BonelliErede
with LOMBARDI

Focus Team Private Equity
01 Luglio 2020

L'impatto del Covid-19 sui contratti di compravendita di partecipazioni

Focus Team Private Equity

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

Autori

Augusto Praloran
augusto.praloran@belex.com
tel. +39-02-771131

Elena Tellini
elena.tellini@belex.com
tel. +39-02-771131

Lorenzo Foot
lorenzo.foot@belex.com
tel. +39-02-771131

Giulia Raffaelli
giulia.raffaelli@belex.com
tel. +39-02-771131

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 company* per affrontarli in un ciclo dedicato di approfondimenti.

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



2. Introduzione

La presente nota analizza l'impatto dell'emergenza da Covid-19 sui **contratti di compravendita di partecipazioni in corso di esecuzione** e, in particolare, si propone di fornire una prima panoramica pratica delle conseguenze che, in base alla legge o alle più frequenti pattuizioni contrattuali, possano derivarne.

Senza soffermarci in merito alla distinzione tecnica, talora sottile e complessa, tra contratti preliminari e contratti definitivi a esecuzione differita, è evidente come per la maggior parte dei contratti di compravendita si abbia uno **scarto temporale tra il momento della loro sottoscrizione e quello della loro esecuzione**, con la canonica

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.

distinzione tra *signing* e *closing* e il periodo di *interim management* intercorrente tra questi.

Durante questo scarto temporale tra sottoscrizione ed esecuzione, il quadro sanitario, economico e normativo determinato dall'insorgenza della pandemia da Covid-19 potrebbe aver inciso e continuare a incidere sulla normale evoluzione degli impegni assunti, rallentando o impedendo il perfezionamento dell'operazione oggetto del contratto, o, ancora, aver alterato e alterare l'equilibrio fra le prestazioni delle parti, come originariamente convenuto.

3. Profili sui quali il Covid-19 e le misure adottate per far fronte alla situazione emergenziale possono avere un impatto

Successivamente alla sottoscrizione del contratto di compravendita, l'insorgenza o, in alcune circostanze, l'evoluzione dell'emergenza da Covid-19 potrebbe dar luogo ad alcune delle seguenti criticità.

a) Impossibilità di eseguire il contratto

Le parti potrebbero non essere temporaneamente in grado di eseguire il contratto in essere nel luogo, nei tempi e secondo le modalità ivi previste (il che può verificarsi, ad esempio, nel caso in cui uno dei contraenti sia sottoposto a misure di isolamento domiciliare o, in generale, a causa delle limitazioni agli spostamenti o assembramenti per le persone fisiche). L'esecuzione del contratto potrebbe anche divenire definitivamente impossibile (ad esempio, in caso di decesso di un contraente la cui persona sia determinante per la controparte, poiché *a latere* della compravendita vi è un insieme di pattuizioni aggiuntive, magari di lungo periodo, improntate su tale persona).

b) Incidenza sull'equilibrio fra le prestazioni – Valutazione in concreto

i. Le ripercussioni dell'emergenza da Covid-19 potrebbero poi alterare l'equilibrio fra le prestazioni dedotte nel contratto, rendendo la sua esecuzione più onerosa per una delle parti.

ii. In questi casi, è fondamentale valutare nel concreto in che modo le parti abbiano inteso ripartire fra loro il rischio relativo alle variazioni di valore delle prestazioni. Non è infrequente che i contratti in discussione prevedano una specifica disciplina per le cause di forza maggiore, introducendo rimedi convenzionali in caso sopravvengano eventi straordinari. Si pensi:

(a) alle clausole di *material adverse change* (cc.dd. MAC), con cui le parti allocano alcuni rischi legati al verificarsi, successivamente alla sottoscrizione del contratto, di circostanze eccezionali che deteriorino la situazione della società *target*, del relativo mercato e/o del quadro economico generale, consentendo al compratore di recedere. Si precisa, tuttavia, che, ai fini dell'operatività della clausola in parola, sarà necessario verificare se le circostanze dedotte si qualificassero come imprevedibili e dall'impatto eccezionale sin dal momento del *signing*: ove, infatti, il *signing* sia

avvenuto a pandemia già conclamata sul territorio nazionale, risulterà piuttosto difficoltoso avvalersi della clausola MAC;

(b) alle clausole di aggiustamento del prezzo di acquisto, che hanno l'effetto di allocare tra le parti il rischio di variazione della consistenza patrimoniale della società e, dunque, degli elementi che hanno costituito la base di calcolo di un prezzo preliminare;

(c) al caso in cui l'acquirente abbia facoltà di avanzare richieste di indennizzo a fronte della violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate al *signing* e divenute non più veritiere e corrette al *closing,* in conseguenza del deterioramento della situazione della società *target;* si pensi alle dichiarazioni e garanzie relative al *good standing* della società *target*; all'assenza di cambiamenti sostanziali rispetto a una situazione patrimoniale di riferimento e di circostanze tali da incidere negativamente sulla situazione patrimoniale o finanziaria della società o sul suo andamento economico e sulle sue prospettive future; al puntuale adempimento delle obbligazioni di pagamento nei confronti dei fornitori e da parte dei clienti; all'esigibilità dei crediti commerciali.

iii. Un'indagine in concreto delle specifiche previsioni contrattuali e della volontà delle parti è comunque fondamentale anche per determinare se siano applicabili i rimedi generali previsti dalla legge: ad esempio, ove le parti abbiano qualificato come essenziale un termine ultimo per l'esecuzione del contratto (o un termine essenziale per l'esecuzione sia comunque desumibile dalla natura dello stesso), il contratto potrebbe doversi intendere come automaticamente risolto anche se il ritardo è stato determinato da circostanze eccezionali non imputabili ad alcuna parte (cfr. articoli 1256 e 1457 cod. civ.).

c) Condizioni sospensive: dilatazione delle tempistiche

Le tempistiche necessarie per l'avveramento delle condizioni sospensive, a cui di frequente è subordinata l'esecuzione del contratto, potrebbero dilatarsi rispetto a quanto preventivato, in particolare in quei casi in cui la condizione sospensiva coinvolga soggetti terzi, fra cui pubbliche autorità, la cui operatività può essere ridotta. Può essere così, ad esempio, in conseguenza di ritardi nel rilascio di provvedimenti della pubblica amministrazione: si pensi al caso in cui il *closing* sia condizionato ad autorizzazioni in materia *antitrust* o all'espletamento di procedure di verifica dell'opportunità o meno di esercizio di poteri straordinari governativi in settori strategici (c.d. *Golden Power*), i cui termini siano sospesi per legge.

4. I rimedi previsti dalla legge

a) L'impossibilità sopravvenuta temporanea (art. 1256, 2° comma, cod. civ.): rinvio del *closing*

i. Nello scenario presentato al **precedente punto 3.a)**, l'impossibilità di eseguire il contratto può essere temporanea; in tal caso:

(a) l'obbligo di eseguire il contratto è sospeso per tutto il periodo in

cui perdura l'impossibilità;

(b) la parte che versa nell'impossibilità di eseguire il contratto non è responsabile del ritardo dell'adempimento.

ii. In questo senso, l'articolo 91 del D.L. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. "Decreto Cura Italia"), convertito con modificazioni dalla legge 24 aprile 2020, n. 27, ha ulteriormente precisato che l'inadempimento o il ritardo causato dal rispetto delle misure di contenimento da Covid-19 non determina la responsabilità né l'obbligo di risarcimento del danno da parte del debitore di una prestazione; è inoltre esclusa l'applicazione di eventuali decadenze o penali connesse a ritardati o omessi adempimenti.

iii. Esclusa dunque la responsabilità del contraente inadempiente, viene meno la possibilità delle parti di ricorrere ai rimedi previsti dalla legge in caso di inadempimento e la parte adempiente non può, ad esempio:

(a) risolvere di diritto il contratto tramite l'invio di una diffida ad adempiere (art. 1454 cod. civ.);

(b) risolvere di diritto il contratto tramite la manifestazione della volontà di avvalersi di una clausola risolutiva espressa (art. 1456 cod. civ.);

(c) recedere dal contratto trattenendo la caparra confirmatoria (art. 1385 cod. civ.);

(d) agire in giudizio per ottenere l'esecuzione in forma specifica del contratto non concluso (art. 2932 cod. civ.), la risoluzione del contratto per inadempimento (art. 1453 cod. civ.), la condanna al risarcimento del danno (articoli 1223 e 1453 cod. civ.) o al pagamento di quanto previsto dalla clausola penale inserita nel contratto (art. 1382 cod. civ.).

iv. Tuttavia, se l'impossibilità temporanea si protrae per un periodo di tempo oltre al quale l'altra parte non può più pretendere la prestazione o non ha più interessa a conseguirla, le reciproche obbligazioni contrattuali si estinguono, con obbligo di restituzione delle prestazioni eventualmente già ricevute (ad esempio, il prezzo della caparra confirmatoria o eventuali acconti sul prezzo già versati).

b) **L'impossibilità sopravvenuta definitiva (art. 1256 cod. civ.): scioglimento del contratto**

Nello scenario presentato al **precedente punto 3.a)**, l'impossibilità di eseguire il contratto può essere definitiva; in tal caso:

(a) il contratto è risolto di diritto;

(b) l'obbligazione di perfezionare l'operazione si estingue;

le parti, conformemente a quanto discusso al precedente punto 4.a)iv, sono tenute a restituire le prestazioni eventualmente già ricevute in esecuzione del contratto.

c) **L'eccessiva onerosità sopravvenuta (art. 1467 cod. civ.)**

i. Nello scenario presentato al **precedente punto 3.b)**, l'emergenza da

Covid-19 può determinare una sproporzione tra il valore economico delle prestazioni oggetto del contratto. Si pensi al caso in cui l'acquirente ritenga che il valore delle partecipazioni della *target* si sia notevolmente ridotto rispetto alla valutazione originariamente effettuata, magari in ragione del settore specifico in cui questa opera. In tal caso, può venire innanzitutto in rilievo lo strumento dell'eccessiva onerosità sopravvenuta di cui all'art. 1467 cod. civ.

ii. Affinché sia possibile avvalersi di tale rimedio è necessario che il contraente che lo invoca dimostri che:

   (a) al momento della stipula del contratto di compravendita la crisi epidemiologica e i suoi effetti non fossero prevedibili sulla base degli elementi allora disponibili; a questo fine, è dunque dirimente la data della stipula del contratto;

   (b) vi sia sproporzione tra le prestazioni, che si sia verificata nel tempo intercorrente tra *signing* e *closing*;

   (c) le parti non abbiano già regolato nel contratto il rischio derivante da variazioni del valore economico delle prestazioni o abbiano espressamente pattuito un regime di allocazione di rischi convenzionale (si citava in precedenza la MAC, ma il contratto potrebbe anche essere qualificato convenzionalmente come aleatorio ai sensi dell'art. 1469 cod. civ.).

iii. Anche alla luce di quanto precede, va sottolineato che il rimedio di cui all'art. 1467 cod. civ. non risulta di pacifica applicazione a tutti i contratti di compravendita. Tipicamente, molti di questi includono previsioni che regolano il rischio di variazioni del valore della società *target*: ad esempio, come detto (cfr. il precedente punto 3.b)ii)), attraverso l'inserimento di clausole MAC, di aggiustamento del prezzo, oppure di indennizzo a fronte della violazione di dichiarazioni e garanzie (queste ultime, peraltro, spesso accompagnate da clausole cc.dd. di *sole remedy*, che escludono espressamente l'applicabilità di rimedi diversi dall'indennizzo). Si tenga, inoltre, presente che oggetto della compravendita – e quindi, della maggior onerosità di cui all'art. 1467 cod. civ. – sono le partecipazioni nella società, e non il patrimonio sociale: atteso che gli impatti economici dell'emergenza da Covid-19 incidono sulla consistenza del valore patrimoniale o di mercato o sulla profittabilità della società (e non direttamente sulle partecipazioni), invocare il rimedio in esame risulta quindi non immediato e, si ricorda, richiede necessariamente un attento esame di tutte le variabili rilevanti.

iv. Si badi poi che il rimedio dell'eccessiva onerosità sopravvenuta non si applica di diritto, ma richiede la presentazione di una domanda giudiziale (e una decisione favorevole del giudice), per cui risulta anche molto importante ragionare su una strategia articolata che tenga in considerazione anche questo fattore.

v. Per evitare la risoluzione, la parte che subisce la domanda giudiziale può offrirsi di modificare equamente le condizioni del contratto, in modo da ricondurre a equità la prestazione divenuta eccessivamente

onerosa (affinché impedisca la risoluzione del contratto, tale offerta dovrà essere tale da eliminare il connotato dell'eccessività dell'onerosità sopravvenuta, riconducendo la stessa nei limiti consentiti dalla normale alea del contratto).

vi. Si può facilmente intuire come questi elementi ben si prestino a dare il via a un nuovo *round* di negoziazioni, in cui le parti, valutando in ogni caso un'esecuzione e rinegoziazioni secondo buona fede (art. 1375 cod. civ.), potrebbero decidere di confrontarsi e considerare tutti gli elementi del caso, rivedendo magari alcuni termini economici, dandosi dei termini sostenibili anche nel nuovo contesto, ecc.. Naturalmente, l'approccio a tale negoziato dev'essere "informato" e può essere fatto dopo aver esaminato il caso e aver maturato una comprensione dei diritti azionabili, degli obblighi da rispettare e, in generale, aver valutato la posizione negoziale.

d) Altri rimedi: la vendita "*aliud pro alio*"

Sempre nello scenario presentato al **precedente punto 3.b)**, al fine di far fronte in via negoziale all'alterazione dell'originale equilibrio contrattuale causato dall'emergenza da Covid-19, le parti potrebbero ipotizzare di ricorrere allo strumento di tutela dell'*aliud pro alio*: a tale strumento, di elaborazione giurisprudenziale (e applicato con cautela dai giudici), si può far riferimento quando, nell'ambito di una compravendita, sia consegnata una cosa radicalmente diversa da quella pattuita e consente in tal caso all'acquirente di risolvere il contratto. Questo rimedio potrebbe, ad esempio, essere invocato – giudizialmente – in caso di vendita di partecipazioni di una società di cui, successivamente al *signing*, sia dichiarato lo stato d'insolvenza (nel caso in esame, dovuto alla crisi economica da Covid-19); infatti lo stato di insolvenza fa venire meno lo scopo di lucro della società, così alterando una qualità essenziale della partecipazione ceduta. Si tenga presente, tuttavia, che l'art. 10 del D.L. 8 aprile 2020, n. 23, c.d. "Decreto Liquidità", convertito con modificazioni dalla legge 5 giugno 2020, n. 40, ha "congelato", dichiarandoli improcedibili, i ricorsi per la dichiarazione di fallimento depositati tra il 9 marzo 2020 e il 30 giugno 2020 (ad eccezione dei casi in cui il ricorso sia presentato dal pubblico ministero e contenga la domanda di emissione di provvedimenti cautelari o conservativi).

5. Condizioni sospensive relative al rilascio di provvedimenti da parte delle autorità amministrative o impositive

Nello scenario presentato al **precedente punto 3.c)**, il procedimento per ottenere il provvedimento dell'autorità amministrativa, al cui rilascio sia subordinato il perfezionamento dell'operazione, potrebbe subire rallentamenti a seguito dell'emergenza da Covid-19. Si tenga, quindi, presente quanto segue.

a) Impossibilità sopravvenuta temporanea (art. 1256, 2° comma, cod. civ.)

I ritardi della pubblica amministrazione configurano, al pari di quanto illustrato al precedente punto 4.a), un'ipotesi di impossibilità sopravvenuta di natura temporanea, che comporta la sospensione dell'obbligo di eseguire il contratto per tutto il periodo in cui perdura l'impossibilità.

b) Misure particolari di sospensione dei termini adottate nel contesto dell'emergenza da Covid-19

Per far fronte all'emergenza sanitaria da Covid-19, sono state adottate le seguenti misure di sospensione dei termini delle attività della pubblica amministrazione:

i. la sospensione dei termini relativi allo svolgimento dei procedimenti (iniziati sia su istanza di parte che d'ufficio) della pubblica amministrazione e dei soggetti a essa equiparati pendenti alla data del 23 febbraio 2020 o iniziati successivamente a tale data, fino al 15 maggio 2020 (art. 103 del Decreto Cura Italia e art. 37 del Decreto Liquidità):

   (a) tale sospensione si applicava anche ai termini per la formazione del silenzio assenso/silenzio rigetto;

   (b) la sua conseguenza è stata un "congelamento" dei procedimenti per il rilascio di provvedimenti amministrativi, i cui termini hanno ricominciato a decorrere dal 16 maggio 2020;

   (c) la sospensione ha determinato e determina inevitabili slittamenti dei procedimenti pendenti;

ii. la sospensione dall'8 marzo al 31 maggio 2020 dei termini delle attività degli uffici degli enti impositori (fra cui, l'Agenzia delle Entrate) e quindi, tra l'altro, dei termini per fornire risposta alle istanze di interpello (art. 67 del Decreto Cura Italia), che ha determinato analoghe conseguenze in tema di slittamenti dei procedimenti pendenti.

6. Misure adottate dalle autorità e spunti pratici per dare corso a certe operazioni esecutive caratteristiche durante la permanenza della situazione emergenziale da Covid-19

a) Misure in materia di svolgimento delle assemblee (art. 106 del Decreto Cura Italia e Massima 187 del Consiglio Notarile di Milano)

i. Approvazione dei bilanci 2019: le S.p.A., S.a.p.a., S.r.l., società cooperative e mutue assicuratrici, anche se non tenute alla redazione del bilancio consolidato, hanno la facoltà di convocare l'assemblea annuale per l'approvazione del bilancio entro 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, anche in deroga allo statuto sociale e senza dover motivare le "*particolari esigenze relative alla struttura ed all'oggetto della società*" normalmente richieste dall'art. 2364, c. 2, cod. civ.

ii. Per i bilanci che chiudono al 31 dicembre, l'assemblea poteva quindi essere convocata entro domenica 28 giugno 2020; allo stesso modo, il termine per l'approvazione del progetto di bilancio da parte dell'organo amministrativo è slittato di conseguenza (purché entro 30 giorni dalla data prevista per l'assemblea ai sensi dell'art. 2429 cod. civ.).

iii. Modalità di partecipazione all'assemblea[1]: le S.p.A., S.a.p.a., S.r.l., società cooperative e mutue assicuratrici, relativamente a qualsiasi assemblea ordinaria e straordinaria convocata entro il 31 luglio 2020, anche in deroga alle eventuali disposizioni statutarie della società interessata, possono:

(a) tramite l'avviso di convocazione dell'assemblea ordinaria o straordinaria, prevedere l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione;

(b) far sì che l'assemblea (ordinaria o straordinaria) si svolga, anche esclusivamente, mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto.

iv. Presidente e segretario: l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione riguarda anche il presidente e, a seconda dei casi, il segretario o il notaio; in particolare:

(a) non è necessario che presidente e segretario (o notaio) si trovino nel medesimo luogo, anche in deroga a quanto previsto dallo statuto sociale;

(b) è sufficiente che solo il segretario (o il notaio) si trovi nel luogo di convocazione;

(c) ove diverse dal segretario (o dal notaio), nel luogo di convocazione potranno essere presenti anche le persone incaricate dal Presidente per l'identificazione dei partecipanti e la verifica dei voti.

v. Consultazione scritta e consenso espresso per iscritto: le S.r.l. possono evitare di convocare l'assemblea e consentire che l'espressione del voto avvenga mediante consultazione scritta o per consenso espresso per iscritto in relazione a qualsiasi decisione dei soci (in deroga a quanto previsto dall'art. 2479 cod. civ.) e anche ove tali possibilità non siano previste dallo statuto.

b) Attività degli studi notarili

i. Gli studi notarili devono garantire il rispetto delle misure di

---

[1] Per un ulteriore approfondimento sul quadro normativo che disciplina la partecipazione da remoto alle assemblee di società di capitali, con particolare riguardo alla compatibilità di tale quadro normativo con la tecnologia *blockchain*, si rimanda alla newsletter disponibile qui.

distanziamento sociale e così le parti potranno accedervi rispettando le distanze di sicurezza e adeguandosi alle prescrizioni di sicurezza adottate dallo studio.

ii. Al fine di evitare assembramenti di persone o comunque spostamenti per raggiungere lo studio notarile, alcuni notai danno la possibilità di conferire a propri collaboratori procure notarili (così da consentire a ciascun soggetto interessato di recarsi da un notaio nelle proprie vicinanze ed evitare che più persone si ritrovino presso il medesimo studio notarile contemporaneamente) o deleghe di voto, disponibilità che anche molti avvocati abitualmente garantiscono anche al di là dell'emergenza.

iii. Si ricorda poi che nulla vieta che atti esecutivi siano stipulati dalle parti presso notai differenti, nel caso ad esempio in cui i firmatari si trovino su piazze distinte.



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