

Commissione Tax&Legal, Approfondimenti, marzo 2020

a cura di Giorgio Mariani (Partner Deloitte Legal)

Covid-19: il ritorno delle clausole MAC

Introduzione. Nei contratti di M&A le clausole “*material adverse change*” consentono all’acquirente di recedere all’occorrenza di determinati eventi imprevedibili che abbiano un impatto negativo rilevante (“**Clausole MAC**”).

Dalle torri gemelle al *credit crunch*. L’inserimento delle Clausole MAC nei contratti internazionali è divenuto sistematico dopo l’11 settembre 2001. Uno degli episodi più noti riguarda il caso *WPP Group plc vs. Tempus Group plc.*, società di marketing che aveva lanciato, nell’estate del 2001, un’offerta pubblica di acquisto per le azioni delle società quotate *Tempus Group plc*. L’offerta in questione conteneva una Clausola MAC che, a seguito dell’atto terroristico, fu invocata da *WPP Group plc* per ritirare l’offerta pubblica. In seguito, la stretta creditizia del 2008 originata dalla crisi dei mutui *sub-prime* ha visto una recrudescenza del ricorso alle Clausole MAC, opportunamente declinate anche nei contratti di finanziamento.

L’impatto del Covid-19. Sebbene l’attacco terroristico del 2001, il *credit crunch* e la pandemia di Covid-19 siano eventi diversissimi, si prevedono all’orizzonte simili ripercussioni economiche e sociali. Contrazione dei consumi, stretta del credito bancario, produzione rallentata e problematiche di *import-export* sono tra i fenomeni che accompagneranno l’incertezza che dominerà il settore M&A nel prossimo futuro.

Tra il dire e il fare. Talvolta denominate “*Material Adverse Effect*” o “*Material Adverse Event*”, queste clausole nate dalla prassi dei contratti di M&A hanno trovato applicazione in altri ambiti come contratti di finanziamento e di progetto. In ultima analisi, la loro utilità rileva ovunque vi sia uno iato temporale tra il momento in cui le obbligazioni vengono contratte e il momento in cui se ne prevede l’esecuzione.

La circostanza sfavorevole. Nella prassi contrattuale, l’evento, l’effetto o il mutamento a cui si fa normalmente riferimento nelle Clausole MAC riguarda l’oggetto immediato della vendita ovvero il patrimonio o l’attività aziendale sottostante, e può colpirne un ambito molto ristretto, come un contratto con un particolare cliente, o molto ampio, come il quadro regolamentare in cui l’azienda opera.

Esclusioni. E’ interesse del venditore circoscrivere l’ambito di queste previsioni al minimo, eventualmente precisando quali categorie di circostanze non potranno mai essere considerate ai fini della Clausola MAC. Poiché la circostanza di norma deve anche essere sopravvenuta e imprevedibile, al fine di mitigare la portata della Clausola MAC il venditore potrebbe voler rappresentare all’acquirente potenziali rischi che potrebbero integrare la circostanza sfavorevole.

Al contrario, è interesse dell'acquirente qualificare la clausola in modo da assicurarsi il diritto di recesso anche nel caso in cui un rischio noto si concretizzi.

Rilevanza. L'evento, oltre che *sfavorevole*, deve essere *rilevante*. Il venditore farà bene a qualificare il concetto di rilevanza, ad esempio come impatto sul fatturato o altri indicatori contabili (EBITDA o Posizione Finanziaria Netta), ricorrendo anche a soglie di valore. Allo stesso tempo l'acquirente tenterà di riservarsi discrezionalità sulla rilevanza dell'evento o di approfittare di una formulazione vaga. A tale proposito, l'acquirente potrebbe tentare di infiltrare nella definizione di "evento rilevante" l'astratta propensione a causare effetti sfavorevoli in futuro, mentre il venditore proverà a limitarne la portata agli effetti che si concretizzeranno prima della data del *closing*.

Rimedi tipici. Le Clausole MAC tipicamente consentono di recedere dal contratto nel caso in cui la circostanza si verifichi tra la data del *signing* (sottoscrizione del contratto preliminare/accordo quadro) e la data del *closing* (stipula dell'atto di cessione/esecuzione delle obbligazioni caratteristiche). Il ricorso al recesso potrebbe essere subordinato ad un periodo di sospensione degli effetti del contratto (*cool-off*). Laddove l'evento sfavorevole sia stato definito in termini di impatto su indicatori contabili, le parti potrebbero anche prevedere un meccanismo di aggiustamento del prezzo. Qualora, invece, l'acquirente imponesse una Clausola MAC dai contorni laschi, il venditore potrebbe tutelarsi chiedendo una penale per il recesso (*breakage fee*). Al fine di evitare utilizzi strumentali, il venditore potrebbe, inoltre, imporre all'acquirente un termine ragionevolmente breve per l'esercizio del rimedio.

Talvolta nella prassi l'assenza di circostanze sfavorevoli rilevanti viene dedotta in condizione sospensiva, subordinando quindi gli effetti del contratto preliminare/quadro alla assenza di circostanze alla data del *closing*. Questo impiego può comportare difficoltà pratiche in sede di verifica dell'avveramento della condizione.

Nei contratti di finanziamento. Nei contratti di finanziamento gli eventi sfavorevoli sono quelli che impattano sulla capacità del debitore di far fronte, anche solo in chiave prospettica, alle obbligazioni assunte con il contratto di finanziamento. Di conseguenza, le Clausole MAC consentono ai *lenders* una via di fuga quando capacità patrimoniali, economiche o finanziarie del debitore risultino compromesse a seguito di eventi rilevanti.

La "Market MAC". A partire dal Credit Crunch del 2008 nella prassi anglosassone dei contratti di finanziamento si è cominciato a parlare di "Market MAC", una Clausola MAC legata non tanto a circostanze che indeboliscano il debitore ma che siano tali da influenzare negativamente anche il più ampio orizzonte dei mercati finanziari o del credito interbancario. Nell'ambito delle operazioni di M&A, l'incertezza derivante da questo tipo di previsioni dei contratti di finanziamento comporta la necessità di riflettere la Market MAC anche nello *share purchase agreement*.

Nelle Representations & Warranties. Visto il tempo normalmente impiegato per negoziare la definizione di *material adverse change*, non sbaglierebbe chi la utilizzasse anche nell'ambito delle garanzie contrattuali sulla conduzione del *business* dalla data di riferimento contabile.

Soluzioni del Codice Civile. In assenza di clausole MAC, le parti di un contratto di diritto italiano possono contare sulle tutele previste nei casi di impossibilità sopravvenuta o di eccessiva onerosità sopravvenuta di cui agli artt. 1463 c.c. e 1467 c.c.

Impossibilità sopravvenuta. Nei contratti con prestazioni corrispettive, si intende un evento imprevisto che ostacoli in modo assoluto e definitivo l'adempimento della prestazione da parte del debitore o l'utilizzazione della stessa ad opera della controparte, purché tale impossibilità non sia imputabile al creditore e il suo interesse a ricevere la prestazione non sia venuto meno. Nel caso in cui si verifichi tale evento, ciascuna delle parti avrà diritto a risolvere il contratto. Diversa ipotesi costituisce, invece, l'impossibilità sopravvenuta temporanea: se, infatti, l'evento ostacolante l'adempimento della prestazione è temporaneo, la sospensione della prestazione deve essere preferita alla risoluzione del contratto: alla sospensione seguirà poi la risoluzione se verrà a mancare l'interesse di colui che deve ricevere la prestazione.

Eccessiva onerosità sopravvenuta. Coincide con il verificarsi di fatti sopravvenuti, straordinari ed imprevedibili che rendano la prestazione eccessivamente onerosa; tali fatti devono inoltre essere accaduti nell'arco di tempo intercorrente tra il momento della conclusione del contratto e quella della sua esecuzione. Come disposto dal comma 2 dell'art. 1467 c.c., la risoluzione del contratto non sarà legittima se "la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto".

Contratto aleatorio. Notare che nella prassi dei contratti di M&A si tende a qualificare lo *share purchase agreement* come contratto aleatorio, rinviando all'articolo 1469 c.c. Tale rinvio, laddove opportunamente contestualizzato, potrebbe mettere fuori gioco l'istituto dell'eccessiva onerosità sopravvenuta.

Mutamento delle condizioni patrimoniali. In ultimo, ai sensi dell'art. 1461 c.c. ciascun contraente ha il diritto di sospendere l'esecuzione della propria prestazione se, successivamente alla conclusione del contratto, le condizioni patrimoniali dell'altra parte pongono in evidente pericolo il conseguimento della controprestazione. A differenza dell'impossibilità sopravvenuta e dell'eccessiva onerosità, questa previsione non delinea un rimedio risolutorio ma legittima una forma di autotutela laddove non venga prestata idonea garanzia dalla parte potenzialmente inadempiente.

Conclusione. Lo scenario di incertezza introdotto dalla pandemia concederà molto spazio alle Clausole MAC. Occorrerà porre attenzione particolare alla qualificazione della imprevedibilità degli eventi. In assenza di tali rimedi pattizi sono disponibili le soluzioni offerte dal Codice Civile, che tuttavia hanno un campo di applicazione circoscritto.