



Economia Aziendale Online

**Business and Management Sciences
International Quarterly Review**

SPECIAL ISSUE

In memoria del Prof. Gianluca Colombo

**"Proprietà, governance e management oggi: le sfide della complessità e
dell'innovazione strategica per imprese e studiosi/e"**

Il divario di governance nelle operazioni di M&A: ostacolo o opportunità per la creazione di valore sostenibile?

Donatella Depperu, Ilaria Galavotti, Domenico Rocco Cambrea

Pavia, December 31, 2025
Volume 16 – N. 4/2025 – SPECIAL ISSUE

DOI: 10.13132/2038-5498/16.4.1213-1232

www.ea2000.it

www.economiaaziendale.it


PaviaUniversityPress

Il divario di governance nelle operazioni di M&A: ostacolo o opportunità per la creazione di valore sostenibile?

Donatella Depperu

Professore ordinario

Dipartimento di Scienze
dell'economia e della gestione
aziendale, Università Cattolica
del Sacro Cuore, Milano, Italy

Ilaria Galavotti, PhD

Ricercatore

Dipartimento di Scienze
Economiche e Sociali, Università
Cattolica del Sacro Cuore,
Piacenza, Italy

Domenico Rocco

Cambrea, PhD

Professore Associato

Dipartimento di Comunicazione
ed Economia, Università di
Modena e Reggio Emilia, Italy

Corresponding Author:

Donatella Depperu

donatella.depperu@unicatt.it

Cite as:

Depperu, D., Galavotti, I., &
Cambrea, D. R. (2025). Il divario
di governance nelle operazioni di
M&A: ostacolo o opportunità per
la creazione di valore sostenibile?
Economia Aziendale Online, 16(4),
1213-1232.

Section: Refereed Paper

SPECIAL ISSUE 2025

Received: October 2025

Published: 31/12/2025

SOMMARIO – ABSTRACT

Questo studio analizza come le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) influenzino i risultati di sostenibilità, esaminando l'effetto del divario di governance pre-deal tra azienda acquirente e azienda target. Utilizzando un dataset globale di quasi 200 operazioni in diversi settori concluse tra il 2015 e il 2022, lo studio applica un modello difference-in-differences al fine di valutare come le differenze nei sistemi di governance influenzino l'evoluzione delle performance ESG dopo l'acquisizione. In particolare, la presente ricerca dimostra che a operazioni caratterizzate da divari maggiori corrispondono risultati ESG significativamente inferiori nel periodo successivo all'acquisizione. Risultati ESG ottimali si osservano invece quando l'acquirente seleziona target con profili di governance affini, poiché la maggiore compatibilità istituzionale non solo consente di preservare le competenze sostenibili distintive della target, ma facilita anche un'integrazione più fluida e coerente dei sistemi di governance, accelerando la diffusione di pratiche ESG comuni.

This study analyzes how mergers and acquisitions (M&S) affect sustainability outcomes, examining the effect of the pre-deal governance gap between the acquiring company and the target company. Using a global dataset of nearly 200 transactions across different industries concluded between 2015 and 2022, the study applies a difference-in-differences model in order to assess how differences in governance systems affect the evolution of ESG performance after acquisition. In particular, this research shows that transactions with larger gaps correspond to significantly lower ESG outcomes in the post-acquisition period. Optimal ESG results are observed when the buyer selects targets with similar governance profiles, as the greater institutional compatibility not only preserves the distinctive sustainable skills of the target, but also facilitates a smoother and more consistent integration of governance systems, accelerating the spread of common ESG practices.

Keywords: M&A, ESG, governance, sostenibilità

Nota introduttiva

*Gianluca Colombo, nella sua fertile produzione accademica, si è occupato di molti temi che vanno dalle operazioni straordinarie alla complessità, dalle mappe cognitive alla responsabilità sociale (CSR). Tra questi, sin dagli anni '90 è emerso in lui l'interesse per le operazioni di fusione e acquisizione (M&A). In primo luogo, si è avvicinato al tema curando nel 1990 l'edizione italiana di un libro del 1987, *The Mergers and Acquisitions Handbook* di M. L. Rock, presupposto che lo ha poi portato a pubblicare una monografia nel 1992 e anche, nel tempo, a occuparsi di questo argomento che, forse per la possibilità di affrontarlo da molte e diverse prospettive, in fondo non ha mai abbandonato (si veda, ad esempio, Colombo et al., 2007). Le operazioni di M&A sono infatti operazioni complesse e che possono essere studiate nella prospettiva manageriale, imprenditoriale, delle scelte strategiche e delle pratiche organizzative, ad esempio quando se ne osservano le problematiche associate all'integrazione post-operazione. Proprio sulle sue orme, e inizialmente essendo da lui chiamata a farlo, anche una delle autrici di questo paper si è appassionata allo studio delle operazioni di M&A, cercando di esaminarne nel tempo diversi aspetti e trasmettendo agli altri autori di questo lavoro l'interesse ad approfondirne le questioni critiche, contribuendo dunque a tramandare e rinnovare l'eredità scientifica di Gianluca Colombo. E le acquisizioni sono in questo paper oggetto di analisi nella prospettiva ESG, una prospettiva che nell'attività di ricerca di Gianluca Colombo potremmo ricondurre a quella della CSR. Agli autori piace quindi pensare che egli avrebbe apprezzato lo sforzo di porsi in una prospettiva attuale e importante per l'impatto che può avere sulla società, studiando le operazioni di M&A e cercando di capire se la distanza di governance tra l'acquirente e l'acquisita possa incidere e come sulla performance ESG dell'acquirente. In questo senso, il presente lavoro non rappresenta soltanto un contributo accademico, ma anche un omaggio a un'eredità intellettuale che continua a ispirare nuove ricerche e nuove generazioni di studiosi.*

1 – Introduzione

Negli ultimi anni, i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) hanno assunto un ruolo sempre più centrale nelle strategie aziendali, incidendo non solo sui risultati finanziari, ma anche sulla formazione del capitale reputazionale e sulla resilienza a lungo termine (Chen *et al.*, 2023; Cornell & Shapiro, 2021; Velte, 2017). In questo contesto, le operazioni straordinarie, in particolare le fusioni e acquisizioni, si confermano strumenti storicamente fondamentali per la crescita e la trasformazione strategica (Al-Sharkas *et al.*, 2008; Akpan *et al.*, 2018; Feldman & Hernandez, 2022), oggi osservati con crescente attenzione anche per le loro implicazioni in termini di sostenibilità. In particolare, si è aperto un dibattito su come tali operazioni possano contribuire o al contrario ostacolare il percorso verso obiettivi di sostenibilità aziendale.

Nonostante ciò, i risultati post-deal sul fronte ESG restano ambivalenti; infatti, alcune acquisizioni generano sinergie sostenibili e rafforzano il posizionamento delle imprese, mentre altre si traducono in disallineamenti ed inefficienze (Salvi *et al.*, 2018; Alexandridis *et al.*, 2022). In questa prospettiva, il divario ESG tra acquirente e target, ossia la distanza che caratterizza i loro profili ESG prima della transazione, emerge come variabile critica e finora poco indagata. In particolare, in questo lavoro concentriamo l'attenzione sul *divario di governance* tra acquirente e target, inteso come differenza nella qualità, struttura e trasparenza dei rispettivi sistemi di governance prima dell'operazione. Sebbene la letteratura ESG consideri le tre dimensioni come

integrate, il pilastro governance rappresenta il fondamento istituzionale che modella la capacità dell'azienda di assorbire, integrare e diffondere pratiche sostenibili (Aguilera *et al.*, 2021). Nel contesto delle M&A, infatti, la governance costituisce la dimensione più direttamente implicata nei processi decisionali, nei meccanismi di integrazione e nelle relazioni fiduciarie con gli stakeholder, offrendo quindi una prospettiva più fine per comprendere come la sostenibilità si traduca in valore post-deal.

Questo lavoro, dunque, propone e concettualizza per la prima volta il divario di governance come un costrutto teorico autonomo e rilevante nel contesto delle operazioni di M&A. A differenza della letteratura esistente che si concentra su indicatori ESG assoluti o sulle performance aggregate post-deal, la nostra prospettiva introduce un approccio relazionale, incentrato sulla compatibilità tra i profili di governance delle aziende coinvolte nella transazione. Intendiamo così contribuire al dibattito scientifico arricchendo la comprensione delle dinamiche ESG nelle M&A, fornendo uno strumento utile per spiegare le variazioni osservate nei risultati di sostenibilità successivi alle acquisizioni.

Per indagare tale fenomeno, il presente studio si basa su un dataset di circa 200 operazioni M&A concluse tra il 2015 e il 2022 in diversi settori e Paesi, applicando un approccio "difference-in-differences", ossia una metodologia quasi-sperimentale che confronta i cambiamenti nei risultati ESG di imprese acquirenti prima e dopo la transazione. I nostri risultati mostrano che un elevato divario indebolisce in modo significativo le performance ESG post-deal. Con questo contributo intendiamo arricchire il dibattito su come le M&A possano favorire miglioramenti ESG, integrando gli effetti di moderazione del divario di governance come fattore determinante del grado di allineamento tra acquirente e target, e quindi della capacità di generare valore sostenibile dopo l'acquisizione. In particolare, evidenziando il ruolo cruciale del fit tra acquirente e target sotto il profilo della governance, questo studio propone una visione di tipo diadico della sostenibilità nelle M&A e contribuisce al più ampio filone di letteratura su responsabilità sociale d'azienda, governance e creazione di valore strategico.

Dal punto di vista concettuale, introduciamo e operazionalizziamo, per la prima volta, il costrutto di *divario di governance*, spostando l'attenzione da misure aggregate e assolute di performance ESG a misure relative. Questa prospettiva consente una comprensione più articolata dei meccanismi attraverso cui la sostenibilità si integra nelle M&A. Inoltre, il nostro framework di contingenza arricchisce la congruence theory e la resource-based view, mostrando come il grado di allineamento determini la realizzazione delle sinergie ESG post-deal. Al tempo stesso, forniamo anche implicazioni manageriali, evidenziando che massimizzare i ritorni ESG significa non solo selezionare target con profili affini sul piano della governance, ma anche strutturare l'integrazione in modo da preservare i contributi distintivi dell'azienda target.

2 – Rassegna della letteratura e sviluppo delle ipotesi

Le questioni legate ai fattori ESG sono ormai al centro delle strategie aziendali e le operazioni di fusione e acquisizione vengono sempre più spesso presentate come un canale privilegiato per accelerare l'integrazione della sostenibilità a livello corporate. Tali operazioni, infatti, consentono un accesso immediato a risorse e competenze. In ambito ESG, questo si traduce in

un accesso a tecnologie ambientali avanzate, pratiche inclusive di gestione del capitale umano o sistemi di governance più solidi ed equi (Eschen & Bresser, 2005; Barros *et al.*, 2022).

Per esempio, secondo alcuni studi, se la target possiede punteggi ESG pre-M&A superiori a quelli dell'acquirente, quest'ultima tende a registrare miglioramenti più marcati della propria performance ESG post-merger (Tampakoudis & Anagnostopoulou, 2020; Teti *et al.*, 2022). Tuttavia, l'integrazione post-deal non è solo una questione operativa, ma può rappresentare un percorso di riallineamento della governance, delle pratiche di disclosure e delle politiche ambientali e sociali, guidato dall'opportunità di apprendere dalle best practice della target e di ridurre le lacune di legittimità e reputazione percepite dagli stakeholder (Gordano *et al.*, 2024).

A livello teorico, diverse linee di ricerca convergono sul fatto che le scelte di M&A possono mirare esplicitamente al miglioramento della performance ESG dell'acquirente per vari motivi. L'interesse degli stakeholder e la pressione normativa creano incentivi per allineare le pratiche di governance e disclosure dell'acquirente alle norme di sostenibilità richieste dalle parti interessate e dai regolatori, riducendo così i rischi reputazionali e facilitando l'accesso a risorse privilegiate (Murphy & McGrath, 2013; Teti *et al.*, 2022). Inoltre, acquisire una target con punteggi ESG elevati può generare valore per l'acquirente non solo sul fronte ambientale/sociale, ma anche in termini di riduzione dei costi del capitale, migliore efficienza informativa e maggiore attrattività per investitori e finanziatori. Infine, l'integrazione di pratiche ESG può potenziare i principi di accountability e trasparenza, contribuendo ad una cultura organizzativa orientata alla sostenibilità (Morri *et al.*, 2024). In particolare, un caso esemplificativo tra quelli analizzati in questo studio è rappresentato dall'acquisizione di Mineral Deposits Ltd da parte di Eramet SA. In questa operazione, l'acquirente, caratterizzata da un profilo ESG inizialmente debole, ha registrato un significativo miglioramento della propria performance sostenibile a seguito dell'acquisizione di una target dotata di un punteggio ESG superiore.

Questa prospettiva invita, dunque, a considerare specifiche pratiche e strutture di deal che facilitino l'innesto di best practice ESG nella strategia dell'acquirente. Per esempio, percorsi di integrazione che valorizzano l'esperienza e le competenze ESG della target (knowledge transfer, reti di stakeholder, pratiche di governance ESG) si sono dimostrati efficaci nel tradurre le promesse di sostenibilità in risultati misurabili post-deal (Wang *et al.*, 2022; Morri *et al.*, 2024). Inoltre, la letteratura sul finanziamento e sul valore post-M&A suggerisce che una gestione attenta della relazione tra ESG e performance economica post-transazione può contribuire a mitigare i rischi di greenwashing, promuovendo una disclosure credibile e la fiducia da parte degli investitori (Wang *et al.*, 2022).

Sulla base di tali considerazioni, possiamo formulare la seguente ipotesi:

Ipotesi 1: *Le operazioni di M&A rappresentano una modalità di crescita per aumentare le performance ESG dell'acquirente.*

La letteratura conferma quindi che, combinando risorse complementari, le imprese possono potenzialmente migliorare il proprio posizionamento ESG, rafforzare la fiducia degli stakeholder e incrementare la performance di lungo periodo (Feng, 2021; Teti *et al.*, 2022). Tuttavia, l'effettiva integrazione di conoscenze e pratiche ESG non è affatto scontata e anzi comporta sfide complesse durante le delicate fasi di integrazione post-deal. Pertanto, se da un

lato le operazioni di M&A offrono opportunità uniche per ampliare le capacità ESG di un'azienda e migliorarne la reputazione, dall'altro i benefici non sono automatici.

La letteratura empirica conferma questa ambivalenza. Alcuni studi evidenziano effetti positivi delle M&A sulle performance ESG (Salvi *et al.*, 2018; Tampakoudis *et al.*, 2021), mentre altri sottolineano ostacoli all'integrazione, conflitti culturali e priorità ESG incoerenti che limitano i possibili ritorni (Alexandridis *et al.*, 2022; Galpin & de Vibe, 2024). Emerge quindi come i risultati ESG delle M&A possano dipendere da fattori contingenti sia a livello di transazione sia nelle dinamiche relazionali. Per questo, riteniamo necessario adottare una prospettiva contingency.

A fronte del crescente interesse per il tema, la ricerca si è concentrata prevalentemente sul confronto tra i livelli assoluti di performance ESG, cioè i punteggi ESG della sola acquirente dopo l'operazione, senza considerare la distanza o la compatibilità con la target, trascurando la dimensione relativa e la compatibilità tra le aziende coinvolte. Tale approccio, pur utile a delineare tendenze generali, non consente di spiegare perché alcune acquisizioni raggiungano risultati sostenibili significativi e altre falliscano. Rimane quindi aperta una questione cruciale: comprendere in che misura le differenze nei profili di governance tra acquirente e target condizionino non solo la capacità di generare miglioramenti in termini di sostenibilità, ma anche la velocità e la qualità dell'integrazione, l'allineamento con le aspettative degli stakeholder e, in ultima analisi, il posizionamento competitivo dell'entità risultante dall'operazione. Alla luce dell'ambivalenza teorica ed empirica evidenziata, adottiamo un approccio basato sulle *competing hypotheses*.

Tale scelta risponde all'esigenza di cogliere come il divario di governance possa costituire, a seconda dei contesti, sia un ostacolo sia una possibile fonte di valore nelle operazioni di M&A. Da un lato, la teoria della congruenza (Nadler & Tushman, 1980) suggerisce che differenze marcate nei sistemi di governance possono generare disallineamenti, ostacolando i processi di integrazione e riducendo la capacità dell'acquirente di assorbire le pratiche sostenibili dell'acquisita. Dall'altro lato, la resource-based view (Barney, 1991) e la knowledge-based view (Grant, 1996) indicano che differenze moderate nelle strutture di governance possono rappresentare una forma di complementarità e apprendimento, favorendo l'arricchimento delle capacità ESG post-deal. Sviluppiamo pertanto due ipotesi alternative che riflettono queste logiche contrastanti, esplorando empiricamente quale delle due dinamiche prevalga nel contesto delle acquisizioni.

3 – Il ruolo del divario di governance

La teoria della congruenza (Nadler & Tushman, 1980) evidenzia come l'efficacia organizzativa dipenda dal grado di allineamento di elementi chiave come struttura, cultura, strategia e pratiche operative. Questa teoria sostiene che le aziende possono di fatto funzionare efficacemente solo quando vi è coerenza tra tali dimensioni, poiché la mancata congruenza genera tensioni interne, inefficienze e perdita di valore. Nel contesto delle M&A, tale prospettiva teorica si traduce nella necessità che acquirente e target condividano valori, processi e visioni strategiche compatibili: in assenza di tale allineamento, anche le risorse più promettenti dal punto di vista delle potenziali sinergie rischiano di non produrre i benefici attesi; al contrario, un *fit* adeguato può favorire sinergie durature e resilienza di lungo periodo.

Applicata alle M&A, questa prospettiva evidenzia come differenze pre-deal tra acquirente e acquisita possano generare criticità circa il possibile grado di allineamento realizzabile dopo la chiusura della transazione. In particolare, nel campo della responsabilità sociale d'impresa, un'elevata distanza ESG riflette disomogeneità nei valori, nelle pratiche e nelle priorità strategiche, che possono ostacolare la fiducia reciproca e compromettere la qualità dell'integrazione (Chatterjee & Harrison, 2008; Porter & Kramer, 2011). Queste frizioni non solo riducono l'efficienza operativa e la coesione interna, ma possono anche rallentare la finalizzazione della transazione (Cardillo & Harasheh, 2020), minare la credibilità dell'agenda di sostenibilità post-acquisizione (Maung *et al.*, 2020) e aumentare l'esposizione a rischi reputazionali e legali (Rugira, 2024). Tra le diverse dimensioni ESG, la *governance* assume un ruolo cruciale nel contesto M&A poiché rappresenta l'infrastruttura che orienta i processi decisionali e i meccanismi di controllo. Un divario marcato in questo ambito, ad esempio nella composizione del board, nella presenza di comitati ESG, nei criteri di remunerazione o nelle pratiche di disclosure, può amplificare le difficoltà di coordinamento post-deal, ridurre l'efficacia dei sistemi di supervisione e ostacolare l'allineamento delle politiche di sostenibilità, rendendo la convergenza tra le due imprese particolarmente complessa. Il divario di governance tra acquirente e target, dunque, incide in modo diretto sulla qualità dell'integrazione post-deal, poiché modella le norme decisionali, i meccanismi di monitoraggio e la capacità di coordinamento tra le due organizzazioni.

Pertanto, formuliamo la seguente ipotesi:

Ipotesi 2a: *Maggiore è il divario di governance tra acquirente e target, minori saranno le performance ESG dell'acquirente conseguenti all'operazione di M&A.*

4 – Il potenziale della complementarità ESG

Mentre un divario di governance elevato tende a generare tensioni e ostacoli all'integrazione, un divario contenuto o moderato può al contempo costituire una risorsa strategica. In linea con la resource-based view (Barney, 1991) e la knowledge-based view (Grant, 1996), la creazione di valore sostenibile nelle M&A non deriva unicamente dal possesso di risorse simili, ma anche, e soprattutto, dalla capacità di combinare asset e conoscenze di governance complementari. Differenze moderate nei sistemi di governance, ad esempio nella composizione e nel funzionamento dei board, nei meccanismi di controllo, o nei processi di disclosure e accountability, possono offrire occasioni di apprendimento reciproco e di diffusione di pratiche più avanzate. Se gestite in modo efficace, tali differenze possono diventare risorse difficilmente imitabili, capaci di rafforzare la legittimità e la resilienza organizzativa post-deal.

Questa logica si collega anche alla teoria della congruenza (Nadler & Tushman, 1980), evidenziando che la similarità non è sempre condizione favorevole alla creazione di valore in ambito M&A (Cartwright & Cooper, 1993; Stahl & Voigt, 2004; Teerikangas & Very, 2006): differenze moderate, purché gestite in un quadro di compatibilità di fondo, stimolano apprendimento, innovazione e resilienza. In questo senso, un divario di governance moderato rappresenta una diversità funzionale che può arricchire l'integrazione, senza comprometterne la coerenza. Infine, dal punto di vista della stakeholder theory (Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995), la complementarità nei meccanismi di governance amplia la capacità

dell'azienda acquirente di rispondere alle esigenze eterogenee di clienti, investitori, dipendenti e istituzioni.

L'integrazione di pratiche di controllo e accountability differenti rafforza la legittimità sociale e la capacità di allinearsi a una gamma più ampia di aspettative, gestendo le relazioni con molteplici stakeholder e consolidando così la reputazione e la resilienza nel lungo periodo.

In questo scenario, il divario di governance, dunque, potrebbe non configurarsi come un ostacolo, ma piuttosto come una leva strategica di rinnovamento organizzativo e istituzionale volto a generare sinergie. Pertanto, formuliamo la seguente ipotesi:

Ipotesi 2b: *Maggiore è il divario di governance tra acquirente e target, maggiori saranno le performance ESG dell'acquirente conseguenti all'operazione di M&A.*

5 – Metodologia

5.1 – Campione

Il dataset analizza operazioni di M&A a livello mondiale concluse nel periodo 2015-2022, ricavate dal database LSEG/Refinitiv sulla base dei seguenti criteri di selezione. In primo luogo, sono state considerate come acquirenti e target esclusivamente aziende quotate per le quali fossero disponibili dati ESG dalla banca dati LSEG. Questo criterio garantisce che le aziende incluse nel campione siano soggette a controlli regolamentari e a requisiti di trasparenza, assicurando al contempo che entrambe le parti coinvolte siano responsabili nei confronti degli investitori pubblici e rispettino standard di rendicontazione. Ciò facilita anche il confronto delle metriche di performance ESG e fornisce un dataset più solido per l'analisi.

In secondo luogo, sono state incluse solo le transazioni in cui, a seguito dell'operazione, l'acquirente detenesse almeno il 51% delle azioni della target, in modo da garantire l'acquisizione di una partecipazione di controllo e qualificare la transazione come un'acquisizione sostanziale. Considerando l'interesse per la creazione di valore post-deal, il campione include esclusivamente operazioni concluse, escludendo quelle in corso o ritirate, poiché meno idonee a fornire evidenze significative sulle performance successive all'acquisizione.

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale, lo studio ha analizzato operazioni di M&A completate tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2022. Questo periodo è stato scelto per catturare un'ampia gamma di transazioni recenti, riflettendo sia l'evoluzione del ruolo dell'ESG come priorità strategica sia le più ampie tendenze contemporanee nelle operazioni straordinarie durante una fase cruciale di consolidamento e maturazione dell'agenda ESG. Successivamente all'Accordo del 2015, infatti, la crescente pressione regolatoria, l'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di investimento e il forte dinamismo delle operazioni straordinarie, in particolare nei settori a più alto impatto ambientale e tecnologico, hanno trasformato il periodo 2015-2022 in una fase chiave per analizzare come le logiche ESG siano state progressivamente integrate nei processi di M&A. In particolare, il 2015 è stato selezionato come anno di avvio in quanto rappresenta una svolta significativa con l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, che ha stimolato una maggiore integrazione dei principi ESG nelle strategie aziendali e nelle decisioni di M&A, coincidente anche con una migliore disponibilità di dati ESG. L'anno 2022 è stato scelto come termine di osservazione al fine di includere gli sviluppi più recenti sia nell'attività di M&A

sia nell'integrazione ESG, consentendo al tempo stesso la raccolta dei dati di performance post-deal relativi al 2023, ultimo anno disponibile di dati finanziari.

L'applicazione di questi criteri di selezione ha inizialmente prodotto 2.202 transazioni. Successive procedure di affinamento hanno escluso operazioni duplicate, operazioni nel settore finanziario e operazioni per le quali non erano disponibili i dati ESG o finanziari completi per almeno una delle due parti. Le transazioni che coinvolgevano imprese del settore finanziario sono state escluse dall'analisi a causa del peculiare contesto regolatorio e delle specificità operative di tali istituzioni, che le rendono difficilmente comparabili con aziende di altri settori. Infine, per garantire la solidità e l'affidabilità dell'analisi, si è resa necessaria l'esclusione delle osservazioni per le quali l'acquirente o la target non disponevano di dati finanziari completi. In base a tali criteri, le ipotesi sono state testate su un campione finale di 199 transazioni globali e multi-settore concluse tra il 2015 e il 2022.

5.2 – Variabili e misure

(A) Performance ESG post-acquisizione

La variabile dipendente dello studio è rappresentata dai risultati ESG post-acquisizione dell'azienda acquirente, misurati attraverso il punteggio ESG fornito da LSEG/Refinitiv. Si tratta di una metrica aggregata, espressa su una scala da 0 a 100, che valuta la performance dell'azienda lungo tre dimensioni principali: *ambientale*, *sociale* e di *governance*.

La dimensione *ambientale* prende in considerazione metriche quali le emissioni di carbonio, il consumo energetico, la gestione dei rifiuti e l'efficienza nell'uso delle risorse, riflettendo l'impatto dell'azienda sull'ambiente e il suo impegno verso un uso responsabile delle risorse.

La dimensione *sociale* include aspetti come le relazioni con i dipendenti, la diversità, i diritti umani e il coinvolgimento nella comunità, indicando come l'azienda gestisce i rapporti con il personale, i clienti e le comunità in cui opera.

La dimensione di *governance* valuta elementi quali la struttura del consiglio di amministrazione, la remunerazione dei dirigenti, i diritti degli azionisti e la trasparenza, al fine di misurare la responsabilità, l'equità e l'integrità etica dei processi decisionali e operativi aziendali.

È importante sottolineare che i punteggi ESG sono rettificati tenendo conto di eventuali controversie significative in ambito ESG, permettendo così una valutazione più affidabile dell'impatto sostenibile dell'azienda nel tempo (LSEG, 2023).

(B) Divario di governance

Seguendo un approccio consolidato nella letteratura manageriale (es, Berry *et al.*, 2010; Kang *et al.*, 2017), il divario di governance tra acquirente e target è stato operazionalizzato attraverso la distanza di Mahalanobis. Tale misura è stata scelta in quanto più sofisticata rispetto alla distanza euclidea, poiché tiene conto della covarianza tra le variabili e consente di identificare potenziali outlier (Ghorbani, 2019). In particolare, il divario di governance è stato calcolato come segue:

$$D_M(F_a, F_t) = \sqrt{(X_a - X_t)^T S^{-1} (X_a - X_t)}$$

dove:

D_M è la distanza di Mahalanobis tra l'azienda a (acquirente) e l'azienda t (target);

X_a and X_t sono i vettori dei punteggi dei governance pillars dell'azienda acquirente e di quella target;

S^{-1} è l'inverso della matrice di covarianza.

(C) Variabili di controllo

Lo studio include diverse variabili di controllo, identificate dalla letteratura come determinanti della performance ESG. In particolare, sono state considerate alcune caratteristiche a livello di azienda, tra cui: dimensione aziendale, livello di indebitamento, liquidità, redditività (ROE) e spese in ricerca e sviluppo (R&S). In linea con la letteratura, la dimensione dell'azienda è misurata come il logaritmo naturale del totale attivo.

A livello patrimoniale, l'indebitamento è calcolato come il rapporto tra debiti totali e attivo totale, mentre la liquidità (cash holdings) è data dal rapporto tra disponibilità liquide e attivo totale. In ottica di redditività, è stata inclusa una variabile di controllo relativa al ROE, calcolato come utile netto diviso per il patrimonio netto. Infine, le spese in R&S, riconosciute come un possibile fattore in grado di influenzare i ritorni ESG, sono espresse come rapporto tra i costi per ricerca e sviluppo e il fatturato.

5.3 – Metodo di analisi

Considerata la struttura longitudinale del dataset, le ipotesi di ricerca sono state testate mediante l'applicazione della tecnica "difference-in-differences" (DiD) generalizzata, implementata tramite regressioni panel. Questa metodologia quasi-sperimentale consente di confrontare l'evoluzione delle performance ESG tra il periodo pre- e post-acquisizione, isolando l'effetto dell'operazione di M&A rispetto ad altre dinamiche temporali o di contesto che avrebbero potuto influenzare i risultati. Il modello include un insieme di variabili dummy per Paese e settore industriale, così da controllare per le caratteristiche sistemiche specifiche di contesto che potrebbero influenzare le performance ESG.

I settori sono stati definiti in base ai codici SIC (Standard Industrial Classification), una tassonomia ampiamente riconosciuta che garantisce una classificazione coerente e comparabile delle attività economiche. L'inclusione delle dummy settoriali è particolarmente rilevante poiché la sensibilità alle tematiche ESG varia in misura significativa tra settori (ad esempio, energia e utilities rispetto a servizi finanziari o tecnologia), influenzando la capacità di un'operazione di generare sinergie ESG.

Per mitigare i rischi di causalità inversa e rafforzare l'interpretabilità causale dei risultati, tutte le variabili indipendenti e di controllo sono state considerate con un ritardo temporale di un anno (lagged). In questo modo, si garantisce che i valori delle variabili esplicative precedano temporalmente la misurazione delle performance ESG post-deal, riducendo il rischio che le performance ESG stesse influenzino le determinanti considerate.

6 – Risultati

La Tabella 1 mostra le principali statistiche descrittive e le correlazioni fra le variabili utilizzate nelle analisi econometriche. Il punteggio ESG presenta una media pari a 56,121 e una deviazione

standard di 20,158, indicando una dispersione moderata e una certa eterogeneità delle performance di sostenibilità tra le aziende considerate. Tra le variabili di controllo, la dimensione aziendale presenta una media di 16,169 e una deviazione standard di 1,641, valori coerenti con la presenza prevalente di imprese di medie e grandi dimensioni. I debiti totali mostrano una media di 0,184, mentre le disponibilità liquide si attestano su una media di 0,111, evidenziando livelli moderati rispettivamente di indebitamento e liquidità. La variabile ROE (redditività del capitale proprio) ha una media di 11,093, ma una deviazione standard piuttosto elevata (64,329), segnalando una forte dispersione nei risultati economici tra le aziende. Infine, gli investimenti in ricerca e sviluppo registrano una media di 0,148 e una deviazione standard di 2,434, riflettendo un'elevata eterogeneità nei livelli di spesa in innovazione.

Tabella 1 – Statistiche descrittive e matrice della correlazione

	Variabili	Media	Deviazione standard	1	2	3	4	5	6	7	8
1	ESG score	56,121	20,158	1							
2	M&A	0,601	0,490	0,101	1						
3	Divario governance	2,155	2,600	-0,052	0,012	1					
4	Dimensione	16,169	1,641	0,566	0,166	-0,139	1				
5	Debiti totali	0,184	0,218	0,031	0,225	-0,115	0,267	1			
6	Disponibilità liquide	0,111	0,123	-0,121	-0,199	0,122	-0,309	-0,676	1		
7	ROE	11,093	64,329	0,139	-0,106	-0,041	0,173	-0,014	-0,088	1	
8	Ricerca e sviluppo	0,148	2,434	0,073	0,046	-0,005	0,124	0,111	-0,256	0,462	1

L'analisi delle correlazioni bivariate evidenzia alcune relazioni di rilievo. Il punteggio ESG è positivamente correlato con la dimensione aziendale (0,566), suggerendo che le aziende di maggiori dimensioni tendono ad avere performance ESG più elevate, coerentemente con l'ipotesi che tali organizzazioni dispongano di risorse e competenze superiori per adottare pratiche di sostenibilità.

Si osserva, inoltre, una correlazione negativa tra l'ESG score e le disponibilità liquide (-0,121), suggerendo che un'elevata liquidità non si traduce necessariamente in migliori performance ESG. Le correlazioni tra le variabili risultano deboli, in generale; tuttavia emerge una correlazione significativa e positiva tra la variabile M&A e le variabili di dimensione (0,166) e debiti totali (0,225), indicando che le aziende più grandi e maggiormente indebitate possono essere più propense a intraprendere operazioni straordinarie.

Complessivamente, le statistiche descrittive mostrano un campione equilibrato e sufficientemente eterogeneo, mentre la matrice di correlazione non evidenzia livelli

problematici di multicollinearità tra le variabili indipendenti, confermando l'adeguatezza dei dati per le successive analisi di regressione.

I risultati dell'analisi empirica sono presentati in Tabella 2. Il coefficiente di determinazione (R^2), compreso tra 0,625 e 0,635, denota una buona capacità esplicativa complessiva dei modelli. L'inclusione di dummies settoriali, temporali e nazionali garantisce inoltre il controllo per effetti fissi specifici, rafforzando la validità dei risultati econometrici. La Tabella 2 presenta i risultati di quattro Modelli di regressione lineare che analizzano la relazione tra le attività di M&A e lo score ESG delle aziende, includendo progressivamente le variabili di interesse e le interazioni di rilievo.

Tabella 2 – Risultati di regressione

Variabili	(1) ESG Score	(2) ESG Score	(3) ESG Score	(4) ESG Score
M&A		2,6221** (0,0489)	2,6044* (0,0504)	4,9590*** (0,0018)
Divario governance			0,2265 (0,2301)	0,5841** (0,0178)
Acquisizioni*Divario governance				-0,6308** (0,0500)
Dimensione	7,9212*** (0,0000)	7,8818*** (0,0000)	7,9040*** (0,0000)	7,8602*** (0,0000)
Debiti totali	-8,6255** (0,0129)	-8,6789** (0,0123)	-8,3806** (0,0158)	-7,0316* (0,0511)
Disponibilità liquide	-16,6130*** (0,0059)	-15,8387*** (0,0087)	-15,4927** (0,0104)	-15,1406** (0,0153)
ROE	0,0044 (0,5952)	0,0040 (0,6300)	0,0038 (0,6461)	0,0050 (0,5464)
Ricerca e sviluppo	0,2052 (0,7610)	0,2105 (0,7547)	0,1612 (0,8112)	0,0398 (0,9534)
Costante	-73,0847*** (0,0000)	-69,0616*** (0,0000)	-69,7296*** (0,0000)	-67,8649*** (0,0000)
Dummy settore	Si	Si	Si	Si
Dummy anno	Si	Si	Si	Si
Dummy paese	Si	Si	Si	Si
R-quadro	0,6255	0,6271	0,6276	0,6346
Osservazioni totali	999	999	999	999
P value robusti riportati tra parentesi – Livelli di significatività: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$				

Il Modello 1 include esclusivamente le variabili di controllo, quali dimensione aziendale, struttura finanziaria, redditività e investimenti in ricerca e sviluppo. La presentazione di questo modello preliminare risulta metodologicamente opportuna poiché consente di valutare l'effetto dei soli fattori strutturali sull'ESG Score e di stabilire una base di riferimento per i modelli successivi. Per quanto concerne le variabili di controllo, la dimensione aziendale mostra un effetto positivo e altamente significativo in tutti i modelli, coerentemente con l'ipotesi che le imprese di maggiori dimensioni dispongano di risorse e capacità gestionali più ampie per implementare politiche sostenibili. Al contrario, debiti totali e disponibilità liquide presentano coefficienti negativi e significativi, suggerendo che una maggiore leva finanziaria o un'eccessiva liquidità non allocata possano ridurre l'attenzione verso la sostenibilità. Le variabili ROE e ricerca e sviluppo non risultano statisticamente significative, indicando che la redditività e l'intensità innovativa non esercitano un effetto diretto sul punteggio ESG nel campione analizzato.

Il Modello 2 introduce la variabile esplicativa principale "M&A", permettendo di stimare l'effetto diretto delle operazioni di fusione e acquisizione sul punteggio ESG, a parità di caratteristiche aziendali e contesto di riferimento. Tale approccio incrementale consente di isolare e quantificare in modo più accurato il contributo specifico delle variabili di interesse alla spiegazione della variabilità dell'ESG Score, rafforzando la robustezza dell'analisi. I risultati del Modello 2 mostrano che la variabile M&A assume un coefficiente positivo e statisticamente significativo ($\beta = 2,6221$; $p < 0,05$), che peraltro si conferma in tutti i modelli, indicando che le operazioni di acquisizione sono associate a un miglioramento delle performance ESG. Tale evidenza suggerisce che i processi di M&A possono favorire una maggiore attenzione alle pratiche ambientali, sociali e di governance oltre a trattarsi, in alcuni casi, di operazioni realizzate proprio per conseguire miglioramenti nelle performance ESG.

Tuttavia, l'interazione tra la variabile M&A e la proxy *divario governance* risulta negativa e statisticamente significativa ($\beta = -0,6308$; $p < 0,05$), indicando che un'elevata disomogeneità nei meccanismi di governance attenua l'impatto positivo delle operazioni di M&A sulle performance ESG. Tale risultato evidenzia l'importanza della compatibilità istituzionale e della convergenza dei modelli di governance per il successo sostenibile dei processi di integrazione.

In sintesi, l'evidenza empirica suggerisce che le operazioni di M&A costituiscono un potenziale driver di miglioramento delle performance ESG delle aziende acquirenti, ma l'efficacia di tale relazione dipende in misura significativa dall'allineamento dei sistemi di governance tra le imprese coinvolte.

7 – Discussione e implicazioni

I nostri risultati rafforzano l'importanza di adottare un approccio contingente per comprendere i risultati aziendali in ottica ESG delle operazioni di M&A, superando l'assunto secondo cui l'acquisizione di un'azienda con punteggi ESG più elevati si traduce automaticamente in migliori performance sostenibili post-deal per l'acquirente (Feng, 2021).

La letteratura offre due prospettive contrastanti. Da un lato, numerosi studi sottolineano l'importanza della similarità e dell'allineamento strategico. In linea con la congruence theory (Nadler & Tushman, 1980), un'elevata distanza nei sistemi di governance, in termini per esempio di struttura del board, trasparenza, composizione dei comitati o meccanismi di controllo, riduce l'efficacia dei processi di integrazione, generando tensioni interne, costi

organizzativi e difficoltà nel coordinamento strategico (Chatterjee & Harrison, 2008; Maung *et al.*, 2020).

L'acquisizione di Automotive Holdings Group Ltd da parte di AP Eagers Ltd, conclusasi nel 2023, rappresenta un caso paradigmatico. Nonostante la target presentasse un profilo di sostenibilità più robusto rispetto all'acquirente (11 punti in più), la distanza molto ampia nei sistemi di governance (circa tre volte la media del campione) ha probabilmente costretto l'acquirente a concentrarsi su questioni diverse da quelle ESG, senza riuscire ad assorbire le pratiche ESG virtuose della target, col risultato di un peggioramento delle performance ESG post-deal rispetto a quelle registrate prima dell'acquisizione. Tale caso segnala che le divergenze nei meccanismi di controllo, nella composizione del board e nella trasparenza dei processi decisionali hanno probabilmente generato costi di coordinamento elevati e perdita di coerenza strategica, portando a un peggioramento della performance di sostenibilità complessiva.

Al contrario, un allineamento sostanziale dei principi e delle pratiche di governance favorisce la coerenza decisionale e la realizzazione delle sinergie sostenibili. Ad esempio, l'operazione TransCanada Corp-Columbia Pipeline Group Inc, conclusasi nel 2012, rappresenta uno dei casi più virtuosi del campione, con una performance ESG post-acquisizione di 91,4 punti (la più elevata) e un divario di governance quasi nullo (0,07). L'allineamento strutturale tra i due sistemi di governance pare aver consentito un'integrazione fluida delle pratiche ESG tra due aziende già molto orientate a pratiche di sostenibilità, facilitando la convergenza dei processi decisionali e la diffusione di standard elevati di trasparenza e accountability. Ad una distanza di governance così bassa si associano infatti bassi costi di coordinamento, mentre risulta più agevole l'apprendimento reciproco, favorendo così la realizzazione di sinergie sostenibili. In linea con la congruence theory (Nadler & Tushman, 1980) e con la resource-based view, questo caso dimostra che la creazione di valore ESG non deriva soltanto dalla qualità assoluta delle risorse, ma dalla loro compatibilità e integrabilità: l'allineamento di governance diviene così un moltiplicatore di efficacia nella traduzione delle risorse sostenibili in vantaggio duraturo.

Questi risultati confermano che la governance costituisce l'architettura istituzionale della sostenibilità nelle M&A, poiché definisce le regole e i processi attraverso cui le imprese integrano risorse, conoscenze e valori.: Il divario di governance agisce quindi come una variabile di contingenza capace di amplificare o attenuare l'impatto positivo delle operazioni sul piano ESG complessivo.

Dalla prospettiva della resource-based view (Barney, 1991) e della knowledge-based view (Grant, 1996), il nostro studio suggerisce inoltre che differenze moderate di governance possono creare opportunità di apprendimento reciproco e innovazione (Hoi *et al.*, 2013; Stahl & Voigt, 2004; Teerikangas & Very, 2006), rappresentando dunque una leva di apprendimento organizzativo. Ciò, tuttavia, a condizione che l'acquirente disponga di adeguata *absorptive capacity* (Cohen & Levinthal, 1990). In tali casi, la diversità nei modelli di governance consente lo scambio di pratiche virtuose, ad esempio in termini di indipendenza del board o trasparenza nelle remunerazioni, che possono rafforzare la legittimità istituzionale e la reputazione dell'impresa post-deal. Tuttavia, quando le differenze sono troppo marcate, i costi di coordinamento e le frizioni valoriali tendono a prevalere, riducendo la capacità di creare valore sostenibile.

Occorre comunque considerare che non ogni distanza moderata implica automaticamente complementarità: perché il divario di governance si traduca in valore, è necessario che le differenze riflettano punti di forza qualitativamente distinti ma integrabili, piuttosto che semplici disallineamenti o debolezze reciproche, per esempio, combinando la capacità di un'impresa di bilanciare un modello di governance più formale e regolato con l'agilità decisionale dell'altra. In altre parole, il potenziale beneficio ESG derivante dal divario di governance tra acquirente e acquisita dipende dalla natura delle risorse sottostanti e dalla capacità dell'acquirente di riconoscerle, assimilarle e sfruttarle efficacemente.

In linea con la teoria della *absorptive capacity* (Cohen & Levinthal, 1990), la creazione di valore non deriva semplicemente dall'esposizione a nuove conoscenze o pratiche sostenibili, ma dalla capacità organizzativa di identificare, interiorizzare e riutilizzare tali conoscenze per generare innovazione e sinergie. Pertanto, un divario di governance può rappresentare un'opportunità solo quando l'acquirente dispone delle strutture cognitive, culturali e organizzative necessarie a trasformare la differenza in apprendimento e vantaggio competitivo sostenibile.

In termini di contributo alla letteratura, i nostri risultati offrono tre spunti principali. In prima battuta, proponiamo il divario di governance come dimensione autonoma e rilevante nel contesto delle M&A, spostando l'attenzione dai livelli assoluti di performance ESG al loro posizionamento relazionale (Capizzi *et al.*, 2021; Berg *et al.*, 2022). In secondo luogo, i nostri risultati confermano empiricamente la validità della prospettiva della congruenza, mostrando che un forte allineamento di governance rappresenta la condizione più favorevole alla creazione di valore sostenibile, pur senza escludere che in contesti specifici differenze moderate possano portare benefici.

In definitiva, mentre la letteratura suggerisce che complementarità moderate possano arricchire la capacità ESG delle imprese, le evidenze mostrano che nella pratica il contenimento del divario di governance costituisce il fattore determinante per garantire la creazione di valore sostenibile post-deal.

Oltre ai contributi teorici, il nostro studio offre implicazioni significative per la pratica manageriale e per le politiche pubbliche. Per i manager e i team di M&A, i risultati evidenziano l'importanza di includere la valutazione del divario di governance già nella fase di due diligence. Non basta dunque considerare i punteggi assoluti della target: è fondamentale analizzare il grado di compatibilità e coerenza tra le pratiche di corporate governance delle due aziende coinvolte nell'operazione, poiché un divario eccessivo tende a generare costi di integrazione elevati, frizioni organizzative e rischi reputazionali. In questo senso, strumenti analitici come la misurazione delle distanze multivariate (ad esempio, la distanza di Mahalanobis) possono diventare parte integrante dei processi di screening e selezione delle target.

Inoltre, i risultati suggeriscono che un allineamento della governance costituisce la condizione più favorevole alla creazione di valore sostenibile post-deal. Gli acquirenti dovrebbero quindi privilegiare target con strutture e pratiche di governance simili o compatibili, riducendo i rischi di discontinuità e massimizzando la possibilità di sviluppare sinergie sostenibili. Laddove non sia possibile evitare un divario significativo, sarà cruciale predisporre piani di integrazione dedicati che includano iniziative mirate alla convergenza delle pratiche di governance, programmi di formazione e comunicazione interna, e meccanismi condivisi per armonizzare le priorità.

Dal punto di vista della gestione degli stakeholder, un'elevata divergenza a livello della governance aziendale può generare dubbi sulla coerenza della nuova entità rispetto agli impegni di sostenibilità dichiarati, con potenziali ripercussioni sulla reputazione e sull'accesso ai capitali. È quindi necessario comunicare in modo trasparente le strategie di integrazione ESG e coinvolgere attivamente gli stakeholder chiave per consolidare fiducia e legittimità.

Per i policy maker e i regolatori, i risultati suggeriscono di ampliare l'analisi delle operazioni di M&A includendo non solo le dimensioni concorrenziali ed economiche, ma anche gli impatti di sostenibilità. Linee guida e strumenti che incentivino le imprese a valutare e a rendicontare l'allineamento ESG nelle operazioni straordinarie potrebbero favorire processi di integrazione più coerenti e sostenibili, contribuendo agli obiettivi più ampi di transizione ecologica e responsabilità sociale. In sintesi, il nostro studio evidenzia come la gestione strategica del divario di governance rappresenti un elemento cruciale non solo per il successo delle operazioni di M&A, ma anche per la capacità delle imprese di generare valore sostenibile e di consolidare la propria legittimità agli occhi degli stakeholder.

8 – Conclusioni

Questo studio contribuisce ad approfondire la comprensione delle implicazioni ESG nelle operazioni di fusione e acquisizione. Sulla base della congruence theory e della resource-based view, la presente ricerca dimostra che i risultati in termini di sostenibilità post-M&A non sono automatici, ma dipendono in modo critico dal grado di allineamento relazionale delle strutture e pratiche di corporate governance tra acquirente e target.

In particolare, i risultati evidenziano che un elevato divario indebolisce significativamente la capacità dell'azienda di migliorare la propria performance ESG, a causa delle difficoltà di integrazione, delle frizioni culturali e della ridotta compatibilità tra approcci alla sostenibilità. Al contrario, quando le due imprese presentano profili di governance allineati, l'integrazione è più fluida, e le sinergie sostenibili sono più facilmente realizzabili.

Nel complesso, i risultati mettono in discussione l'idea, diffusa nella prassi manageriale, secondo cui l'acquisizione di una target con un punteggio ESG elevato garantisce automaticamente migliori risultati sostenibili. Al contrario, emerge chiaramente che è l'allineamento tra i profili delle due aziende, anziché il valore assoluto del punteggio della target, a determinare la creazione di valore sostenibile post-deal.

8.1 – Limitazioni dello studio

Pur offrendo contributi originali, lo studio presenta alcune limitazioni. In primo luogo, il campione è limitato a imprese quotate con rating ESG disponibili, escludendo operazioni private o di dimensioni minori in cui le dinamiche ESG potrebbero seguire traiettorie diverse. Inoltre, l'analisi non incorpora le motivazioni strategiche alla base delle operazioni: mentre le cosiddette *green M&A* mirano esplicitamente a obiettivi ESG, molte acquisizioni restano guidate da logiche economico-finanziarie o competitive, e gli esiti ESG possono emergere solo in modo indiretto. Infine, l'analisi si concentra su una finestra temporale post-deal relativamente breve: non è possibile determinare se gli effetti osservati si attenuino o si rafforzino nel lungo periodo.

8.2 – Direzioni di ricerca

La ricerca futura potrebbe estendere il nostro framework in diverse direzioni. Studi longitudinali più estesi potranno valutare come evolvono nel tempo le divergenze ESG e se eventuali disallineamenti iniziali vengono colmati con l'integrazione o, al contrario, si acuiscono.

Sarebbe inoltre utile esplorare in profondità le motivazioni strategiche alla base delle M&A, confrontando operazioni esplicitamente orientate alla sostenibilità con acquisizioni dettate da obiettivi finanziari o di espansione di mercato.

Dal punto di vista metodologico, studi qualitativi o multi-caso potrebbero arricchire la comprensione dei meccanismi micro-organizzativi che mediano l'integrazione ESG, come la leadership, la negoziazione interculturale o il coinvolgimento degli stakeholder. Infine, analisi comparative tra settori o tra contesti istituzionali diversi, ad esempio in presenza di obblighi normativi di disclosure ESG o di strumenti di finanza legati alla sostenibilità, potrebbero illuminare il ruolo delle pressioni esterne nella configurazione degli esiti post-deal.

In sintesi, concettualizzando il divario di governance come una variabile di contingenza centrale nelle M&A, questo studio arricchisce il dialogo teorico tra sostenibilità e strategia di crescita aziendale, aprendo nuove prospettive per esplorare come le differenze ESG tra imprese possano plasmare la traiettoria post-acquisizione. Offriamo così un framework utile sia per l'indagine accademica sia per guidare decisioni operative di manager, investitori e policy maker orientati alla creazione di valore sostenibile.

9 – In ricordo di Gianluca Colombo

Questo lavoro intende, dunque, rendere omaggio al pensiero di Gianluca Colombo, che ha saputo leggere la complessità delle aziende e delle loro scelte strategiche con un approccio aperto e innovativo. La nostra analisi sul "divario di governance" si propone di contribuire alla comprensione dei molteplici effetti e relazioni che sono associati alle operazioni di M&A, nella convinzione che le differenze non siano solo distanze da colmare, ma potenziali risorse di apprendimento e innovazione se inserite in un quadro di coerenza e comprensione reciproca. Così, nello spirito che ha guidato l'approccio alla ricerca di Gianluca Colombo, auspichiamo che anche questo studio possa suggerire una nuova prospettiva attraverso cui la complessità delle operazioni di M&A può essere indagata.

10 – Bibliografia

- Aguilera, R. V., Aragón-Correa, J. A., Marano, V., & Tashman, P. A. (2021). The corporate governance of environmental sustainability: A review and proposal for more integrated research. *Journal of Management*, 47(6), 1468–1497.
- Alexandridis, G., Hoepner, A. G., Huang, Z., & Oikonomou, I. (2022). Corporate social responsibility culture and international M&As. *The British Accounting Review*, 54(1), 101035.
- Al-Sharkas, A. A., Hassan, M. K., & Lawrence, S. (2008). The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of the US banking industry: Further evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1–2), 50–70.

- Akpan, M. N. U., Aik, N. C., Wanke, P. F., & Chau, W. H. (2018). Exploring the long-term trade-off between efficiency and value creation in horizontal M&As: Evidence from Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 9(2), 130–147.
- Arouri, M., & Pijourlet, G. (2017). CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 140, 263–284.
- Arouri, M., Gomes, M., & Pukthuanthong, K. (2019). Corporate social responsibility and M&A uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, 56, 176–198.
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93–103.
- Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., & Vieira, P. R. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121338.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269–291.
- Bauer, F., & Friesl, M. (2024). Synergy evaluation in mergers and acquisitions: An attention-based view. *Journal of Management Studies*, 61(1), 37–68.
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.
- Berry, H., Guillén, M. F., & Zhou, N. (2010). An institutional approach to cross-national distance. *Journal of International Business Studies*, 41, 1460–1480.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.
- Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. *Journal of Cleaner Production*, 314, 127982.
- Capizzi, V., Gioia, E., Giudici, G., & Tenca, F. (2021). The divergence of ESG ratings: An analysis of Italian listed companies. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 9(2), 2150006.
- Cardillo, G., & Harasheh, M. (2023). Stay close to me: What do ESG scores tell about the deal timing in M&A transactions? *Finance Research Letters*, 51, 103498.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1993). The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *Academy of Management Perspectives*, 7(2), 57–65.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829.
- Colombo, G. (1990). *Fusioni e acquisizioni: Aspetti strategici, finanziari e organizzativi*. McGraw-Hill Italia.
- Colombo, G. (1992). *Fusioni, acquisizioni, scorpori: Economia delle concentrazioni aziendali*. EGEA.
- Colombo, G., Conca, V., Buongiorno, M., & Gnan, L. (2007). Integrating cross-border acquisitions: A process-oriented approach. *Long Range Planning*, 40(2), 202–222.
- Cording, M., Christmann, P., & King, J. E. (2008). Reducing causal ambiguity in acquisition integration: The role of environmental and organizational fit. *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 28–49.
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (2021). Corporate stakeholders, corporate valuation, and ESG. *European Financial Management*, 27(2), 196–207.

- Crace, L., & Gehman, J. (2023). What really explains ESG performance? Disentangling the asymmetrical drivers of the triple bottom line. *Organization & Environment*, 36(1), 150–178.
- Depperu, D. (1990). Il ruolo delle informazioni e delle comunicazioni nelle operazioni di fusione e acquisizione. In M. L. Rock (a cura di), *Fusioni e acquisizioni*. McGraw-Hill Italia.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Eschen, E., & Bresser, R. K. (2005). Closing resource gaps: Toward a resource-based theory of advantageous mergers and acquisitions. *European Management Review*, 2(3), 167–178.
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in mergers and acquisitions: Typology, life cycles, and value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549–578.
- Feng, X. (2021). The role of ESG in acquirers' performance change after M&A deals. *Green Finance*, 3(3), 287–318.
- Franklin, J. (2019). ESG now a key factor in M&A. *International Financial Law Review*.
- Galpin, T., & de Vibe, M. (2024). Incorporating ESG across the M&A process. *Strategy & Leadership*, 52(1), 29–37.
- Ghorbani, H. (2019). Mahalanobis distance and its application for detecting multivariate outliers. *Facta Universitatis: Series Mathematics and Informatics*, 583–595.
- Ghosh, A. (2004). Increasing market share as a rationale for corporate acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1–2), 209–247.
- Gomes, M., & Marsat, S. (2018). Does CSR impact premiums in M&A transactions? *Finance Research Letters*, 26, 71–80.
- Goranova, M., Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2010). Owners on both sides of the deal: Mergers and acquisitions and overlapping institutional ownership. *Strategic Management Journal*, 31(10), 1114–1135.
- Gordano, S., Bauer, F., & King, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) acquisitions: Deal structure and outcome. *Business Strategy and the Environment*, 33(6), 6010–6028.
- Gubbi, S. R. (2015). Dominate or ally? Bargaining power and control in cross-border acquisitions by Indian firms. *Long Range Planning*, 48(5), 301–316.
- Heubeck, T. (2024). Walking on the gender tightrope: Unlocking ESG potential through CEOs' dynamic capabilities and strategic board composition. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 2020–2039.
- Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2013). Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *The Accounting Review*, 88(6), 2025–2059.
- Hristov, I., & Chirico, A. (2023). The cultural dimension as a key value driver of sustainable development at a strategic level: An integrated five-dimensional approach. *Environment, Development and Sustainability*, 25(7), 7011–7028.
- Kang, J., Lee, J. Y., & Ghauri, P. N. (2017). The interplay of Mahalanobis distance and firm capabilities on MNC subsidiary exits. *Management International Review*, 57, 379–409.
- Kim, J. Y., & Finkelstein, S. (2009). The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: Evidence from the U.S. commercial banking industry, 1989–2001. *Strategic Management Journal*, 30(6), 617–646.
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). The ESG data challenge. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(3), 73–80.

- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, 29(6), 663–672.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *Journal of Finance*, 72, 853–910.
- Magon, R. B., Thomé, A. M. T., Ferrer, A. L., & Scavarda, L. F. (2018). Sustainability and performance in operations management research. *Journal of Cleaner Production*, 190, 104.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales, and are there efficiency gains? *Journal of Finance*, 56(6), 2019–2065.
- Maung, M., Wilson, C., & Yu, W. (2020). Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 66, 101204.
- Meglio, O., Schriber, S., & Schriber, S. (2020). The notion of fit in merger and acquisition research. In *Mergers and Acquisitions: Rethinking Key Umbrella Constructs* (pp. 85–114).
- Morri, G., Fan, Y., & Colantoni, F. (2024). Green investments, green returns: Exploring the link between ESG factors and financial performance in real estate. *Journal of Property Investment & Finance*, 42(5), 435–452.
- Murphy, D., & McGrath, D. (2013). ESG reporting: Class actions, deterrence, and avoidance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 4(2), 216–235.
- Mirc, N., Sele, K., Rouzies, A., & Angwin, D. N. (2023). From fit to fitting: A routine dynamics perspective on M&A synergy realization. *Organization Studies*, 44(9), 1465–1490.
- Nadler, D. A., & Tushman, M. L. (1980). A model for diagnosing organizational behavior. *Organizational Dynamics*, 9(2), 35–51.
- Nguyen, A. N., Kernohan, D., & Nguyen, T. (2024). Minority versus majority: The choice of acquisition in Asia-Pacific countries. *International Journal of Finance & Economics*, 29(1), 1125–1140.
- Nightingale, D. V., & Toulouse, J. M. (1977). Toward a multilevel congruence theory of organization. *Administrative Science Quarterly*, 264–280.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24–35.
- Rock, M. L. (1987). *The mergers and acquisitions handbook*. McGraw-Hill.
- Rugira, J. (2024). Impacts of corporate social responsibility on the corporate optimum risk: Evidence of mergers and acquisitions. *American Journal of Industrial and Business Management*, 14(9), 1189–1230.
- Salvi, A., Petruzzella, F., & Giakoumelou, A. (2018). Green M&A deals and bidders' value creation: The role of sustainability in post-acquisition performance. *International Business Research*, 11(7), 96–105.
- Stahl, G. K., & Voigt, A. (2004). Impact of cultural differences on merger and acquisition performance: A critical research review and an integrative model. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 51–82.
- Taglialatela, J., Barontini, R., Testa, F., & Iraldo, F. (2024). Blockholders and the ESG performance of M&A targets. *Journal of Management and Governance*, 28(2), 625–650.
- Tampakoudis, I., & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865–1875.

- Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N., & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions: What changed during the COVID-19 pandemic? *Corporate Governance*, 21(6), 1117–1141.
- Teerikangas, S., & Very, P. (2006). The culture–performance relationship in M&A: From yes/no to how. *British Journal of Management*, 17(S1), S31–S48.
- Teti, E., Dell’Acqua, A., & Bonsi, P. (2022). Detangling the role of environmental, social, and governance factors on M&A performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1768–1781.
- Vastola, V., & Russo, A. (2021). Exploring the effects of mergers and acquisitions on acquirers' sustainability orientation: Embedding, adding, or losing sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 1094–1104.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
- Wang, W., Yu, Y., & Li, X. (2022). ESG performance, auditing quality, and investment efficiency: Empirical evidence from China. *Frontiers in Psychology*, 13.
- Wei, J., & Zheng, Q. (2024). Environmental, social and governance performance: Dynamic capabilities through digital transformation. *Management Decision*, 62(12), 4021–4049.
- Zheng, Z., Li, J., Ren, X., & Guo, J. M. (2023). Does corporate ESG create value? New evidence from M&As in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101916.