

Professionisti sempre più centrali nel traghettare le aziende verso gli adempimenti green

# Imprese ed Esg, gli studi in campo per la sostenibilità

PAGINA A CURA  
DI ANTONIO RANALLI

**E**sg non significa solo responsabilità ambientale, conservazione delle risorse, mitigazione dei cambiamenti climatici e miglioramento della governance aziendale. Sotto la spinta di una crescente pressione normativa da parte dei vari Stati – mediante il ricorso a sistemi di sanzioni e premi – l'adeguamento a criteri virtuosi di Esg vuol dire anche migliore gestione del credito (cioè accesso agevolato ai finanziamenti), modernità dell'impianto aziendale e produttivo, maggiore stabilità del business, miglioramento dell'immagine reputazionale verso il sistema e verso i dipendenti e, nel medio e lungo periodo. «Di fatto stiamo già assistendo all'introduzione di un vero e proprio rating di sostenibilità da spendere sul mercato», spiega **Carlo Giuseppe Saronni**, partner & head of legal di **Bernoni Grant Thornton**. «Quindi si è passati dall'etica al diritto e all'economia reali. Per gli operatori è ora importante valutare gli investimenti tenendo in considerazione non solo elementi legati alla redditività, ma anche quelli relativi alle metriche Esg. Nel mercato la valutazione sugli aspetti di Esg è passata da accessoria a primaria per dar seguito all'acquisto di una azienda. Questo fenomeno, già da tempo registrato sia sui mercati Usa che in quelli Emea più dinamici, trova ora riscontro anche in Italia. I fondi di Private Equity (attori protagonisti nel mondo delle M&A) stanno modificando i loro regolamenti di gestione per introdurre vincoli di investimento legati alle sole aziende che rispettino in maniera tangibile parametri Esg secondo alti standard di mercato». I dati forniti da **Sante Maiolica**, che dirige il settore M&A di **Bernoni Grant Thornton**, testimoniano l'incremento massivo, da parte degli acquirenti, di richieste di servizi di *Esg due diligence* integrati sempre di più nelle business *due diligence*. Nell'anno 2022 il 38% delle business *due diligence* è stato accompagnato dalla *Esg due diligence*. Il dato è cresciuto al 53% nel 2023 e si prevede arrivi alla soglia del 70% nel 2024».

Le pratiche aziendali in tema di sviluppo sostenibile e integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (Esg) sono considerate indicatori di resilienza aziendale, di capacità di innovazione e di mitigazione dei rischi finanziari,

legali e reputazionali. «Le imprese che mostrano un impegno serio verso la sostenibilità sono percepite come dotate di un management moderno e lungimirante e, pertanto, meglio equipaggiate per affrontare crisi economiche, progressivi cambiamenti normativi e pressioni del mercato, aumentando l'attrattiva da parte di investitori istituzionali e players industriali, anche nella prospettiva del disinvestimento», dice **Guido Testa**, co-managing partner e head del dipartimento di MA&PE di **Orriick Italia**. «La rilevanza dei fattori Esg e le performance Esg dell'impresa target possono avere un impatto diretto anche nella strutturazione finanziaria del deal, in quanto queste imprese possono ottenere fonti e condizioni di finanziamento migliori, come tassi d'interesse più bassi e maggiore flessibilità nei covenant. Ciò si traduce in un abbassamento



del costo del capitale e in una struttura del deal più solida e sostenibile nel lungo termine. A livello di valutazione d'impresa, le aziende con forti credenziali Esg o con *score* Esg elevate possono giustificare valutazioni più alte e, di conseguenza, componenti incrementali sul prezzo d'acquisto, come premi d'acquisizione e meccanismi di *earn-out*, direttamente legati al raggiungimento di determinati *key performance indicators* (KPIs) di matrice Esg, sul presupposto che le pratiche Esg sono in grado di garantire una crescita sostenibile, un efficientamento dei costi, nonché una mitigazione dei rischi a lungo termine, in linea con la cornice normativa delineata dal legislatore europeo e nazionale».

Negli ultimi anni, si registra anche in Italia, una progressiva e costante crescita dell'interesse dei player dell'M&A, private equity e corporate, rispetto alle tematiche Esg. Come spiega **Vanessa Sobrero**, partner di **Gatti Pavesi Bianchi Ludovici** «crescente è il numero di società che istitu-

scono o internalizzano, anche in posizioni apicali, figure e competenze Esg, e di investitori che, ai fini delle proprie scelte di investimento, si dotano e ricorrono ad esperti nella valutazione e misurazione di rischi e performance Esg. Questo fenomeno è in grado di influire anche sulle negoziazioni e la definizione degli accordi regolanti le operazioni straordinarie: si pensi all'ampiamento del perimetro della *due diligence* e del *risk assesment* per comprendere profili di sostenibilità e impatto, e alla previsione, anche ricorrendo a strumenti contrattuali tradizionali (quali clausole di aggiustamenti prezzo, dichiarazioni e garanzie), di apposite misure di protezione e cura in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi prefissati. Sotto questo profilo, è necessario e auspicabile, specie sul piano regolatorio, che si pervenga a metodologie di rappresentazione

e valutazione di obiettivi, performance e rischi di sostenibilità quanto più possibile oggettive (globalmente) riconosciuti, al pari di quelli economico-finanziari. Ciò al fine di superare le asimmetrie informative ancora presenti, che possono costituire un elemento di ostacolo e un fattore distorsivo, specie nel settore degli investimenti e acquisizioni». Su questo tema il Practice Group Esg di **Gatti Pavesi Bianchi Ludovici** ha organizzato un ciclo di webinar. Tra i prossimi appuntamenti «*Public Esg Litigation - Corporate Esg Litigation*», il 7 maggio a cura di **Paola Rapisarda**, e «*Esg e gestione del rischio fiscale*» il 28 maggio a cura di **Loredana Conidi** e **Marilinda Gianfrate**.

«Un'indagine condotta recentemente da Kpmg evidenzia con dati puntuali l'enorme incidenza dei fattori di sostenibilità nelle operazioni straordinarie aziendali, contribuendo al successo stesso o meno di una operazione M&A, e/o alla determinazione del prezzo finale», dice **Gaudiana Giusti** dello **Studio Legale Bastia-**

**nini Carnelutti**. «La ricerca ha raccolto le opinioni di oltre 200 operatori del settore M&A negli Usa e in Emea. Secondo la survey, la maggior parte degli investitori (74% negli Stati Uniti e 82% in Emea) sta includendo i fattori Esg nella propria agenda di M&A, di cui il 72% degli investitori finanziari e il 76% degli investitori aziendali negli Stati Uniti, mentre in Emea si parla del 94% e del 77% degli investitori rispettivamente. Inoltre, il 68% degli investitori Emea e il 62% negli Stati Uniti ha dichiarato che pagherebbe un premio per un target che dimostri un alto livello di maturità Esg, in linea con i relativi propri obiettivi. Quanto all'impatto di comportamenti non virtuosi (o che non raggiungono gli obiettivi enunciati), il 53% degli investitori US e il 66% di quelli Emea hanno dichiarato che la scoperta di una problematica Esg di consistenza significativa porta prevalentemente al fallimento della transazione; viceversa il 76% dei finanziatori di operazioni di fusione e acquisizione ha dichiarato, in presenza di tali circostanze, di aver proseguito l'operazione ma con condizioni più conservative».

Secondo **Francesca Morra**, partner a capo della practice di Energy & Infrastructure di **Herbert Smith Freehills** «per una società acquirente, investire in una target coinvolta attivamente nel rispetto di obiettivi Esg implica non solo la necessità di rispecchiare nel prezzo dell'operazione quest'impegno, ma anche riceverne un tornaconto dal punto di vista del prestigio societario alla luce delle sempre più esigenti aspettative di sostenibilità di un'ampia platea di stakeholder, che spazia da azionisti, finanziatori, dipendenti e clienti. Per altro verso, nel corso di un'operazione M&A possono emergere problematiche Esg inaspettate. Comportamenti inappropriati di dirigenti della target, pratiche di approvvigionamento svenevoli o il mancato rispetto di adeguati standard "green", possono determinare un'importante rivalutazione al ribasso del valore di un'operazione, se non addirittura alla mancata conclusione dell'accordo».

In fase di acquisizione gli investitori hanno ormai l'onere di verificare il livello di adeguamento delle società target in tutte le aree riguardanti la sostenibilità. «L'ampiezza di queste aree, e in molti casi la novità, è tale che richiede un approccio metodico e sistematico dalla fase di *due diligence* fino

alla predisposizione di specifiche garanzie contrattuali», prosegue **Gabriele Pignatti** di **Eversheds Sutherland**. «Nei prossimi anni entreranno in vigore normative ad hoc, soprattutto ma non solo di derivazione comunitaria, che richiedono già oggi alle imprese di avviare progetti a medio lungo termine per l'adeguamento al nuovo quadro normativo. Il rischio per gli investitori in caso di mancata verifica, o di acquisto di società non avviate su questo percorso, è evidente, concretandosi nella prevedibile corsa a programmi di adeguamento dell'ultimo minuto con conseguente aumento dei costi di compliance e maggior rischio di inadempimento».

Secondo **Rudi Floreani**, fondatore di **Floreani Studio Legale** «nelle operazioni di fusione e acquisizione non bisogna tuttavia sottovalutare la molteplicità dei rischi correlati ai profili Esg: si consideri, in particolare, non solo i rischi di tipo sanzionatorio ma, soprattutto, quelli di carattere reputazionale che possono colpire l'immagine dell'azienda e la sua «brand reputation» sul mercato. Al riguardo deve notarsi che se, da un lato, il report di sostenibilità è già un obbligo normativo per alcune aziende e presto anche altre dovranno adeguarsi alla nuova disciplina, dall'altro, occorre evidenziare che la redazione del bilancio di sostenibilità (anche qualora non obbligatorio) è uno degli indicatori più rilevanti con cui le imprese sono misurate nel contesto delle operazioni di M&A. Di conseguenza, indispensabile per migliorare l'appeal dell'impresa ed incrementare la fiducia degli investitori e stakeholder elaborare il rapporto di sostenibilità in modo trasparente e veritiero».

L'adozione di politiche di sostenibilità ambientale e sociale ha evidentemente dei riflessi sulla reputazione del marchio agli occhi dei consumatori e degli investitori. «Le imprese che adottano politiche Esg sono, infatti, sempre più ricercate dai consumatori che scelgono prodotti green, eco friendly, sostenibili ed etici», spiega **Francesca La Rocca**, partner di **Sena & Partners**. «Pertanto, le politiche aziendali che rispettano i principi di sostenibilità dichiarati determinano un aumento del valore del marchio e della sua attrattività. Invece, ogni qual volta vengano reclamizzare come sostenibili strategie industriali che, in realtà, poco o nulla giovano all'ambiente e alle politiche sociali, sfociando in quei fenomeni oggi noti come Greenwa-

## Nelle operazioni di m&a, è centrale una due diligence Esg

shing e Socialwashing, viene causato un danno alla reputazione e all'immagine del marchio, che è molto difficile da ricostruire».

Le fusioni e acquisizioni (M&A) e gli aspetti Esg sono sempre più correlati. «Questo si riflette nel settore delle fusioni e acquisizioni, dove i fondi di private equity stanno ponendo la conformità Esg come elemento fondamentale per le aziende target, al fine di migliorare le prospettive di exit dopo il periodo di investimento», afferma Luca Cuomo, Partner, Head of Corporate - M&A di DWF Italy. «Nelle aziende, l'attività di conformità Esg ha assunto un ruolo centrale, con un impegno concreto nella definizione e nell'allocatione di budget appropriati. Inoltre, le aziende che stanno implementando le tematiche Esg diventano più interessanti per il mercato, poiché un'elevata performance Esg può portare ad una valorizzazione superiore rispetto ai competitor migliorando la reputazione e riducendo potenziali criticità. Come contraltare all'analisi precedente si rileva che le medie e grandi imprese italiane con una struttura societaria di tipo familiare o imprenditoriale non considerano ancora la conformità alle tematiche Esg come prioritaria nello sviluppo aziendale».

Per Simona Cardillo, partner di Lexant «la valutazione dei criteri Esg ha acquisito una rilevanza maggiore negli ultimi anni nelle operazioni di M&A e viene utilizzata in misura crescente per determinare il grado di 'affidabilità' di un'impresa, andando a incidere sul valore e sulla fattibilità stessa dell'operazione. Da un lato, per la target, l'analisi dei temi Esg può migliorare la percezione complessiva e il suo valore sul mercato andando a giustificare condizioni migliori nell'operazione e un prezzo più alto nella vendita; dall'altro lato, l'azienda acquirente può ricevere da un'attenta analisi Esg insight utili per valutare in modo completo e accurato il rischio e il potenziale impatto sul valore complessivo dell'operazione, andando a identificare possibili sinergie dall'allineamento dei valori aziendali alle pratiche Esg».

Secondo Laura Fantinoti, Senior Associate di Endevo «il trend verso la reportistica di sostenibilità è in aumento, spinto sia dalla crescente consapevolezza dell'importanza della sostenibilità sia dalle pressioni degli investitori, dei consumatori e delle altre parti interessate che richiedono maggiore trasparenza e responsabilità da parte delle aziende. Attualmente sono soprattutto le imprese di grandi dimensioni e multinazionali che si stanno attivando, probabilmente grazie all'ormai imminente introduzione dell'obbligo normativo. Tuttavia, anche numerose pmi stanno intraprendendo questo percorso, specie se ci so-

no previsioni di prendere parte a operazioni di M&A. Infatti, al fine di realizzare un'operazione di M&A, gli investitori analizzano gli aspetti Esg per rilevare i rischi potenziali legati all'ambiente o al sociale e le opportunità che possono derivare per esempio da progetti sostenibili o tecnologie innovative. Inoltre, un'azienda che possiede una solida reputazione Esg può essere più attraente per gli investitori, mentre problemi Esg non risolti possono rappresentare un rischio per l'operazione».

Le strategie in ambito Esg rappresentano per le aziende uno strumento per migliorare la propria performance nonché la visibilità del brand e comunque - per quanto più interessa il lato HR - per favorire un positivo clima interno lavorativo. «È quindi evidente come tali strategie abbiano un peso rilevante nelle operazioni di M&A e debbano essere attentamente valutate da chi intenda acquisire un'azienda, costituendo, per così dire, un rilevante asset immateriale di quest'ultima», spiega **Edgardo Ratti**, co-managing partner di **Littler Italia**. «La questione dovrà quindi essere affrontata anche con specifico riguardo alla due diligence lavoristica per appurare che l'ambiente di lavoro sia allineato ai principi di sostenibilità, trasparenza e buone pratiche. Laddove tale aspetto venisse sottovalutato, si rischierebbe di incappare in diverse problematiche ed anche responsabilità perché, ricordiamo, il datore di lavoro è sempre responsabile di assicurare lo svolgimento della prestazione in un ambiente di lavoro corretto».

Secondo **Francesca Masotti**, partner dello studio legale tributario associato **Masotti Cassella** «l'impatto delle tre direttrici Esg è sempre più importante e lo testimonia il numero crescente di clienti che si affidano a noi per avviare la costruzione e l'applicazione di processi virtuosi attraverso una valutazione dello status attuale e lo sviluppo di nuovi percorsi di miglioramento in linea con i valori dell'azienda. Grandi le ricadute in termini di competitività, visibilità sul mercato e capacità di attrarre investitori. Ed è proprio con la volontà di continuare a offrire un'assistenza di qualità, con un livello di seniority elevato negli ambiti della sostenibilità, che si inserisce il recente accordo stretto con BTG Project s.r.l. che ci consentirà di affiancare alle nostre competenze fiscali e legali tool di ingegneria sviluppati dalla società benefit per valutare l'identità Esg e le aree di miglioramento delle società italiane».

Molti sono i passi fatti dal legislatore europeo nel cammino verso la «doverosità» di una gestione sostenibile dell'impresa: si tratta di interventi normativi tutti diretti a introdurre e uniformare una gestione dell'impresa basata nel rispet-

to delle regole Esg. «Quello che ho notato negli ultimi anni al fianco delle imprese trivenete», sostiene **Silvia Rosina**, partner di **Casa & Associati**, «è un grande gap tra due realtà: da un lato quelle imprese che subiscono la tematica in parola vivendola come l'ennesima «briglia» del legislatore che complica e rallenta l'attività imprenditoriale e, dall'altro, quelle imprese che sono già più «sostenibili» di quanto formalmente non appaiono nel senso che esse già da tempo si adoperano nel rispetto dei fattori Esg, ancorché non ne abbiano la consapevolezza. Mentre nel primo caso, l'attività di assistenza legale è volta preliminarmente a far comprendere l'importanza e l'attuale imprescindibilità del tema; nel secondo caso, il supporto fornito è volto più a rendere visibile e «misurabile» una realtà già esistente piuttosto che a crearne una che renda le imprese rispettose del dettato normativo in relazione al quale, esse sono già di fatto compliant ancorché di ciò non forniscono idonea comunicazione».

Per **Arrigo Bandera**, founding partner di **Studio Bandera** «le società che adottano politiche Esg solide, non solo si distinguono per la loro virtuosità, ma sviluppano maggiore capacità di gestione del rischio, di adattamento ai cambiamenti normativi e di anticipazione delle esigenze del mercato. La principale difficoltà dell'imprenditore e delle imprese è proprio quella di creare una maggiore sensibilità sul tema nonché il Know-How necessario per un'analisi critica delle risultanze. Nella nostra esperienza fino ad ora maturata possiamo affermare che lo sforzo sarà ingente da parte del management delle imprese, ma è evidente un rafforzamento della governance aziendale e miglioramento dei processi interni, oltre a consentire anche di dettagliare in modo più completo la pianificazione aziendale a 360°. Questi risultati non solo contribuiscono a una maggiore consapevolezza dell'importanza della sostenibilità, ma anche a una comprensione maggiore della necessità di integrare e implementare tematiche Esg in tutti i processi aziendali».

Per **Giustina Jaeger**, co-fondatrice di **Cosmo Legal Group** «con il bilancio di sostenibilità reso obbligatorio da gennaio 2024 dalla CSRD per le imprese di maggiori dimensioni (+500 dipendenti), e con graduale estensione fino al 2026 anche per le pmi quotate in borsa, le imprese italiane oggi coinvolte sono più di 300, soprattutto nel settore manifatturiero e finanziario/assicurativo, e questo dato è ancora certamente molto scarso soprattutto per imprese di minori dimensioni, manchevoli di infrastrutture adeguate, ma l'inclinazione degli investitori responsabili e disposti a pagare un premio per le aziende vir-

tuose vale la pena del consolidamento dei valori aziendali, che oltretutto creano fiducia nei clienti, tale anche da migliorare la reputazione dell'azienda. Ma attenzione alla «greenwashing», l'ambientalismo di facciata: i concetti Esg non sono un «instant karma», l'Agcm sarà pronta a sanzionare le pratiche commerciali scorrette, pena annullabilità dei contratti e risarcimento dei danni».

Secondo **Melania Mazzon**, responsabile team Esg di **Lexia** «è importante sottolineare che il mancato rispetto degli obiettivi Esg può avere conseguenze significative in caso di operazioni di M&A. Le imprese che trascurano queste tematiche rischiano non solo di perdere opportunità di investimento, ma anche di affrontare ostacoli legali, reputazionali e finanziari. Le autorità normative stanno intensificando i controlli e l'applicazione delle regole in materia di sostenibilità, imponendo sanzioni sempre più severe per le violazioni. Inoltre, gli investitori stanno diventando sempre più selettivi, preferendo destinare i propri capitali a società che dimostrano un impegno concreto verso la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa. In questo contesto, le imprese devono adottare un approccio proattivo verso le tematiche Esg, integrandole nella propria cultura aziendale e nelle strategie di business. Investire in sostenibilità non è solo una questione etica, ma anche un'opportunità strategica per creare valore a lungo termine, garantendo la propria competitività sul mercato e contribuendo a costruire un futuro più sostenibile per tutti».

Le rendicontazioni Esg stanno avendo un impatto significativo sulle operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Questo impatto si estende anche all'ambito assicurativo, incluso il coinvolgimento delle polizze W&I (*Warranty and Indemnity*), comunemente utilizzate nelle operazioni di M&A per mitigare il rischio associato a potenziali violazioni delle rappresentazioni e delle garanzie del venditore. «La copertura potrebbe essere attivata in questioni legate all'Esg, nel caso in cui il venditore abbia fornito garanzie di compliance relativamente alla sostenibilità del business e alle normative ambientali e sociali», spiega **Cecilia Buresti**, partner di **Norton Rose Fulbright**. «Ad esempio, se dopo la chiusura di un'operazione di M&A emergessero tematiche di greenwashing nell'azienda acquisita, gli acquirenti e la target potrebbero attivare la polizza W&I per recuperare eventuali perdite derivanti da queste violazioni. Tuttavia, la copertura delle polizze W&I è soggetta a esclusioni o che potrebbero impattare gli indennizzi per questioni Esg».

Secondo **Marcello Moreo**, junior partner in **LEAD Stu-**

**dio Legale** «l'adozione del bilancio di sostenibilità sta diventando una pratica sempre più diffusa tra le imprese, segnando un passo avanti verso la trasparenza e l'*accountability*. Questo strumento permette alle aziende di comunicare in modo efficace il proprio impegno verso la sostenibilità, offrendo ai soci una visione completa delle performance ambientali, sociali e di governance. Il bilancio di sostenibilità, quindi, rappresenta innanzitutto una opportunità di rafforzare la propria posizione sul mercato, le aziende che sapranno adottare e comunicare efficacemente le proprie strategie di sostenibilità saranno avvantaggiate nell'attrarre capitali, minimizzare i rischi e, in generale, cogliere le opportunità offerte da una economia sempre più orientata verso la sostenibilità».

Già nella fase della *due diligence*, pertanto, l'acquirente dovrà acquisire documenti, protocolli di monitoraggio e reportistica per colmare l'asimmetria informativa rispetto al venditore, che in questo campo è particolarmente significativa. «Da questo punto di vista l'Esg reporting previsto dalla Direttiva 2022/2464 (la Corporate Sustainability Reporting Directive, c.d. «Direttiva CSRD») potrà essere un utile strumento di conoscenza della società target», conclude **Francesca Ricci**, partner in **Ughi e Nunziante**. «Nella fase di negoziazione del contratto di acquisizione saranno cruciali le dichiarazioni e garanzie che potranno avere ad oggetto anche la rendicontazione non finanziaria e, che, in caso di violazione, daranno luogo ad una responsabilità di tipo contrattuale. Qualora invece l'assetto Esg non sia ancora stato approntato dalla target e l'operazione abbia ad oggetto l'acquisto di una partecipazione di minoranza, nei patti parasociali i soci potranno assumere obbligazioni aventi ad oggetto la strategia di sostenibilità. La formulazione dovrà chiarire quanto più possibile se gli impegni assunti saranno obbligazioni di mezzi o di risultato, con conseguente diverso regime di responsabilità, fermo restando che spetterà agli amministratori tradurre in concreto gli obiettivi di sostenibilità. A partire dal 2026 nelle operazioni di M&A aventi ad oggetto grandi imprese il bilancio di sostenibilità potrà avere un impatto significativo. L'aspettativa è di annoverare circa 8.000 imprese in Italia che, rientrando nella definizione di «grande impresa» ai sensi della Direttiva CSRD, saranno tenute a redigere la rendicontazione di sostenibilità, potendo così contare su questo ulteriore fattore di attrattività nell'M&A».

Supplemento a cura di Roberto Miliacca  
rmiliacca@italiaggi.it  
e Gianni Macheda  
gmacheda@italiaggi.it