

*Commissione Tax&Legal, Approfondimenti, aprile 2020*

*a cura di avv. Milena Prisco (Counsel CBA)*

## **Gli effetti del Coronavirus sulle operazioni di Private Equity e Venture Capital**

Il Covid19 sta impattando sulle operazioni di *Private Equity* (“PE”) e *Venture Capital* (“VC”) in corso, creando una serie di effetti che condizioneranno in modo significativo anche gli investimenti futuri e il loro approccio anche legale.

La ricaduta dell’emergenza sanitaria sulle operazioni di investimento varia a seconda delle *industry* di riferimento delle *target*. Sia aziende che investitori stanno correndo ai ripari per minimizzare gli effetti della contrazione economica sulle operazioni in fase di negoziato o di svolgimento, dove, ad esempio, si è fra il *signing* e il *closing*. I presidi e rimedi contrattuali a disposizione degli investitori costituiscono leve negoziali di fondamentale importanza, di seguito le principali clausole che potrebbero venire a supporto degli operatori.

### **Le clausole MAC/MAE**

La *way out* degli investitori da un’operazione può essere garantito dalle clausole così dette MAC o MAE (rispettivamente *material adverse change clause* o *material adverse effect*). Queste clausole, a seconda dei casi e in presenza di eventi imprevedibili alla data di sottoscrizione degli accordi che impattano in misura significativa sul *business* o su determinate variabili dell’investimento, possono consentire agli investitori di recedere e quindi: non addivenire al *closing* o non procedere alla sottoscrizione e versamento dell’aumento di capitale, ove già deliberato, modificare/rinegoziare la *pre-money valuation* o ancora dilazionare in *tranche* l’investimento prospettato. Il ricorso al recesso potrebbe anche essere subordinato ad un periodo di sospensione degli effetti del contratto (*cool-off*).

La casistica degli eventi imprevedibili è delle più varie a seconda delle *industry* potendo riguardare ad esempio la violazione di garanzie concesse dal venditore o dalla *target*, la perdita di clienti ritenuti strategici, la “perdita” di *asset* intangibili che siano *core* nelle aziende innovative, cambiamenti normativi o provvedimenti di autorità pubbliche che danneggiano il *business* o fanno venir meno l’interesse ad acquisire la *target* (c.d. *factum principis*). È auspicabile che le clausole dettino criteri di determinazione della rilevanza sfavorevole degli eventi in questione, come l’impatto sul fatturato o su specifici indicatori (e.g. Ebitda, PNF). La prassi contrattuale con meccanismi di *carve-out* può anche prevedere l’esclusione dal novero degli eventi imprevedibili di ipotesi o già determinate o già conosciuti all’investitore, il cui verificarsi non darebbe quindi diritto al recesso; in questo catalogo la pandemia Covid19 potrebbe rientrare nelle clausole MAC/MAE in corso di negoziazione per escluderla *ad origine* dai casi che consentano il recesso.

La tipologia delle MAC/MAE e le modalità di un loro utilizzo dipende, inoltre, dalla legge applicabile agli accordi ove non italiana, circostanza che può ricorrere nelle operazioni *cross-border* che vedono l’applicazione della legge straniera.

Negli accordi soggetti alla legge italiana, in mancanza di clausole MAE/MAC, il codice civile prevede gli istituti della impossibilità sopravvenuta (art. 1463 c.c.) con diritto di ciascuna parte di risolvere il contratto e della eccessiva onerosità (art. 1467 c.c.) di una determinata prestazione (es. l’investimento) e il conseguente diritto della parte per cui l’obbligazione è divenuta eccessivamente onerosa di risolvere il contratto o di modificarne equamente le condizioni, soluzione questa di non immediata attuazione e di una certa complessità. L’eccessiva onerosità sopravvenuta potrebbe essere di delicata contestualizzazione nel caso in cui gli accordi di investimento vengano qualificati dalle parti espressamente come accordi aleatori ai sensi dell’articolo 1469 c.c.. Nel caso di contratti, invece, retti da leggi straniere occorrerà verificare la

sussistenza di previsioni della legge applicabile che consentano l'attuazione di rimedi di *way out* dell'investitore dall'operazione (i.e. recesso o risoluzione) o di *hardship* con diritto di rinegoziazione.

### **Le clausole di aggiustamento del prezzo e della *pre-money valuation***

L'impatto negativo dell'emergenza Covid19 sulle *target* potrebbe comportare temi rilevanti sul prezzo delle acquisizioni nel PE e sulle *pre-money valuation* degli investimenti VC.

Nelle operazioni di PE, gli SPA che prevedono una struttura a prezzo fisso (i.e. *locked-box*) sono quelli che maggiormente potrebbero risentire delle conseguenze dannose a carico delle *target*, rispetto a quelli che prevedono meccanismi di aggiustamenti del prezzo *post closing*, che garantiscono una maggiore adesione del corrispettivo alle evoluzioni degli indicatori della *target*, ove oggetto di negoziato fra le parti. Nelle operazioni di VC, quando l'effetto della MAC/MAE azionata consiste nella modifica / rinegoziazione al ribasso della *pre-money valuation* delle *target*, la mancanza di meccanismi concordati di "ricalcolo", che consentano la rideterminazione della valutazione d'azienda, può comportare di solito l'intervento di periti o arbitratori ingaggiati nella determinazione del valore con conseguenti ritardi e costi.

### **Le clausole *Interim Period***

Le MAC / MAE si negoziano normalmente quando sono previsti tempi medi/lunghi fra il *signing* e il *closing*. Il fattore tempo è sicuramente la *ratio* che è alla base anche delle clausole di *Interim Period*, che regolano l'attività della azienda nel periodo compreso fra il *signing* e il *closing*, perimetrando l'ordinaria amministrazione, limitandola con soglie massime di spese e stabilendo il divieto del compimento di una serie di atti di gestione o di operazioni sul capitale, salvo il consenso preventivo degli investitori. La pandemia in corso potrebbe richiedere il compimento di atti di gestione da parte delle *target* che valicano il perimetro di azione concordato dalle parti, è, quindi, opportuno verificare se le clausole di *Interim Period* in essere prevedano la possibilità di deroga dei limiti concordati mediante l'autorizzazione preventiva degli investitori e non richiedano, invece, in mancanza di questa possibilità una modifica espressa della previsione. Per le operazioni in corso di negoziazione sarà necessario un esame congiunto con la *target* di *contingency plan*, ove esistenti oppure in alternativa un obbligo alla predisposizione da porre come condizione al *closing*.

### **Le condizioni al *closing***

I provvedimenti del Governo con le misure di contenimento hanno portato una serie di rallentamenti che possono impattare su quei atti o eventi qualificati contrattualmente come condizioni preliminari, subordinatamente al verificarsi delle quali si procede ai *closing*. La tipologia di queste condizioni spazia da atti che coinvolgono di soggetti pubblici (es. *clearance* Antitrust, licenze IP in comproprietà con una università), al raggiungimento di obiettivi di fatturato o al compimento di specifiche *milestone* di aziende innovative, che possono essere compromesse dall'attuale situazione di stallo di aziende e enti. Nel caso in cui queste condizioni siano di fatto compromesse o rischino di non potersi verificare nei termini contrattuali pattuiti, a causa degli eventi scatenati dall'insorgere del Covid19, si rischia di non poter procedere ai *closing*, salvo non aver previsto espressamente la possibilità che dette condizioni siano state poste nell'esclusivo interesse dell'investitore che, quindi, vi può rinunciare con consenso a procedere in ogni caso all'investimento. Rimane salva la possibilità di una rinegoziazione delle condizioni o dei termini di avveramento, circostanza che richiede però il benessere di tutte le parti dell'operazione. È ovviamente questo il caso in cui l'investitore abbia interesse ad addivenire nei termini convenuti al perfezionamento del *closing*. Per gli accordi in corso di negoziazione, potrebbe essere funzionale prevedere meccanismi automatici di estensione delle *deadline* di avveramento delle condizioni con impegno delle parti a fare in ogni caso tutto quanto è nelle loro possibilità per l'utile conseguimento delle condizioni pendenti.

### **La *due diligence* e le *representation & warranty***

L'emergenza Covid19 impone un cambiamento della *best practice* degli investimenti PE e VC, nel cui ambito le *due diligence* dovranno analizzare fattori prima di oggi poco considerati.

È il caso delle polizze assicurative per i casi di interruzione del *business* per eventi straordinari e imprevedibili, piani di copertura sanitaria per i dipendenti, procedure di gestione del rischio e meccanismi di *exit* nei contratti della *supply chain* soprattutto con controparti straniere, procedure di *smart working* e per queste modalità di lavoro conseguente *compliance* con il GDPR con riferimento alle target che hanno base in EU e in UK, *contingency plan*, sicurezza sul lavoro anche a riguardo a protocolli che garantiscono policy speciali per il lavoro *in house*, *covenant* dei contratti di finanziamento. Sulla base delle risultanze della *due diligence*, la protezione dell'investimento dovrà, quindi, passare per la negoziazione di garanzie contrattuali con un *focus* speciali che tengano conto, in un'ottica nuova, della capacità dell'azienda di affrontare e/o minimizzare rischi che possono derivare da eventi imprevedibili della portata del Covid19 con impatto sui sistemi di privacy, forza lavoro, gestione dei contratti della *supply chain*, solvibilità dei contratti di finanziamento. Nel caso in cui le parti intendano dotarsi di polizze W&I sarà necessario verificare che le stesse coprano o escludano perdite relative ai casi di epidemie e pandemie in generale nonché del Covid19 in particolare.