" di tali clausole rispetto alla situazione emergenziale e alla correlata normativa, tenendosi conto che quest'ultima è volta a tutelare in primis interessi e diritti di ordine pubblico e rango costituzionale;

(ii) quale sia l'**alea** insita nel patto di volta in volta in esame (dovendosi considerare che l'opzione è naturalmente caratterizzata da un'alea piuttosto marcata, atteso che si proietta nel tempo in relazione a beni di valore oscillante - ma sul punto torneremo in seguito) e se le parti abbiano escluso, o meno, la possibilità di invocare uno o più rimedi di legge;

(iii) come sia modulato il **periodo di esercizio dell'opzione**: per esempio, là dove le parti abbiano pattuito un periodo particolarmente ampio oppure più finestre temporali a consistente distanza dagli eventi in corso, l'oblato (cioè colui che può esercitare, o meno, l'opzione) sarà tenuto a comportarsi secondo buona fede con particolare riguardo alla scelta del momento in

cui esercitare l'opzione e dovendo evitare abusi manifesti.

4. I mutamenti soggettivi: la stabilità dell'opzione e le possibili eccezioni rappresentate dai contratti cosiddetti "*intuitu personae*"

Data la gravità della situazione, ricordiamo anzitutto che, sotto il profilo dei mutamenti *soggettivi*, **l'opzione – in pendenza del termine per il suo esercizio – non perde efficacia neppure in caso di morte o sopravvenuta incapacità della parte che si è vincolata, "salvo che la natura dell'affare o altre circostanze escludano tale efficacia"**. Sicché, salva altresì una diversa disciplina convenzionale, l'obbligo assunto con l'opzione difficilmente viene meno (e vincolerà pertanto anche i successori *mortis causa*), fatta eccezione per il solo caso in cui l'esercizio dell'opzione determini la conclusione di un contratto *intuitu personae*.

Anche in proposito occorrerà fare una valutazione caso per caso: la persona può avere particolare rilievo nella cessione di una partecipazione in una società di persone; minor rilievo nel caso di società di capitali (con qualche attenzione per quelle particolarmente caratterizzate dalla figura imprenditoriale o manageriale di riferimento e dunque alle cosiddette *key man clauses*).

5. I possibili rimedi per i casi in cui la situazione emergenziale abbia inciso sulla possibilità della parte di adempiere, sull'equilibrio delle prestazioni e sull'oggetto del contratto (che si conclude per effetto dell'esercizio dell'opzione)

5.1. L'obbligo di eseguire il patto secondo buona fede e l'abuso del diritto

Anzitutto, come abbiamo già accennato, **l'esercizio dell'opzione dovrà essere conforme a buona fede**: l'oblato, in altri termini, non dovrà approfittare di una situazione di vantaggio determinata dalla situazione emergenziale, specie là dove l'opzione possa essere esercitata anche in un momento successivo, in cui potrebbero essere venuti meno l'attuale stato di eccezione e le correlate difficoltà (si pensi in particolare all'esercizio delle opzioni di vendita). In altri termini, data la situazione emergenziale e valutato caso per caso, è difficile immaginare che la parte possa pretendere di dare esecuzione al contratto come se nulla fosse accaduto, specie là dove il sacrificio per l'oblato fosse minimo (e, come accennato sopra, fosse sufficiente la proroga del termine di esercizio per evitare un sacrifico eccessivamente gravoso al soggetto vincolato). Il rimedio, in questi casi, potrebbe essere il richiamo all'abuso del diritto (cioè la violazione dei principi di cui artt. 1175 e 1375 c.c.) e la proposizione di un'azione volta a far accertare che l'esercizio dell'opzione debba intendersi come inesistente.

5.2. L'impossibilità sopravvenuta (temporanea) ad adempiere

Anche ammesso che l'opzione (il riferimento in particolare è a quella di vendita) venga esercitata secondo buona fede, comunque il soggetto vincolato potrebbe trovarsi in difficoltà in ragione della situazione emergenziale, sia in relazione agli adempimenti esecutivi necessari (il legale

rappresentante è all'estero o, peggio, in terapia intensiva) sia in ragione di carenze di liquidità (ad esso eccezionalmente non imputabili, per esempio se dipendenti dai provvedimenti conseguenti alla situazione emergenziale) che, com'è noto, non costituiscono una causa di impossibilità assoluta della prestazione.

Il debitore può avvalersi del rimedio di cui all'art. 1256 comma 2 c.c. (oltre che dell'art. 91 del c.d. Decreto Cura Italia) e ritenersi esonerato per il caso di ritardo dovuto a una impossibilità temporanea (ad esempio, in ragione della chiusura temporanea dell'impresa imposta dai provvedimenti nazionali o regionali emanati), ma dovrà adempiere allorché la situazione sia tornata alla normalità che, nella specie, dovrà ragionevolmente intendersi come il recupero di un'operatività ordinaria da parte dell'impresa, anche - azzarderemmo - in termini finanziari (salvi casi limite, nei quali l'impossibilità temporanea perduri in misura tale per cui, in relazione al titolo dell'obbligazione o alla natura dell'oggetto, venga meno l'interesse dell'oblato alla esecuzione del contratto: cfr. l'art. 1256 comma 2 c.c.).

5.3. L'eccessiva onerosità sopravvenuta

Nel caso in cui la situazione emergenziale abbia determinato un **forte squilibrio tra le prestazioni** (perché il bene compravenduto ha perduto o acquisito valore in termini fortemente anomali ed eccedenti l'alea insita nell'opzione), la disciplina che dovrebbe venire in rilievo è quella dell'eccesiva onerosità sopravvenuta di cui all'art. 1467 c.c., che prevede la risoluzione (giudiziale) del contratto, e di cui all'art. 1468 c.c. (se si tratta di un contratto nel quale una sola delle parti ha assunto obbligazioni), che prevede (**sempre tramite un giudice**) la riconduzione della prestazione o del contratto ad equità.

Le ragioni di cui alla situazione emergenziale e alla correlata normativa sono certamente imprevedibili, straordinarie e oggettive. Ma il caso in cui l'opzione sia funzionale alla conclusione della compravendita di una partecipazione societaria è particolarmente complesso, considerato (come noto) che:

a) il bene compravenduto è rappresentato dalle azioni o quote della società e non dal patrimonio, dalla redditività o da altre "qualità" di quest'ultima;
b) il contratto a valle spesso prevede clausole di aggiustamento prezzo e clausole di "*sole remedy*" che attribuiscono al compratore diritti di indennizzo da esercitare per il caso di violazione di singole dichiarazioni o garanzie normalmente riferibili al patrimonio netto (della società delle cui quote o azioni si tratta) e alle poste che contribuiscono a formarlo.

In altri termini, fermo che occorrerà comunque una valutazione del caso concreto, **il rimedio di cui all'art. 1467 c.c. risulta difficilmente applicabile alla compravendita di partecipazioni e ai relativi contratti di opzione**.

In primo luogo infatti, le sopravvenienze riguardano il valore patrimoniale o quello di mercato o la profittabilità della società (e cioè il bene *mediato* anziché quello *immediato* della compravendita, che sono le azioni o le quote, attributive non di porzioni di beni sociali ma, come noto, di "*posizioni*

giuridiche inerenti al funzionamento legale della società, e cioè alla sua organizzazione interna").

In secondo luogo, (volendo superare il primo ostacolo), il rimedio di cui all'art. 1467 c.c. risulta difficilmente applicabile per l'alea normalmente insita e già regolata nei contratti di compravendita ormai divenuti tipici nella forma del "*Sale and Purchase Agreement*" (c.d. "SPA"), a mezzo degli apparati di clausole testé menzionati (aggiustamento prezzo, spesso modulato sull'evoluzione dell'ebitda o della posizione finanziaria netta, e diritti di indennizzo in caso di distonie rispetto al consueto e fitto set di dichiarazioni e garanzie).

In proposito, si ricorda che il Tribunale di Milano, in un caso del 2014, riferito a un'opzione put avente ad oggetto azioni quotate, ha escluso che potesse considerarsi straordinaria e imprevedibile la nota crisi del 2008 (originata dal *crac* della Lehman Brothers), "*in quanto [non] diversa dalle normali oscillazioni di valore del sottostante, la cui variabilità rappresenta appunto elemento connesso alla causa del negozio*". In proposito, è evidente che le opzioni aventi ad oggetto azioni quotate e negoziate sul mercato telematico regolamentato meriterebbero un esame a sé, considerata l'elevata alea e la funzione speculativa che le caratterizzano e altresì la ciclica ricorrenza delle crisi del mercato: sono note a tutti quelle del 2001 per l'attentato alle Twin Towers, del 2008 per il crac Lehman Brothers, del 2011 per la crisi legata al debito dello Stato italiano e allo "*spread*" che ha caratterizzato allora i relativi titoli in rapporto a quelli del debito tedesco; peraltro, il crollo cui stiamo assistendo sembra allo stato (fermo che tutto potrebbe cambiare anche rapidamente) non avere precedenti ed essere paragonabile a casi di scuola di avvenimenti straordinari e imprevedibili quali i fatti di guerra o le storiche fiammate inflazionistiche.

Dunque, **con riferimento alle opzioni aventi ad oggetto la compravendita di partecipazioni societarie, sarà rilevante (e talvolta *dirimente*) verificare (tra l'altro) i criteri con cui viene determinato il prezzo** (ad es. mediante prezzo minimo, *fair market value* a una determinata data - data la cui *fairness* è tutta da verificare in rapporto ai recenti accadimenti e alla loro progressione temporale - o formule più complesse), atteso che il patto in sé potrebbe già prevedere meccanismi idonei a far fronte alle oscillazioni dovute alla situazione emergenziale. Peraltro, non si possono escludere in proposito soluzioni quale quella adottata da un recente lodo arbitrale in cui, facendosi applicazione dell'art. 1374 c.c. (che prevede l'integrazione del contratto anche in via di equità), si è giunti a modificare parzialmente la formula pattizia di determinazione del prezzo di compravendita di alcune azioni, al fine di tenere conto dell'esponenziale crescita dell'ebitda della società acquisita nel periodo ricompreso tra la conclusione del patto e l'esercizio dell'opzione d'acquisto, in quanto evento non previsto né disciplinato contrattualmente.

5.4. Ulteriori rimedi di origine giurisprudenziale, quali quelli per il caso di aliud pro alio e per il venir meno della presupposizione

Detto della difficile applicazione dell'art. 1467 c.c. all'opzione avente a oggetto le partecipazioni societarie, **occorre chiedersi se la situazione emergenziale non consenta un "rilancio" di altri rimedi e ricostruzioni, quale quello previsto dalla giurisprudenza in caso di *aliud pro***

***alio* piuttosto che la figura della presupposizione**, di cui, ad oggi, si è fatta solo di rado concreta applicazione (ancor meno nell'ambito della vendita di partecipazioni societarie).

La fattispecie dell'***aliud pro alio*** si ha quando viene consegnata una cosa radicalmente diversa da quella pattuita o quando viene consegnato un bene che assolve a una funzione economico-sociale diversa da quella presupposta dalle parti. Tipicamente, nella sua (cauta) applicazione giurisprudenziale, si ravvisa l'*aliud pro alio* là dove sia stata dichiarata l'insolvenza della società - poiché viene meno lo scopo di lucro - o nel caso in cui manchi l'autorizzazione a svolgere l'attività alberghiera, là dove essa sia l'unica attività esercitata dalla società oggetto di acquisto. In questi casi, risulta del tutto compromessa la destinazione all'uso che abbia costituito elemento determinante per addivenire al contratto che, pertanto, può essere risolto ex art. 1453 c.c. e ss..

Peraltro, ove la compromissione della destinazione sia (possa essere) solo temporanea, la giurisprudenza tende a escludere una fattispecie di *aliud pro alio*. Il rimedio resterebbe pertanto di dubbia applicazione nel caso (per tornare alla situazione emergenziale) di albergo requisito in uso sino al 31 luglio 2020 (ex art. 6 comma 7 del Decreto Cura Italia), piuttosto che di una partecipazione in una società la cui attività sia temporaneamente impedita ma si possa ragionevolmente ipotizzare (ove sia mai possibile, allo stato, fare previsioni) una ripresa una volta che sia terminato lo stato di emergenza.

Come accennato, un'altra ipotesi che potrebbe avere un rilievo nella situazione emergenziale è quella della ***presupposizione.*** Nel caso delle partecipazioni sociali, il precedente più noto è quello deciso dalla Corte di Cassazione nel 1991 (con la sentenza n. 12921), in cui era stata venduta una società con un solo bene sociale, e segnatamente una imbarcazione, nel frattempo colpita da sequestro giudiziario; in allora il contratto venne risolto, tenuto conto che presupposto comune alle parti era la immediata utilizzabilità del natante. La presupposizione (cioè la mancanza del presupposto sulla base del quale i contraenti sono addivenuti alla stipula di un accordo) può condurre, in assenza di una norma che specificamente la riguardi e secondo giurisprudenza e dottrina piuttosto frammentarie, alla nullità per mancanza di causa, alla risoluzione per impossibilità o eccessiva onerosità sopravvenuta, alla inefficacia del contratto e, come si è ritenuto di recente, anche ad attribuire una facoltà di recesso.

5.5. Il venir meno dell'oggetto del contratto

Infine, là dove la situazione emergenziale abbia inciso in termini *definitivi* sull'oggetto dell'opzione – come accade per esempio nei casi in cui si addivenga alla dichiarazione di insolvenza della società le cui partecipazioni sono oggetto di compravendita oppure, sempre per esempio, alla requisizione in proprietà di presidi sanitari e medico-chirurgici (anche privati) da parte del capo del dipartimento della protezione civile – non ci pare dubbio che l'attivazione dei rimedi di cui sopra (fermo che, in un'eventuale azione, andrebbero diversamente proposti in via principale e subordinata alla luce del caso concreto) condurrebbe allo scioglimento del rapporto contrattuale.

6. Cenni conclusivi

Si tratta, come premesso, di valutazioni di carattere generale, che sono suscettibili e bisognose di approfondimento e implicano di volta in volta un attento esame del caso concreto e, in particolare, dell'impianto contrattuale all'interno del quale è inserito il patto d'opzione che interessa.

Sono stati esaminati rimedi di natura giudiziale, che, allo stato, si scontrano con la sospensione imposta *ex lege* alla maggior parte della attività dei tribunali, fatta eccezione per alcune materie e per quelle questioni che, previa specifica attestazione di urgenza da parte dell'organo giudiziario, se trattate con ritardo potrebbero produrre grave pregiudizio alle parti.

Peraltro, anche nella prospettiva di una rinegoziazione secondo buona fede, riteniamo utile la **corretta ricognizione dei possibili rimedi** là dove le parti non addivengano a un assetto contrattuale rispettoso della volontà originaria dei contraenti e delle imprevedibili sopravvenienze determinate dal Covid-19 e dalla correlata normativa emergenziale.



Focus Team Private Equity

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con focus sul *private equity*.

Eliana Catalano
Societario

Giulia Bianchi Frangipane
Societario

Renato Bocca
Contenzioso

Stefano Brunello
Fiscale

Antonio La Porta
Bancario e finanziario

Stefano Micheli
Societario

Carlo Montagna
Societario

Stefano Nanni Costa
Societario

Umberto Nicodano
Societario

Alessandra Piersimoni
Societario

Vittorio Pomarici
Lavoro

Augusto Praloran
Societario

Mario Roli
Societario

Gianfranco Veneziano
Societario

Filippo Chiodini
Societario e Ristrutturazioni/Fallimentare

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.