

ATTUALITÀ

Il ruolo delle Representations and Warranties nelle operazioni M&A cross-border

2 Aprile 2026

Martina Di Nicola, Counsel, Hogan Lovells

Paola Rossi, Associate, Hogan Lovells



Martina Di Nicola, Counsel, Hogan Lovells

Paola Rossi, Associate, Hogan Lovells

1. Premessa: ragioni di un rinnovato interesse

Nel corso degli ultimi anni, il mercato delle operazioni straordinarie ha conosciuto una fase di riassetto profondo, che ha inciso non solo sui volumi ma anche sulle modalità di strutturazione delle operazioni.

Il 2025 ha segnato un'inversione di tendenza rispetto al periodo precedente, registrando una crescita significativa del valore complessivo delle operazioni M&A a livello globale. In questo contesto di ripresa, le operazioni caratterizzate da una dimensione transnazionale continuano a rivestire un ruolo centrale, pur presentando profili di complessità tali da imporre una rinnovata attenzione alla costruzione dell'assetto contrattuale.

Il quadro di riferimento entro cui si collocano le operazioni cross-border risulta oggi profondamente mutato. Una pluralità di fattori - tra cui la persistente volatilità dei tassi di interesse, le divergenze nelle dinamiche inflazionistiche tra le principali economie, le crescenti tensioni geopolitiche e il rafforzamento degli strumenti di intervento pubblico nei settori ritenuti strategici - ha inciso in modo diretto sulle scelte degli operatori. Tali elementi influenzano non solo la convenienza economica delle operazioni, ma anche la loro struttura giuridica.

Non si tratta, dunque, di un semplice mutamento delle condizioni di mercato. Piuttosto, si è assistito a una trasformazione più profonda, che investe la logica stessa delle operazioni M&A: dalla fase di impostazione strategica sino alla negoziazione delle singole clausole contrattuali.

In misura crescente, il confronto tra le parti si concentra sulla capacità del contratto di governare l'incertezza, assorbendo e distribuendo i rischi connessi al trasferimento del controllo societario.

2. Le criticità strutturali delle operazioni cross-border

Le operazioni M&A cross-border presentano, per loro natura, un livello di complessità superiore rispetto alle operazioni domestiche. Quando l'acquirente e la società target operano in giurisdizioni diverse, l'operazione si colloca inevitabilmente all'intersezione tra ordinamenti giuridici differenti, sistemi regolatori non pienamente armonizzati, prassi amministrative eterogenee e culture negoziali talvolta

difficilmente conciliabili.

L'acquirente è così chiamato a confrontarsi con un insieme di rischi che trascendono la mera analisi economico-finanziaria della target. Tali rischi possono derivare, tra l'altro, dall'interpretazione e dall'applicazione delle normative locali, dalla necessità di gestire discipline caratterizzate da un'elevata dinamicità, come quelle in materia di protezione dei dati personali, sostenibilità e sicurezza informatica, nonché dall'evoluzione di standard regolatori di portata sovranazionale.

Questa molteplicità di variabili rende particolarmente complessa una valutazione completa e affidabile del rischio complessivo dell'operazione prima del closing. Ne consegue che una parte significativa della gestione del rischio viene inevitabilmente spostata sul piano contrattuale, ove le parti cercano di disciplinare ex ante le conseguenze di eventi che non possono essere integralmente verificati o previsti in sede di due diligence.

È precisamente in questo contesto che le representations and warranties assumono un rilievo crescente. Esse consentono infatti di trasformare elementi di rischio difficilmente quantificabili in responsabilità contrattuali definite, corredate da conseguenze economiche predeterminate.

3. Le ESG representations: la nuova frontiera della conformità contrattuale

Tra le evoluzioni più significative degli ultimi anni, la crescente inclusione di dichiarazioni e garanzie in materia ambientale, sociale e di governance - le cosiddette ESG representations - ha ridefinito in misura apprezzabile il perimetro dell'assetto contrattuale nelle operazioni cross-border.

Tale fenomeno non è il prodotto di una scelta meramente negoziale delle parti, ma riflette l'impatto di un quadro normativo in rapida evoluzione. Il consolidamento di un quadro normativo omogeneo nel contesto europeo ha introdotto obblighi di rendicontazione di portata significativa, imponendo alle imprese di documentare con crescente rigore i propri profili di sostenibilità. Nelle operazioni M&A, ciò si traduce in una pressione strutturale verso l'inserimento di garanzie che attestino la conformità della target agli standard applicabili in materia.

Il nodo più rilevante dal punto di vista pratico riguarda la verificabilità di tali dichiarazioni. A differenza

delle garanzie di natura finanziaria o legale, le ESG representations si fondano spesso su parametri privi di una standardizzazione consolidata, con la conseguenza che la loro redazione richiede un approccio particolarmente attento alla definizione degli indicatori di riferimento, dei criteri di misurazione e dei perimetri temporali di applicabilità.

Nelle operazioni cross-border, tale complessità si accentua ulteriormente per effetto del disallineamento tra gli standard ESG adottati nelle diverse giurisdizioni. Un'operazione che coinvolga una target operativa in mercati emergenti o in contesti regolatori meno strutturati pone all'acquirente europeo il problema di come calibrare le proprie pretese contrattuali rispetto a realtà in cui gli obblighi di sostenibilità risultano ancora in fase di definizione.

Non può trascurarsi, infine, la pressione esercitata dagli investitori istituzionali e dai fondi di private equity, sempre più attenti ai profili ESG in sede di investimento. Tale circostanza ha contribuito a elevare le ESG representations da clausole accessorie a componenti negoziali di primaria rilevanza, intorno alle quali si concentra oggi una parte significativa del confronto tra le parti nella fase di negoziazione del contratto di acquisizione.

4. Cybersecurity e data privacy: garanzie nell'era del rischio digitale

Parallelamente all'evoluzione in chiave ESG, un ulteriore fronte di trasformazione delle representations and warranties nelle operazioni cross-border è rappresentato dalla crescente attenzione alle tematiche di cybersecurity e tutela dei dati personali. L'intensificarsi degli attacchi informatici e il progressivo inasprimento del quadro normativo in materia di data privacy hanno reso tali profili di primaria importanza in sede negoziale, con ricadute significative tanto sulla fase di due diligence quanto sulla struttura contrattuale dell'operazione.

Sul versante normativo, il GDPR ha introdotto un regime sanzionatorio che costituisce oggi un parametro imprescindibile nella definizione delle garanzie relative alla compliance della target. Nelle operazioni cross-border, tuttavia, il quadro si presenta più articolato, in ragione della coesistenza di discipline analoghe ma non sovrapponibili. L'acquirente è dunque chiamato a gestire un mosaico regolatorio in cui l'omogenea formulazione delle garanzie di conformità risulta strutturalmente problematica.

Un aspetto di crescente rilievo riguarda inoltre il rapporto tra cyber due diligence e garanzie contrattuali. L'analisi dei sistemi IT della target, delle eventuali vulnerabilità pregresse e dei protocolli di risposta agli incidenti è diventata una componente strutturale del processo di acquisizione, in grado di condizionare in modo diretto la formulazione e l'ampiezza delle garanzie richieste. In tale prospettiva, la qualità della cyber due diligence assume un'importanza paragonabile a quella della due diligence finanziaria e legale, con conseguenze immediate sull'allocazione del rischio contrattuale.

5. L'impatto del mercato assicurativo: le polizze W&I

Un ulteriore elemento di rilievo nell'evoluzione delle operazioni M&A cross-border è rappresentato dalla crescente diffusione delle polizze W&I.

Originariamente sviluppate nei mercati di common law, tali coperture hanno conosciuto una rapida diffusione anche nell'Europa continentale, incidendo in modo significativo sull'allocazione del rischio tra le parti e, conseguentemente, sulla negoziazione delle representations and warranties.

L'accesso a una copertura W&I non costituisce un elemento meramente accessorio dell'operazione, ma presuppone un articolato processo di underwriting che condiziona in modo diretto sia la conduzione della due diligence sia la redazione delle clausole contrattuali. Gli assicuratori svolgono infatti una propria valutazione del rischio, fondata principalmente sull'analisi dei report di due diligence predisposti dai consulenti dell'acquirente, sulla disclosure letter e sulla documentazione resa disponibile nella data room.

Sotto il profilo operativo, il processo di underwriting si articola generalmente in due fasi. In una prima fase preliminare, l'assicuratore rilascia un'indicazione non vincolante di interesse sulla base delle informazioni iniziali ricevute. Segue poi l'underwriting in senso stretto, nel corso del quale viene effettuata una revisione approfondita della documentazione rilevante e vengono definite le condizioni economiche e contrattuali della copertura, incluse eventuali esclusioni e/o limitazioni. In tale contesto, la qualità e la completezza della due diligence assumono un rilievo determinante: una due diligence lacunosa o disomogenea può tradursi in esclusioni significative o, nei casi più critici, nell'impossibilità stessa di ottenere la copertura assicurativa per determinate categorie di rischio.

Il raffronto tra il mercato europeo e quello statunitense evidenzia differenze rilevanti, con ricadute dirette sulle operazioni cross-border. Negli Stati Uniti, dove le pretese risarcitorie tendono a essere più elevate, i premi assicurativi risultano mediamente superiori. Tuttavia, il profilo di maggiore interesse per gli operatori riguarda l'approccio degli assicuratori: il mercato statunitense si caratterizza infatti per coperture generalmente più ampie e per processi di underwriting meno invasivi e significativamente più rapidi.

Al contrario, il mercato europeo adotta un'impostazione più prudente e analitica. Gli underwriter conducono verifiche approfondite sulla documentazione di due diligence, formulano quesiti puntuali e tendono a escludere o limitare con maggiore frequenza determinate categorie di rischio.

Ne deriva che il mercato assicurativo non interviene in una fase meramente successiva alla definizione dell'assetto contrattuale, ma concorre in modo strutturale a modellarne i contenuti, incidendo sull'ampiezza delle dichiarazioni e sulla concreta allocazione del rischio.

6. Spunti di riflessione

Le dinamiche descritte sollecitano alcune riflessioni di carattere più generale sul ruolo delle representations and warranties nelle operazioni M&A cross-border e, più in generale, sulla funzione del contratto quale strumento di gestione del rischio.

Nelle operazioni transnazionali, le representations and warranties hanno progressivamente superato la funzione tradizionale di riequilibrio dell'asimmetria informativa tra venditore e acquirente. Esse si configurano oggi come uno degli snodi centrali attraverso cui il contratto organizza l'allocazione complessiva del rischio dell'operazione. L'emersione di nuove categorie di garanzie testimonia come lo strumento contrattuale sia chiamato a rispondere a forme di rischio che, fino a pochi anni fa, erano largamente estranee alla prassi negoziale del settore.

In un contesto segnato da crescente complessità regolatoria, dalla rilevanza strategica degli asset immateriali e dalla diffusione di strumenti assicurativi dedicati, le representations and warranties costituiscono una componente imprescindibile dell'architettura contrattuale delle operazioni cross-border. Attraverso di esse, l'incertezza strutturale che accompagna le operazioni M&A viene trasformata in un

sistema articolato di responsabilità contrattuali, rimedi economici predeterminati e coperture assicurative, rendendo possibile la conclusione di operazioni altrimenti difficilmente gestibili.

Non può tuttavia trascurarsi il rischio di una progressiva standardizzazione delle clausole contrattuali, indotta dall'esigenza di conformarsi ai requisiti delle polizze assicurative e, al tempo stesso, di soddisfare standard regolativi sempre più articolati in materia di sostenibilità e sicurezza digitale. Gli underwriter tendono infatti a privilegiare formulazioni consolidate e collaudate, che consentono una più agevole valutazione del rischio e una maggiore prevedibilità delle potenziali esposizioni. Tale circostanza può determinare una compressione dell'autonomia negoziale delle parti, le quali si trovano di fatto vincolate all'adozione di modelli predefiniti per poter accedere a coperture assicurative più convenienti.

La comprensione di questa evoluzione appare oggi imprescindibile per chi opera nel settore M&A, tanto nella fase di due diligence e di strutturazione e negoziazione delle acquisizioni, quanto nella gestione delle eventuali controversie che dovessero sorgere post-closing.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

