



Corso di laurea in Giurisprudenza
Cattedra di Diritto Commerciale 1

L'impatto dei fattori ESG nelle operazioni di M&A

Prof. ANTONIO NUZZO
RELATORE

Prof. GIAN DOMENICO MOSCO
CORRELATORE

CARLA GIACONA
CANDIDATA

MATRICOLA 163593

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE	9
1. La definizione delle operazioni straordinarie d'impresa	9
2. La disciplina delle operazioni straordinarie d'impresa.....	12
3. Le operazioni di M&A: Mergers and Acquisitions	15
4. Le motivazioni strategiche delle operazioni di M&A	17
4.1 L'aspetto fiscale	22
4.2 Un focus sulla crescita dimensionale dell'impresa.....	26
5. La fusione: definizione e tipologie	30
5.1 Il contesto normativo della fusione	31
5.2 La natura ed i presupposti della fusione	33
5.3 La funzione economica della fusione	35
5.4 Le fasi della procedura di fusione.....	36
5.4.1 Prima fase: il progetto di fusione.....	37
5.4.2 Seconda fase: la delibera di fusione	39
5.4.3. Terza fase: l'atto di fusione.....	40
6. L'acquisizione.....	41
6.1. La tassonomia delle acquisizioni.....	46
6.2. Il processo di acquisizione: fasi e metodo	50
6.2.1 Prima fase: analisi e valutazione strategica	53
6.2.2 Seconda fase: negoziazione, due diligence e closing	57
6.2.3 Terza fase: il processo di integrazione aziendale.....	61
7. I fattori critici di successo.....	63
CAPITOLO 2: FINANZA SOSTENIBILE E FATTORI ESG: UN'ANALISI APPROFONDIRITA	66
1. La finanza sostenibile	66
2. L'excurus storico	71
2.1 L'evoluzione dagli anni '60 agli anni '80: la Conferenza di Stoccolma	72
2.2 Il Protocollo di Kyoto del 1997	74
2.2 L'affermazione negli anni 2000.....	76
3. Il quadro legislativo europeo	77
3.1 Il Green Deal europeo.....	79
3.2 La Direttiva 2014/95/UE "Non-Financial Reporting Directive".....	81
3.2.1 Il Decreto legislativo n. 245/2016	83

3.3 L'Agenda 2030	84
3.4 Regolamento UE 2019/2088 “Sustainable Finance Disclosure Regulation”	87
3.5 Regolamento UE 2020/852 “Taxonomy Regulation”	90
3.6 Direttiva 2022/2464/UE “Corporate Sustainability Reporting Directive”	92
3.7 Direttiva 2024/1760/UE “Corporate Sustainability Due Diligence”	96
4. Il quadro normativo italiano	99
4.1 Il Codice di Corporate Governance	100
4.2 Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.....	101
4.3 Modelli di finanza sostenibile: la società benefit	104
4.3.1 Le startup	106
5. Introduzione all’approccio ESG	108
5.1 Il profilo Environmental	109
5.2 Il profilo Social.....	111
5.3 Il profilo Governance.....	113
6. I rischi legati ai fattori ESG	117
7. I benefici dei fattori ESG.....	119
8. Prospettive future.....	120
CAPITOLO 3: L’IMPATTO DEI FATTORI ESG NELLE OPERAZIONI DI M&A	123
1. Premessa	123
2. Oltre la finanza: come l’ESG ridefinisce il mondo delle fusioni e acquisizioni	125
2.1 I nuovi parametri nelle fasi di selezione e valutazione.....	127
2.2 La creazione del valore ESG	130
2.3 Accesso a nuovi finanziamenti	134
3. Introduzione al caso F21 e ReLife Group	135
3.1 L’approccio alla sostenibilità di F2i Sgr	138
3.2 Descrizione dell’operazione	141
3.3 Il ruolo dei fattori ESG nell’operazione	144
3.4 Risultato dell’operazione.....	146
4. L’integrazione ESG nel processo di M&A.....	147
4.1 Un nuovo modello di valutazione: la due diligence ESG.....	148
4.1.1 L’oggetto della due diligence ESG	150
4.1.2 Possibili sfide nella due diligence	151
4.1.3 La Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD).....	152
4.1.4 Dalla teoria alla pratica: i punti chiave della CSDDD.....	153
4.1.5 L’identificazione degli impatti negativi.....	155

4.1.6 Le misure adeguate di prevenzione e di arresto	156
4.2 Il rating ESG	159
4.2.1 Il ruolo del rating ESG nelle operazioni di M&A: la selezione della target	161
4.3 Il pricing	162
5. Il rapporto tra l'impresa e gli stakeholder	164
6. Considerazioni finali.....	166
CONCLUSIONI	169
BIBLIOGRAFIA	172

INTRODUZIONE

Nel corso del tempo, l'interesse verso la finanza sostenibile è aumentato notevolmente, spinto dalla crescente consapevolezza delle sfide ambientali, sociali e di *governance* che il mondo si trova ad affrontare. L'affidamento pressoché totale ai combustibili fossili e ad altre risorse naturali nei processi produttivi ha determinato un aumento incontrollato delle emissioni di gas serra e uno sfruttamento intensivo delle risorse stesse. Parallelamente, la logica del consumo e della produzione di massa ha spesso alimentato dinamiche di sfruttamento, con condizioni lavorative gravose, retribuzioni inadeguate e persino il ricorso al lavoro minorile. Risulta quindi necessario prendere in esame questi aspetti per promuovere e adottare politiche che valorizzino il profondo legame tra umanità e ambiente, con l'obiettivo di ridurre gli effetti negativi delle attività umane e assicurare un futuro sostenibile per tutti. L'obiettivo principale della finanza sostenibile è proprio quello di promuovere capitalizzazioni che generino un impatto positivo sia dal punto di vista ambientale sia da quello sociale e che, – allo stesso tempo –, comportino un rendimento finanziario. In questo nuovo scenario si introducono i c.d. “fattori ESG” (*Environmental, Social and Governance*), cuore del presente studio. Le tre metriche ESG, introdotte nel 2004, si pongono l'obiettivo di fornire un quadro di riferimento condiviso dal settore industriale per integrare aspetti ambientali, sociali e di *governance* nella gestione degli investimenti, nei servizi finanziari e nella consulenza per operazioni di acquisto o di vendita di quote o di società. Questo approccio si basa sull'idea che le aziende e gli investitori non possano più ignorare le implicazioni sociali e ambientali delle proprie scelte economiche, ma debbano invece adottare una prospettiva di lungo periodo che contempli anche il benessere collettivo e la sostenibilità del sistema economico.

Il presente elaborato si focalizza su un ambito particolarmente rilevante nell'applicazione della finanza sostenibile, e cioè quello delle operazioni di fusione e acquisizione, note anche con il termine anglosassone “*Merger and Acquisitions*” (o “M&A”), che rappresentano una leva strategica fondamentale per la crescita delle imprese e la riorganizzazione dei mercati. Con l'espressione “M&A” si fa riferimento a operazioni mediante le quali il controllo di un'attività viene trasferito tramite un cambio di proprietà (*acquisition*). La fusione (*merger*), invece, rappresenta l'atto formale che sigilla l'integrazione totale tra due entità societarie.

La scelta di realizzare un'operazione di M&A può essere mossa da diverse ragioni, tra cui la volontà di acquisire un concorrente per razionalizzare i costi ed aumentare la propria quota di mercato; il desiderio di penetrare geograficamente un'area in cui non si è presenti; il voler ampliare la propria offerta di prodotti o servizi o il mercato di riferimento a fronte di strategie di diversificazione; la necessità di acquisire *know-how* tecnico di avanguardia per mantenere o di guadagnare posizioni sul proprio mercato di riferimento, in modo più rapido rispetto all'implementazione di attività di ricerca e sviluppo; ed infine, alcune motivazioni legate alla quotazione in borsa ed alla leva fiscale. Oltre agli aspetti già menzionati, lo studio ha posto l'attenzione sulla crescita dimensionale, un fenomeno fisiologico nel ciclo di vita delle imprese e del *management*. Tale crescita può essere perseguita attraverso diversi metodi, che si distinguono principalmente in interni ed esterni, con le operazioni straordinarie appartenenti a quest'ultima categoria. Il principale vantaggio di queste operazioni risiede nella rapidità e tempestività della loro attuazione. Attraverso le operazioni di M&A è, infatti, possibile generare sinergie significative; ridurre il rischio di instabilità nei flussi di cassa, nei ricavi e, quindi, nei profitti della nuova società post-fusione (diversificazione); consolidare la propria posizione nel mercato di riferimento; aumentare la competitività delle aziende; ed infine, consentire l'accesso a nuove tecnologie e mercati.

Negli ultimi anni, tuttavia, il panorama delle M&A è stato influenzato dalla crescente attenzione verso i fattori ESG. L'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A ha modificato le modalità con cui queste operazioni vengono valutate e strutturate, portando investitori e aziende a considerare non solo le variabili finanziarie tradizionali, ma anche gli impatti ambientali e sociali delle loro scelte. Da un lato, le aziende *target* vengono sempre più spesso valutate in base alle loro *performance* ESG, con l'obiettivo di ridurre i rischi associati a pratiche non sostenibili, potenziali passività ambientali o a controversie reputazionali. Dall'altro, gli acquirenti cercano di allineare le proprie strategie di crescita con obiettivi di sostenibilità, al fine di migliorare il proprio profilo ESG, attrarre investitori istituzionali sensibili alla finanza sostenibile e rispondere alle crescenti pressioni normative e regolatorie. In questo contesto, il quadro normativo europeo, con iniziative come la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) e la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), sta rafforzando

l'importanza dell'integrazione ESG nelle decisioni strategiche aziendali, imponendo criteri più stringenti per la rendicontazione e la *due diligence* delle operazioni di M&A.

Lo studio affronta nel dettaglio gli argomenti sopra esposti e si suddivide in tre capitoli: il primo esamina la definizione, la disciplina, le motivazioni e la struttura delle operazioni straordinarie d'impresa, con un *focus* sulle operazioni di fusione e di acquisizione (M&A); il secondo capitolo analizza il tema della finanza sostenibile, partendo da un excursus storico che ne ripercorre l'evoluzione, dalla Conferenza di Stoccolma degli anni '60 fino all'affermazione negli anni 2000. Successivamente, viene approfondito il quadro legislativo europeo, con particolare attenzione alle normative chiave, tra cui il *Green Deal* europeo, la Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (2014/95/UE), il Regolamento sulla tassonomia (UE 2020/852) e le più recenti direttive sulla sostenibilità aziendale. Si passa poi al contesto normativo italiano, esaminando il Codice di Corporate Governance, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e i modelli di finanza sostenibile, come le società benefit e le startup. Il capitolo introduce poi l'approccio ESG (Environmental, Social, Governance), analizzando i tre pilastri fondamentali e i relativi rischi e benefici per le imprese e gli investitori. Infine, viene delineato uno sguardo sulle prospettive future, evidenziando le potenziali evoluzioni del settore e il ruolo della regolamentazione nella transizione verso un'economia più sostenibile.

Infine, il terzo capitolo si propone di analizzare l'impatto dei fattori ESG nelle operazioni di M&A. In particolare, viene inquadrato ed esaminato il ruolo dei criteri ESG nella selezione e valutazione delle aziende *target*, con un focus sull'evoluzione del modello di *due diligence*, sull'adozione del sistema di *rating* ESG, sulla determinazione del *pricing* e, infine, sul coinvolgimento degli *stakeholder* nel procedimento decisionale. Attraverso l'esame del caso studio – l'acquisizione di ReLife Group da parte di F2i Fondi Italiani per le infrastrutture SGR S.p.A. – e i dati empirici riportati, l'elaborato intende dimostrare come la sostenibilità stia diventando un *driver* determinante nelle strategie di M&A, ridefinendo i paradigmi del valore aziendale e influenzando le scelte degli investitori. L'obiettivo è quello di fornire un quadro chiaro e aggiornato sulle dinamiche emergenti, contribuendo al dibattito accademico e manageriale sulla finanza sostenibile e sulle sue implicazioni per il mondo delle fusioni e acquisizioni. Infine, verranno analizzati i potenziali rischi e benefici derivanti da questa integrazione, evidenziando le principali sfide aperte e le prospettive future del settore.

CAPITOLO 1: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

1. La definizione delle operazioni straordinarie d'impresa

Le operazioni straordinarie sono eventi modificativi della vita della società che esulano dall'ordinaria amministrazione e che vengono attuati per motivi differenti, di cui ci si occuperà successivamente. Esse possono includere il mutamento della struttura organizzativa o della forma giuridica dell'impresa, il trasferimento della proprietà aziendale o del controllo societario, fino alla liquidazione definitiva dell'azienda per giungere alla sua cessazione. Queste operazioni, dunque, rappresentano azioni significative che comportano trasformazioni essenziali nella configurazione o nella continuità dell'ente economico¹.

Nella teoria aziendalistica, si osserva una distinzione tra: (i) le operazioni di ordinaria gestione, che riguardano l'attività quotidiana svolta per il conseguimento dell'oggetto sociale, e (ii) le operazioni che influenzano la costituzione, la trasformazione o la cessazione della società, comunemente definite come “operazioni societarie straordinarie”². Come suggerisce l'aggettivo “straordinarie”, tali operazioni si caratterizzano per la loro natura non ricorrente, dovuta all'elevata complessità operativa che le connota³. Tuttavia, non mancano, tra i contributi dottrinali, coloro che ritengono che queste operazioni possano essere previste nell'arco della vita di un'impresa, configurandole come “un elemento di dinamicità irrinunciabile”⁴. La straordinarietà di tali operazioni si manifesta altresì nella loro mancanza di ripetibilità, a differenza delle attività ordinarie. Una peculiare eccezione a questa caratteristica è rappresentata dall'affitto d'azienda, che, pur rientrando nel novero delle operazioni straordinarie, si

¹ ABORY S., “*Società, operazioni straordinarie*”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani, 2012, <[https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/>](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/>) Ancora sul punto, il Dizionario Treccani afferma che, generalmente, la società sceglie di ricorrere alle operazioni straordinarie quando ritiene necessario adattare la forma giuridica dell'impresa stessa alle mutate condizioni di mercato o di ambiente socioeconomico o legislativo; in vista di cambiamenti dei rapporti di forza tra soci, oppure per creare nuove alleanze; oppure nel caso in cui sia indispensabile un adeguamento tecnologico delle forme di organizzazione dell'attività produttiva.

² MARCHINI I., “*Le gestioni straordinarie*”, in “*Manuale di amministrazione aziendale*”, Isedi, Milano, 1977, pagg. 14.1-14.2;

³ ADAMO S., “*I momenti straordinari nella vita dell'impresa societaria*”, in “*L'impresa societaria*”, a cura di Di Cagno Nicola, Cacucci, Bari, 2012, pagg. 407 e ss.;

⁴ BASTIA P. e BROGI R., “*Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*”, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2016, pag. 10.

distingue per la possibilità di essere attuato ripetutamente nel corso dell'esistenza dell'impresa⁵.

Analizzando la materia da un punto di vista normativo, è assente nel nostro ordinamento una disposizione che vada a definire in via generale le operazioni straordinarie, allo stesso modo manca una disposizione che ne fornisca un catalogo; a differenza di altri ordinamenti europei in cui sono rintracciabili, come ad esempio l'ordinamento spagnolo e quello tedesco.

Sul primo aspetto, la dottrina commercialista si è espressa ampiamente: alcuni autori circoscrivono le operazioni straordinarie a *“tutti gli atti o procedimenti finalizzati alla riconfigurazione della struttura essenziale dell'azienda per adeguare la stessa alle mutate esigenze dell'impresa”*⁶. Altri invece, adottano una prospettiva orientata alla dimensione comunitaria, e definiscono queste come *“le decisioni societarie che comportano rischi specifici di pregiudizio degli interessi dei soci di minoranza e dei creditori (...) più intensi e riferiti ad un lasso temporale più ristretto rispetto a quelli tipici cui sono esposti gli stessi soci di minoranza e i creditori nel corso dell'ordinaria attività d'impresa”*⁷.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, si passa da chi⁸ delimita la categoria alle classiche forme della *trasformazione, fusione e scissione*⁹, a chi include anche la *liquidazione*¹⁰

⁵ SOSTERO U., *“Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali”*, a cura di MANCIN, Giappichelli, Torino, 2016, pag. 89.

⁶ PALMIERI G., *“Operazioni straordinarie corporative e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative”*, in *“Il fallimento”*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2009, pag. 1093.
BASTIA P. e BROGI R., *“Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa”*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2015, pag. 10.

⁷ VICARI A., *“L'armonizzazione europea del diritto societario in materia di operazioni straordinarie”* in *“Il diritto societario europeo e internazionale”*, Utet Giuridica, Torino, 2017, pag. 478.

⁸ COTTINO G., *“Diritto societario”*, a cura di CAGNASSO, Cedam, Padova, 2011, p. 672;

SANTAGATA R., *“Le operazioni straordinarie”*, in *“Manuale di diritto commerciale”*, a cura di CIAN, Giappichelli, Torino, 2019, pag. 657 ss.

⁹ La *trasformazione* è il cambiamento di tipo di società, o il passaggio da una società di capitali ad altro tipo di ente giuridico o comunione d'azienda, e viceversa (ex artt. 2498-2500-*novies* c.c.); la *fusione* è l'unificazione di due o più società in una sola (ex artt. 2501-2505-*quater* c.c.); con la *scissione* il patrimonio di una società è scomposto e trasferito in tutto o in parte ad altre società, con contestuale assegnazione ai soci della prima di azioni o quote delle società beneficiarie del trasferimento sociale (ex artt. 2506-2506-*quater* c.c.).

¹⁰ SARALE M., AIELLO M., CERRATO S., CAVANNA M., CAVALIERE T., *“Le operazioni societarie straordinarie”*, in *“Trattato di diritto commerciale”*, a cura di COTTINO, Cedam, Padova, 2017. La *liquidazione* giudiziale è una procedura finalizzata alla liquidazione dei beni di un imprenditore o di una società insolvente (ex artt. 2484-2496 c.c.).

oppure il *trasferimento d'azienda*¹¹. Altri già citati, invece, abbracciando esplicitamente una concezione "enciclopedica" delle operazioni straordinarie, estendono ulteriormente la categoria e comprendendovi il mutamento dell'oggetto sociale, la quotazione in borsa, le operazioni che implicano il diritto di recesso, l'offerta pubblica di acquisto (OPA)¹² e l'esercizio del diritto di acquisto delle partecipazioni di minoranza¹³.

Pertanto, la categoria delle operazioni straordinarie, pur essendo ormai ampiamente conosciuta a livello legislativo, dottrinale, giurisprudenziale e nella prassi, rimane in parte avvolta nell'incertezza: manca una definizione univoca; i suoi limiti appaiono sfumati; non è chiaro quale sia – e, ancor prima, se esista – l'elemento distintivo che possa qualificarle.

Ebbene – come precedentemente affermato – ciò che invece appare indubbio e chiaro è l'obiettivo: tali operazioni si configurano come “*modalità alternative per il perseguimento degli obiettivi strategici*¹⁴” stabiliti dal *management*, in quanto costituiscono un'opzione distinta rispetto alla realizzazione di atti di ordinaria gestione. Esse emergono nel corso della vita di un'impresa, senza richiedere necessariamente una pianificazione dettagliata sin dal momento della sua fondazione. Si presentano, dunque, come strumenti efficaci per l'incremento del valore aziendale, la cui adozione si inserisce nel novero delle decisioni di natura strategica¹⁵.

¹¹ PALMIERI G., “*Operazioni straordinarie corporative e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*”, in “*Il fallimento*”, Wolters Kluwer Italia, 2009, pag. 1093. Il *trasferimento (o conferimento) d'azienda* si verifica quando vi è una cessione completa o parziale (in questo caso si parla di *cessione di ramo d'azienda*) dell'attività aziendale con sostituzione del soggetto giuridico titolare, ma senza interruzione nell'attività stessa, né nei contratti e nei diritti ad essa legati (ex artt. 2112; 2558; 2610 c.c.).

¹² L'offerta pubblica di acquisto (OPA) è un'operazione di borsa mediante la quale una persona fisica o giuridica dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di essere disposta a comprare i loro titoli a un prezzo superiore a quello di borsa, per acquisire o rafforzare il proprio controllo sulla società in questione (definita società bersaglio). L'acquirente ha l'obbligo di darne preventiva comunicazione alla CONSOB. In Italia la materia è disciplinata dagli artt. 101 bis e 112 del D.lgs. n. 58/1998 Testo Unico della Finanza (TUF).

¹³ BASTIA P. e BROGI R., “*Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*”, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2016, pag. 10. S Per partecipazioni (o quote) si intende la voce dello stato patrimoniale consolidato che rappresenta la quota di capitale degli azionisti di minoranza di una società controllata o collegata.

¹⁴ POTITO L., “*Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*”, Giappichelli, 2020, pag. 23.

¹⁵ CORSI C. e FARINON P., “*Le operazioni straordinarie d'impresa*”, Giappichelli, Torino, 2018, introduzione.

2. La disciplina delle operazioni straordinarie d'impresa

Delineata la natura e quelli che sono i caratteri principali delle operazioni straordinarie, si può procedere con una disamina della disciplina. Le norme di riferimento sono contenute – anzitutto – nel Codice civile, per poi continuare nel Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), e in alcuni decreti legislativi come il D.lgs. n. 58/1998, che ha introdotto il Testo Unico della Finanza¹⁶ (TUF), che disciplina l'intermediazione finanziaria, la trasparenza dei mercati, le offerte pubbliche di acquisto, e le operazioni sul capitale delle società quotate ed il D.lgs. n. 385/1993 che ha promosso nel nostro ordinamento il Testo Unico Bancario¹⁷ (TUB), Testo che regola l'attività bancaria e finanziaria in Italia, comprese le fusioni, acquisizioni e cessioni di partecipazioni che coinvolgono banche e intermediari finanziari. Il TUB ha come scopo quello di garantire la stabilità del sistema bancario e la tutela dei risparmiatori, disciplinando le autorizzazioni necessarie e i requisiti patrimoniali per operazioni straordinarie che modificano la struttura degli enti creditizi. Il TUB prevede, inoltre, il monitoraggio e il controllo da parte della Banca d'Italia per assicurare la corretta gestione e integrazione delle operazioni.

La disciplina di natura codicistica delle trasformazioni, fusioni e scissioni trova il suo fondamento nelle disposizioni del Titolo V del Libro V, rubricato "Del lavoro" (artt. 2498 ss. c.c.); la materia della liquidazione è, invece, contenuta agli artt. 2484 – 2496 c.c.

In particolare, la loro disciplina è così strutturata:

- Trasformazione¹⁸ (artt. dal 2498 al 2500-novies del Codice civile);

¹⁶ Testo Unico della Finanza, Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52

¹⁷ Testo Unico Bancario, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

¹⁸ Disciplina della *trasformazione*: l'art. 2498 c.c. stabilisce la continuità dei rapporti giuridici; l'art. 2499 c.c. fissa i limiti alla trasformazione; l'art. 2500 c.c. ne spiega il contenuto, la pubblicità e l'efficacia dell'atto di trasformazione; l'art. 2500-*bis* c.c. tratta dell'invalidità della trasformazione; l'art. 2500-*ter* c.c. descrive la trasformazione di società di persone; l'art. 2500-*quater* c.c. ha ad oggetto l'assegnazione di azioni o quote; l'art. 2500-*quinquies* c.c. delimita la responsabilità dei soci; l'art. 2500-*sexies* c.c. definisce la trasformazione di società di capitali; l'art. 2500-*septies* c.c. descrive la trasformazione eterogenea da società di capitali; l'art. 2500-*octies* c.c. illustra la trasformazione eterogenea in società di capitali; ed infine, l'art. 2500-*novies* c.c. delinea l'opposizione dei creditori.

- Fusione¹⁹ (artt. dal 2501 al 2505-quater del Codice civile);
- Scissione²⁰ (artt. dal 2506 al 2506-quater del Codice civile);
- Liquidazione²¹ (artt. dal 2483 al 2496 del Codice civile).

Proseguendo con il trattamento fiscale delle operazioni straordinarie, lo si rinviene nel Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) D.P.R. n. 917/1986, agli artt. 170 – 177 del Titolo III, Capo III²². Anzitutto, il TUIR regola la disciplina fiscale dei redditi prodotti da persone fisiche, società ed enti in Italia. Persegue, dunque, lo scopo di: (i) definire i criteri per la determinazione del reddito imponibile; (ii) stabilire le aliquote e le modalità di pagamento delle imposte sui redditi; (iii) regolamentare le deduzioni, detrazione e crediti d'imposta applicabili.

Con riguardo alle operazioni straordinarie nello specifico, si pone l'obiettivo di garantire un trattamento fiscale coerente per le operazioni straordinarie, evitando fenomeni di

¹⁹ Disciplina codicistica della *fusione*: l'art. 2501 c.c. delinea le forme della fusione; l'art. 2501-*bis* c.c. inquadra la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento; l'art. 2501-*ter* c.c. illustra il progetto di fusione; l'art. 2501-quater c.c. tratta della situazione patrimoniale; l'art. 2501-*quinquies* c.c. affronta il tema della relazione dell'organo amministrativo e l'art. 2501-*sexies* c.c. quello della relazione degli esperti; l'art. 2501-*septies* c.c. si occupa del deposito degli atti; l'art. 2502 c.c. analizza la decisione in ordine alla fusione; l'art. 2502-*bis* c.c. verte sul deposito e iscrizione della decisione di fusione; l'art. 2503 c.c. si occupa dell'opposizione dei creditori; l'art. 2503-*bis* c.c. esamina le obbligazioni; l'art. 2504 c.c. descrive l'atto di fusione; l'art. 2504-*bis* c.c. espone gli effetti della fusione; l'art. 2504-*ter* c.c. impone il divieto di assegnazione di azioni o quote; l'art. 2504-*quater* c.c. si concentra sull'invalidità della fusione; l'art. 2505 c.c. esamina l'incorporazione di società interamente possedute e l'art. 2505-*bis* c.c. l'incorporazione di società possedute al novanta per cento; l'art. 2505-*ter* c.c. fissa gli effetti della pubblicazione degli atti del procedimento di fusione nel registro delle imprese; ed infine, l'art. 2505-*quater* c.c. analizza le fusioni cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni. Sulle fusioni verterà l'intero paragrafo 4 del presente elaborato.

²⁰ Disciplina codicistica della *scissione*: l'art. 2506 c.c. descrive le forme della scissione; l'art. 2506-*bis* c.c. illustra il progetto di scissione; l'art. 2506-*ter* c.c. specifica le norme applicabili; in ultimo, l'art. 2506-quater c.c. definisce gli effetti della scissione.

²¹ Disciplina della *liquidazione*, l'art. 2484 c.c. espone le cause di scioglimento; l'art. 2485 c.c. delimita gli obblighi degli amministratori, mentre l'art. 2486 c.c. fissa i poteri degli amministratori; l'art. 2487 c.c. tratta della nomina e revoca dei liquidatori e dei criteri di svolgimento della liquidazione; l'art. 2487-*bis* c.c. tratta della pubblicità della nomina dei liquidatori e degli effetti; l'art. 2487-*ter* c.c. parla della revoca dello stato di liquidazione; l'art. 2488 c.c. riguarda gli organi sociali; l'art. 2489 c.c. illustra i poteri, gli obblighi e la responsabilità dei liquidatori; l'art. 2490 c.c. descrive i bilanci in fase di liquidazione; l'art. 2491 c.c. tratta dei poteri e doveri particolari dei liquidatori; l'art. 2492 c.c. riguarda il bilancio finale di liquidazione; l'art. 2493 c.c. esamina l'approvazione tacita del bilancio; l'art. 2494 c.c. verte sul deposito delle somme riscosse; l'art. 2495 stabilisce la cancellazione della società; e per finire, l'art. 2496 c.c. ha ad oggetto il deposito dei libri sociali.

²² Testo Unico delle Imposte sui redditi, D.P.R. n. 917/1986, artt. 170 – 177

<https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/270670/DPR+22+dicembre+1986+n+917+%28Tuir%29_Testo+unico+del+22_12_1986+n.+917.pdf/>

doppia imposizione o di elusione fiscale. Inoltre, stabilisce criteri per la continuità del regime fiscale (come la neutralità fiscale delle fusioni e dei conferimenti) e per la corretta valorizzazione delle attività trasferite.

Prendendo in esame le singole disposizioni: l'art. 170 TUIR ha ad oggetto la trasformazione della società, in particolare sancisce il principio di neutralità fiscale²³ di questa, stabilendo che *«la trasformazione della società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e delle minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze ed all'avviamento»*; l'art. 171 TUIR disciplina la trasformazione eterogena, in particolare della trasformazione della società di capitali in ente non commerciale, prevedendo che i beni della società trasformata si considerano realizzati in base al valore normale (comma 1) e della trasformazione dell'ente non commerciale in società di capitali, prevedendo che qualora i beni fossero già sottoposti al regime dell'impresa, il regime per essi resterà neutrale (comma 2). L'art. 172 TUIR si occupa della fusione, anche in questo caso si applica il principio di neutralità fiscale; pertanto, l'attività delle società fuse prosegue senza alcuna interruzione sulla base dei precedenti valori fiscalmente riconosciuti. In coerenza con il principio di neutralità, il secondo e terzo comma prevede l'irrilevanza delle differenze di fusione per la società risultante dalla fusione e per i soci delle società incorporate o fuse. L'art. 173 TUIR tratta della scissione, anch'essa soggetta al principio di neutralità fiscale sancito al comma 1, con riferimento alla società scissa, alla società beneficiaria ed ai soci della scissa. L'art. 174 TUIR estende quanto stabilito agli artt. 172 e 173 anche agli enti diversi dalle società "in quanto applicabili". L'art. 175 tratta dei conferimenti di partecipazioni da parte di società o enti soggetti all'imposta sul reddito delle società (IRES), e prevede che in deroga al criterio del valore normale dei beni e dei crediti conferiti, il valore di realizzo debba essere commisurato a quello *«attribuito alle partecipazioni ricevute ... nelle scritture contabili del soggetto conferente ovvero, se superiore, quello attribuito alle partecipazioni conferite nelle scritture contabili del soggetto conferitario»*; l'art. 176, invece, disciplina il conferimento di azienda effettuati tra soggetti residenti nel territorio dello Stato nonché tra soggetti che non siano ivi residenti per le aziende situate nel territorio dello Stato, prevedendo che essi *«non costituiscono realizzo di plusvalenze o minusvalenze»* ed

²³ Il principio di neutralità fiscale si riferisce a un approccio normativo secondo cui le imposte non devono influenzare in modo significativo le scelte economiche o organizzative delle imprese e degli operatori economici.

estendendo, così, anche ad essi il regime di neutralità e continuità dei valori fiscalmente riconosciuti come previsto per le trasformazioni, fusioni e scissioni. Infine, l'art. 177 TUIR disciplina al primo comma la permuta di partecipazioni e lo scambio di titoli per effetto del conferimento, estendendo a tali operazioni il regime del realizzo²⁴ previsto dall'articolo 175, TUIR e individuando, come requisito fondamentale, l'acquisto o l'integrazione di una relazione di controllo della società i cui titoli sono permutati o conferiti²⁵. Sull'aspetto fiscale delle operazioni straordinarie si tornerà nel paragrafo dedicato alle motivazioni delle suddette operazioni.

A quanto detto finora, si aggiungono anche: la Legge n. 262/2005 “Legge sul risanamento dei bilanci”, che ha introdotto modifiche importanti in materia di *governance* societaria e trasparenza delle operazioni straordinarie, in particolare per quanto riguarda i bilanci e la verifica delle operazioni da parte di organismi di controllo interni; il Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio Europeo “Regolamento Antitrust sulle concentrazioni”, che stabilisce le procedure per la concentrazione delle imprese; ed infine, il D.lgs. n. 195/2008 “Attuazione della direttiva 2005/56/CE sulla fusione transfrontaliera delle società di capitali”, tale decreto attua la direttiva europea sulle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, consentendo alle società di un Paese dell'Unione Europea di fondersi con società di altri Stati membri. La normativa garantisce che le operazioni di fusione transfrontaliera siano svolte in modo equo, con adeguate tutele per i creditori e i dipendenti.

3. Le operazioni di M&A: *Mergers and Acquisitions*

Si è trattato finora delle operazioni straordinarie d'impresa *in senso lato*, tuttavia, questo lavoro di tesi si concentrerà principalmente sull'analisi delle operazioni di acquisizione e fusione, comunemente descritte con il termine anglosassone “*Mergers & Acquisitions*”, (d'ora in avanti M&A). Si fa riferimento, dunque, a operazioni mediante le quali il

²⁴ Sul regime di realizzo <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/04/27/regime-realizzo-controllato-determinare-reddito-conferente>

²⁵ CORASANITI GIUSEPPE “Operazioni straordinarie, diritto tributario”, 2015, disponibile su [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-dir-trib_\(Diritto-on-line\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-dir-trib_(Diritto-on-line)/). Sul punto anche l'Agenzia dell'Entrate, in “La riforma del sistema tributario (11): neutralità fiscale delle operazioni straordinarie”, disponibile su <https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/riforma-del-sistema-tributario-11-neutralita-fiscale-delle>

controllo di un'attività viene trasferito tramite un cambio di proprietà (*acquisition*); la fusione (*merger*), invece, rappresenta l'atto formale che sigilla l'integrazione totale tra due entità societarie. Oltre alla differenza appena menzionata, queste si differenziano anche per quanto riguarda la permanenza o meno dell'indipendenza giuridica delle aziende coinvolte. In un'acquisizione, infatti, una società acquista il capitale sociale e le attività di un'impresa target, mantenendo la propria autonomia giuridica. Al contrario, la fusione implica l'unione di due o più aziende in una sola entità, con la conseguente perdita dell'individualità giuridica delle imprese originarie.

Sebbene nella letteratura anglosassone acquisizioni e fusioni vengano trattate insieme come operazioni di M&A, poiché entrambe offrono vantaggi strategici e finanziari, si tratta in realtà di due operazioni distinte, con diverse forme e sfumature. La fusione, come accennato, è un atto di congiunzione, una sinfonia di risorse e competenze che cercano armonia nella diversità. Quando due aziende decidono di fondersi, il risultato è una nuova entità che eredita gli elementi distintivi di entrambe. Questo può tradursi in una maggiore efficienza operativa, una più ampia base di clienti o una posizione di *leadership* consolidata nel settore. Le fusioni di pari livello (o omogenee), in cui due aziende simili si uniscono in termini di dimensioni e operazioni, mirano spesso a creare un'entità che sia più competitiva e in grado di affrontare le sfide del mercato con maggiore forza collettiva. Dall'altra parte dello spettro delle M&A ci sono le acquisizioni, un atto di appropriazione in cui una società assume il controllo di un'altra. Sulla scelta del modello di acquisizione, questa può derivare da un desiderio di conquistare nuovi mercati, accedere a competenze specifiche o eliminare la concorrenza diretta²⁶. Va evidenziato, per una visione più completa, che le operazioni di M&A si inseriscono in un contesto ampio e complesso: le dinamiche di mercato, le tendenze economiche globali e le considerazioni geopolitiche possono avere un impatto determinante sul loro esito. Anche il quadro normativo, a livello nazionale e internazionale, rappresenta una componente cruciale, in quanto richiede una gestione attenta per garantire la conformità e la

²⁶ CIMAN M., "Introduzione all'M&A", in "M&A Operazioni di M&A. Quello che non si dice", Newsletter di 24 Ore Professionale in collaborazione con TMC Advisory, 2024, in pag. 9, disponibile su https://minisiti.ilsole24ore.com/TMCADVISORY_gennaio_febbraio_2024/3%20TMC_GENNAIO_%20FEBBRAIO_2024.pdf

trasparenza in ogni fase del processo. Sul processo di M&A, distinguendo il processo di fusione e quello di acquisizione, si tornerà nei paragrafi successivi.

Considerando quanto detto, si può affermare che queste operazioni di M&A sono uno strumento attraverso il quale le imprese mirano ad evolversi, innovare e crescere in un ambiente aziendale in continua evoluzione.

4. Le motivazioni strategiche delle operazioni di M&A

Prima di approfondire i caratteri specifici delle operazioni di M&A, si ritiene necessario, ai fini di una migliore comprensione dei due istituti – fusione e acquisizione – illustrare quelle che sono le ragioni che spingono un'impresa all'utilizzo di questi strumenti.

Innanzitutto, occorre precisare che qualunque sia la motivazione alla base della scelta dell'impresa, l'obiettivo principale rimane la creazione di valore – nel senso più ampio – della stessa. Tali operazioni comportano cambiamenti significativi all'interno della realtà aziendale; per questo motivo, le valutazioni vengono condotte con grande attenzione e coinvolgono non solo il *management*, ma anche consulenti esterni. Questi processi decisionali – di cui si parlerà più avanti – sono caratterizzati da una notevole complessità, ma risultano fondamentali per aumentare le probabilità di successo.

Fatta questa premessa, si può dire che alcune delle ragioni sottostanti le operazioni di M&A possono spaziare dalla volontà di acquisire un concorrente per razionalizzare i costi ed aumentare la propria quota di mercato, al desiderio di penetrare geograficamente un'area in cui non si è presenti, dal voler ampliare la propria offerta di prodotti o servizi o il mercato di riferimento a fronte di strategie di diversificazione, alla necessità di acquisire *know-how* tecnico di avanguardia per mantenere o guadagnare posizioni sul proprio mercato di riferimento, in modo più rapido rispetto all'implementazione di attività di ricerca e sviluppo o, ancora, da motivazioni legate alla quotazione in borsa, alla leva fiscale²⁷.

²⁷ BOEMI A., SFERAAZZA PAPA R., “M&A come strumento di crescita: un caso dal settore Entertainment & Communication”, disponibile su <<https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/m-a-come-strumento-di-crescita-un-caso-dal-settore-entertainment-communication/10AR0000296396ART1>>

Pertanto, tra i vantaggi di tali operazioni si possono annoverare:

1. la creazione di sinergie;
2. la diversificazione;
3. il consolidamento della propria posizione sul mercato della società;
4. il riposizionamento strategico;
5. l'ingresso in nuovi mercati;
6. l'acquisizione di un *know-how*.

1) La prima motivazione strategica che spinge le aziende a intraprendere operazioni di M&A è la *ricerca di sinergie*. Per sinergie si intende la possibilità di ottenere un vantaggio attraverso la combinazione delle società coinvolte, un vantaggio che le aziende non potrebbero conseguire singolarmente. Il principio alla base del concetto di sinergie è che il valore dell'impresa risultante dalla fusione sia superiore alla somma dei valori delle singole società. Per questo motivo, individuare e sfruttare le sinergie è un elemento essenziale²⁸, tanto da essere considerate la fonte di valore più importante nel mondo delle M&A²⁹. Di seguito vengono illustrate le diverse tipologie di sinergie possibili individuate da Robert F. Bruner³⁰:

a) le *sinergie per la riduzione dei costi* (le più importanti per gli investitori): la società di nuova costituzione può talvolta ottenere risparmi sui costi rispetto a quelli sostenuti dalle entità separate. Le fonti delle potenziali riduzioni dei costi sono molteplici e dipendono dalle caratteristiche specifiche delle società coinvolte.

b) le *sinergie di miglioramento delle entrate* (riduzione della competizione, cross-selling dei prodotti, accesso a nuovi mercati, aumento dei canali di distribuzione): la combinazione di due o più risorse e la capacità dell'impresa può portare ad un aumento dei ricavi di una o di entrambe le società.

c) le *sinergie di ottimizzazione fiscale*: a seguito di una fusione o di un'acquisizione, l'entità di nuova costituzione può ottenere dei benefici fiscali. Ciò può avvenire in due modi diversi: nel primo caso, è possibile beneficiare di risparmi fiscali derivanti dai costi

²⁸ FORESTIERI G., "Corporate & Investment Banking", Milano, Egea, 2020, pag. 89

²⁹ GIGANTE G., "Mergers & Acquisitions", Aracne, 2020, pag. 47.

³⁰ BRUNER ROBERT F., PERELLA JOSEPH R., "Applied Mergers and Acquisitions", Wiley, 2004.

di ammortamento che si prevede di sostenere nell'ambito della ripresa di valore di alcuni asset della società target in fase di acquisizione; nel secondo caso, i benefici fiscali possono derivare dall'assunzione da parte dell'acquirente delle operative nette della società target.

d) le *sinergie finanziarie* si realizzano quando, a seguito di un'operazione di M&A, il costo del capitale per la nuova società risulta inferiore rispetto a quello precedente. Tale riduzione del costo del capitale può derivare da diversi fattori. Uno di questi è la stabilizzazione dei flussi di cassa, particolarmente probabile quando le società coinvolte operano in settori non correlati. In questo caso, la maggiore stabilità dei flussi di cassa riduce il rischio di insolvenza, abbassando il premio per il rischio e, di conseguenza, il costo del capitale. Un altro fattore è l'ottimizzazione della struttura finanziaria: è possibile ridurre il WACC³¹ (*weighted average cost of capital*), come sarà approfondito nel capitolo successivo, diminuendo il livello di indebitamento eccessivo o sfruttando una maggiore capacità di debito³².

2) La seconda ragione che può portare le aziende alla realizzazione di operazioni di M&A è la *diversificazione*. Questa strategia si attua unendo due società di settori non correlati o acquisendo asset esterni al core business dell'azienda. L'obiettivo della diversificazione è ridurre il rischio di instabilità nei flussi di cassa, nei ricavi e, quindi, nei profitti della nuova società post-fusione³³. Sebbene la riduzione del rischio sia lo scopo principale, la diversificazione può anche mirare all'ingresso in settori con tassi di crescita e margini più elevati. Tuttavia, questa strategia presenta alcune criticità: comporta un aumento della complessità aziendale, sia a livello strategico che organizzativo, e può ridurre le probabilità di successo a causa della limitata conoscenza del nuovo settore. Inoltre, dal punto di vista teorico, questa strategia non è considerata del tutto razionale, poiché gli

³¹ *Weighted Average Cost of Capital*, media ponderata del costo del capitale azionario e del costo del capitale di debito, ove i pesi delle ponderazioni sono dati dall'importanza relativa di capitale proprio e capitale di debito.

Disponibile su < <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/weighted-average-cost-of-capital.html#:~:text=Il%20costo%20medio%20ponderato%20del,quindi%20dei%20suoi%20investimenti%20complessivi> >

³² GIGANTE G., “*Mergers & Acquisitions*”, Aracne, 2020, pagg. 49-51.

³³ SIMONE M., “*Motivazioni che portano ad un processo di acquisizione*”, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/diversificazione/10DT0000032922ART10?searchId=2727886069&pathId=090cdcaf9e3f58&offset=5>

investitori possono diversificare i propri portafogli sui mercati finanziari senza costi aggiuntivi³⁴. Pertanto, non è indispensabile che un'azienda segua una strategia di diversificazione che comporta costi superiori a quelli che un investitore affronterebbe sul mercato finanziario.

3) Una terza causa che porta le imprese a scegliere un'operazione di M&A come modalità di crescita dimensionale è il desiderio di consolidare la propria posizione nel mercato di riferimento. Il *consolidamento del mercato* implica l'aumento delle proprie quote di mercato e/o il rafforzamento del vantaggio competitivo, obiettivi raggiungibili tramite l'acquisizione o fusione con un concorrente, che viene così eliminato dal panorama competitivo. Questo rafforza il *brand* dell'azienda e contribuisce a innalzare le barriere all'ingresso per nuovi potenziali concorrenti.

4) Ancora, le società optano per una fusione o un'acquisizione quando intendono raggiungere un *riposizionamento strategico*. Di fronte a uno shock esterno, le imprese possono trovarsi nella necessità di rivedere rapidamente la propria strategia. Sebbene esistano diverse modalità per farlo, le operazioni di M&A rappresentano una via più veloce rispetto alla crescita interna, che richiederebbe tempi molto più lunghi. Tra i principali fattori esterni che possono provocare uno shock vi sono i cambiamenti regolamentari e l'innovazione tecnologica, entrambi elementi che spesso richiedono una risposta immediata. In questi casi, un'operazione di M&A può offrire una soluzione rapida e pratica, grazie ai tempi di realizzazione relativamente contenuti.

5) Un altro motivo per cui delle aziende possono decidere di attuare un'operazione di M&A risiede nel desiderio di entrare in nuove aree geografiche. Molto semplicemente viene acquisita o ci si fonde con una società che opera in quell'area geografica nella quale si vuole entrare. In questo modo si superano facilmente le barriere all'ingresso che vi sono in quel mercato e si riducono i rischi collegati ad un investimento in quel mercato. In aggiunta a questi vantaggi si riducono le tempistiche richieste da un "normale" percorso per entrare in un nuovo mercato geografico. In questo contesto la realizzazione di un'operazione di M&A acquisisce ancora maggior valore se si realizza quando l'area

³⁴ FORESTIERI G., "Corporate & Investment Banking", Milano, Egea, 2020, pag. 90.

geografica in cui ci si vuole espandere presenta delle caratteristiche che si discostano notevolmente da quelle della società acquirente.

6) Sesto ed ultimo fattore stimolante per le imprese si estrinseca nella volontà di acquisire nuove competenze e risorse. Con l'acquisizione o fusione di un'altra società, l'azienda ottiene non solo asset materiali, ma soprattutto know-how, competenze specifiche e capacità produttiva. Gli asset intangibili, infatti, rivestono un ruolo chiave in questo tipo di operazioni. Attraverso l'acquisizione di tali risorse, l'azienda può ampliare la propria gamma di prodotti in tempi molto più rapidi rispetto allo sviluppo interno di competenze e conoscenze. Questa motivazione è simile a quella del riposizionamento strategico, ma con un obiettivo diverso: mentre nel primo caso lo scopo è l'ingresso in un nuovo mercato geografico, qui si tratta di espandere l'offerta di prodotti.

Alle motivazioni di natura strategico-competitiva finora analizzate si affiancano altri effetti positivi valutabili a livello aziendale e a livello personale. Talvolta influenti possono essere gli effetti sull'immagine dell'impresa acquirente, non tanto per le grandi imprese, quanto per le realtà di minori dimensioni, ancora più se localizzate in aree geografiche dove esse costituiscono un punto di riferimento sociale. A queste considerazioni si aggiungono poi quell'insieme di elementi che esercitano un'influenza (in alcuni casi anche inconscia) sulla psicologia del decisore. Per esempio, la spinta alla decisione finale può subire un'influenza determinante quando l'acquisizione di società che versano in situazione di crisi comporta la salvaguardia dei dipendenti e il mantenimento del posto di lavoro³⁵.

Infine, tra le altre motivazioni possono esserci, talvolta, delle motivazioni prive di razionalità come: il raggiungimento di una notorietà e la conseguente possibilità di accedere a centri di potere altrimenti non raggiungibili (c.d. "visibilità sociale"); l'affermazione del prestigio e dell'ego personale da parte del *management*.

³⁵ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pagg. 23-24.

4.1 L'aspetto fiscale

Le motivazioni finora illustrate attengono alla sfera commerciale e finanziaria. Tuttavia, come già menzionato in relazione alle fusioni, esistono anche motivazioni di carattere fiscale. Per comprendere più a fondo il regime fiscale nelle operazioni straordinarie, è utile soffermarsi nuovamente sulla nozione stessa di "operazione straordinaria".

Nel nostro ordinamento giuridico, infatti, – come esposto nei paragrafi precedenti – non si rinviene una definizione esplicita di tale espressione³⁶; neppure il Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) fornisce una formulazione chiara, nonostante la disciplina dei vari istituti sia distribuita nei Capi III, IV e V del Titolo III del medesimo TUIR³⁷.

In tale contesto si è tentato di elaborare una definizione unitaria delle operazioni straordinarie. Alcuni autori³⁸ affermano che il nucleo essenziale della categoria delle operazioni straordinarie andrebbe individuato, in via negativa, distinguendo gli atti in base alla loro natura (i) atti di gestione, oppure (ii) atti relativi ai fini e alla struttura dell'impresa. Nella prima categoria rientrerebbero sia gli atti diretti alla realizzazione dell'oggetto sociale, sia quelli che hanno una funzione strumentale a tale fine, come la cessione o l'acquisto di beni. Alla seconda categoria appartenerebbero invece le fattispecie che determinano una modifica della struttura statutaria, mantenendo i vincoli di destinazione e perseguendo una continuità operativa con finalità riorganizzative, come aumenti o riduzioni del capitale sociale. Più specificamente, quest'ultima categoria includerebbe operazioni quali fusioni, scissioni, trasformazioni, nonché cessioni e conferimenti d'azienda e liquidazioni, tutte forme di riorganizzazione che esprimono la natura del contratto di società, inteso come "contratto di organizzazione". Tuttavia, tale impostazione rivela alcuni limiti intrinseci³⁹ e per questo non accolta. Le difficoltà nel

³⁶ ZIZZO, G., "Le operazioni straordinarie tra realizzo e neutralità: spunti sistematici", in *Riv. dir. trib.*, 2006, Vol. I, pag. 519.

³⁷ Testo Unico delle Imposte sui redditi, D.P.R n. 917/1986, artt. 170 – 177.

<<https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/270670/DPR+22+dicembre+1986+n+917+%28Tuir%29+Testo+unico+del+22+12+1986+n.+917.pdf/>> . Si rimanda al Par. 2.

³⁸ ESPOSITO R., "I conferimenti in natura. Contributo allo studio degli atti di riorganizzazione nel diritto tributario", Roma, 2004, pag. 216; CORASANITI G., "Profili tributari dei conferimenti in natura e degli apporti in società", Cedam, Padova, 2008, pag. 270.

³⁹ In primo luogo, sebbene le fattispecie convergano sotto il profilo civilistico, esse divergono nettamente sul piano fiscale, dando luogo a situazioni molto eterogenee (ad esempio, il regime di neutralità o quello del realizzo). Inoltre, la dicotomia tra atti di gestione e atti relativi alla struttura solleva questioni problematiche: ad esempio, il conferimento di partecipazioni, generalmente considerato un'operazione

delineare una definizione comune di "operazioni straordinarie" si sono acuite con l'introduzione dei principi contabili internazionali⁴⁰ nell'ordinamento italiano. Questi principi adottano, infatti, un paradigma che si discosta da quello tradizionalmente accolto in Italia, poiché privo di legami con la natura giuridica dell'operazione stessa. Il riferimento principale per la contabilizzazione delle operazioni di gestione straordinaria di tipo acquisitivo è rappresentato dall'IFRS 3⁴¹, dedicato alle "*business combinations*", che si applica, in via esclusiva, alle integrazioni economiche tra due o più realtà aziendali non controllate dal medesimo soggetto⁴². L'IFRS 3 declina, in materia di operazioni straordinarie, il principio del "*substance over form*", fulcro dei principi contabili internazionali. Questo standard distingue tra operazioni realizzative, caratterizzate dal trasferimento del controllo (*business combination*), e operazioni riorganizzative, prive di tale trasferimento (*business combination under common control*). In tale ottica, la forma giuridica dell'operazione risulta irrilevante: le parti coinvolte possono realizzare sia una cessione d'azienda, operazione tradizionalmente classificata come realizzativa, sia una fusione, solitamente considerata neutrale, senza che ciò alteri la rappresentazione contabile. Quest'ultima, infatti, dipenderà esclusivamente dall'accertamento dell'avvenuto trasferimento del controllo.

straordinaria, mal si colloca nella categoria degli atti di gestione. Analogamente, classificare le operazioni di liquidazione come atti relativi ai fini e alla struttura dell'impresa appare discutibile, poiché tali operazioni, lungi dall'incidere sulla struttura dell'impresa, ne regolano piuttosto la cessazione, rappresentando quindi la fase terminale della sua esistenza.

⁴⁰ I principi contabili internazionali IFRS (*International Financial Standards*) e IAS (*International Standards*) sono regole, protocolli e standard istituiti dall'Accounting Standards Board con lo scopo di allineare e unificare i parametri finanziari a livello globale, da applicare al momento della redazione del bilancio.

Disponibile su <https://www.wolterskluwer.com/it-it/solutions/cch-tagetik/glossary/ias-ifrs#:~:text=L'International%20Financial%20Reporting%20Standards,unico%20insieme%20di%20principi%20contabili%2C> In Italia, il D.lgs. n. 38/2005, a partire dal 1° gennaio 2005, ha previsto l'obbligo di applicare i principi contabili internazionali per talune tipologie societarie (società quotate, Le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (gli altri possono optare per i principi contabili nazionali, v. art. 2bis, D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38) Le società assicurative quotate e quelle non quotate con riferimento al solo bilancio consolidato. Disponibile su <https://www.fondazioneazionalecommercialisti.it/node/51>

⁴¹L'IFRS 3 stabilisce i principi e i requisiti per il modo in cui un acquirente in una combinazione aziendale: riconosce e misura nei propri bilanci le attività e le passività acquisite, nonché qualsiasi interesse nell'acquisita detenuto da altre parti; riconosce e misura l'avviamento acquisito nella combinazione aziendale o un guadagno da un acquisto a buon mercato; e determina quali informazioni divulgare per consentire agli utilizzatori dei bilanci di valutare la natura e gli effetti finanziari della combinazione aziendale. Disponibile su <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-3-business-combinations/>

⁴²CORSI C., FARINON P., "*Le operazioni straordinarie d'impresa*", Giappichelli, 2018, pag. 323.

Consapevole dei limiti di una definizione univoca, Raffaello Lupi⁴³ ha proposto di conferire sistematicità alla materia. Secondo tale impostazione, l'espressione "operazioni straordinarie" dovrebbe riferirsi all'insieme delle operazioni riconducibili a eventi (ri)organizzativi che producono una modifica nell'assetto (i) dei beni o (ii) dei soggetti coinvolti. Nella prima categoria rientrerebbero quelle operazioni che alterano il patrimonio societario attraverso un atto di natura corrispettiva e onerosa, senza modificare la struttura soggettiva della società. Tali operazioni, come cessioni e conferimenti di aziende o partecipazioni, trasformano il patrimonio in ricchezza monetaria per il cedente, determinando l'emersione di eventuali plusvalenze latenti sui beni ceduti. La seconda categoria, invece, comprenderebbe operazioni che comportano un mero cambiamento nella natura giuridica della società o nella composizione della compagine sociale, permettendo la continuazione dell'attività d'impresa sotto una nuova veste giuridica (ad esempio, trasformazioni, fusioni e scissioni). Queste operazioni, prive di effetti traslativi, sono orientate a modificare l'assetto organizzativo dell'impresa, mantenendo intatta la struttura economica.

Tale distinzione assume rilevanza fiscale poiché, relativamente alle prime (operazioni sui beni), si applicherebbe un regime di realizzo⁴⁴, implicando la modifica dei valori fiscali dei beni e l'emersione di componenti reddituali, sia positivi che negativi. Per quanto riguarda le seconde (operazioni sui soggetti), invece, troverebbe applicazione il regime di neutralità⁴⁵, che combina il principio di continuità dei valori fiscalmente riconosciuti con quello di neutralità fiscale rispetto a eventuali componenti reddituali. Tuttavia, anche questa teoria ha rivelato, nel tempo, i suoi limiti⁴⁶.

I tentativi degli autori finora citati di giungere a una definizione unitaria o di sistematizzare la materia dal punto di vista giuridico-fiscale si sono, dunque, rivelati insoddisfacenti. Questo è dovuto all'intrinseca difficoltà di organizzare sistematicamente

⁴³ LUPU R., "Profili tributari della fusione di società", Cedam, Padova, 1989, pag. 39.

⁴⁴ Art. 177 TUIR

⁴⁵ Art. 176 TUIR

⁴⁶ Il conferimento d'azienda, inserito nella prima delle categorie esaminate, si configura giuridicamente come un atto associativo, attraverso il quale il conferente acquisisce una quota di partecipazione nel capitale della società conferitaria, apportando la propria azienda a titolo di conferimento. Questo porta a considerarlo, contrariamente a quanto sostenuto in passato, non come un atto realizzativo. Tale reinterpretazione ha comportato, sul piano fiscale, l'applicazione del regime di neutralità — caratteristico delle operazioni sui soggetti — in luogo del regime del realizzo tipico delle operazioni sui beni.

e con criteri omogenei le singole operazioni, data la loro eterogeneità sia dal punto di vista della disciplina giuridica, sia sotto il profilo economico-contabile.

Queste considerazioni hanno spinto alcuni cultori della materia tributaria, Augusto Fantozzi e Franco Paparella⁴⁷, a proporre, provocatoriamente, di abbandonare ogni tentativo di identificare una nozione unitaria o una categoria omogenea per l'intera materia in relazione ai tributi. Invece, si dovrebbe assumere un approccio convenzionale e puramente descrittivo, aderendo all'impostazione casistica del TUIR.

Alla luce delle problematiche relative al tentativo di individuare una definizione unitaria di operazione straordinaria, è stato proposto⁴⁸ un modello che possa agevolare l'analisi delle singole fattispecie e verificarne la coerenza rispetto ad operazioni funzionalmente assimilabili, identificando così i principi ordinatori alla base di tali operazioni. Questo modello si basa sulla distinzione tra *operazioni realizzative* e *operazioni riorganizzative*, una dicotomia che si riflette, sul piano fiscale, nella contrapposizione tra operazioni realizzative e operazioni neutrali.

Nel primo gruppo rientrano le operazioni — tipicamente le cessioni d'azienda — che trasformano il patrimonio dell'impresa in liquidità, portando quindi all'emersione delle plusvalenze latenti. Tali operazioni sono assoggettate al regime del realizzo, caratteristico delle cessioni a titolo oneroso, poiché determinano la conversione in denaro dei plusvalori latenti e la loro acquisizione definitiva al patrimonio del cedente. Questo regime si applica alle cessioni di azienda e di partecipazioni, mentre non trova applicazione nei conferimenti d'azienda o, a determinate condizioni, di partecipazioni.

Il secondo gruppo comprende invece tutte le operazioni — come fusioni o scissioni — che comportano la sostituzione dei beni dell'impresa con altri beni. Dal punto di vista fiscale, a tali operazioni è associato il regime di neutralità. Quest'ultimo implica, da un lato, la neutralità delle plusvalenze o minusvalenze latenti sui beni trasferiti, e dall'altro, la continuità dei valori fiscalmente riconosciuti, dei criteri di valutazione e, in senso più

⁴⁷ FANTOZZI A., PAPARELLA F., “Le operazioni straordinarie nelle imposte sui redditi”, in “Lezioni di diritto tributario dell'impresa”, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2019, pagg. 328 ss.

⁴⁸ PEDROTTI F., “Cessioni di aziende e di partecipazioni sociali nel reddito di impresa ai fini IRES”, 2010; FANTOZZI A., PAPARELLA F., “Le operazioni straordinarie nelle imposte sui redditi”, in “Lezioni di diritto tributario dell'impresa”, Wolters Kluwer, 2019, pagg. 328 ss.

ampio, il subentro dell'avente causa nei diritti, obblighi e posizioni soggettive, sia attive sia passive, del dante causa⁴⁹.

4.2 Un focus sulla crescita dimensionale dell'impresa

Tra le motivazioni esposte nei paragrafi precedenti è stata, non a caso, tralasciata la crescita dimensionale dell'impresa, poiché questa rappresenta un vero e proprio fenomeno fisiologico nella vita delle imprese e del *management*⁵⁰, capace di incrementare i livelli di competitività e sostenibilità aziendale nel lungo periodo. Si tratta di un tema che assume particolare rilevanza nel contesto economico moderno, caratterizzato da mercati globalizzati e dinamici, dove le imprese devono adattarsi rapidamente ai cambiamenti per rimanere competitive. Ma cosa si intende esattamente per crescita dimensionale? L'illustre Prof. Alfred D. Chandler Jr. affermò che *"La crescita dimensionale di un'impresa si riferisce all'aumento delle sue dimensioni in termini di fatturato, numero di dipendenti, volume di produzione e, più in generale, della sua capacità operativa. Questo tipo di crescita implica un ampliamento delle operazioni esistenti o l'acquisizione di nuove risorse e competenze, permettendo all'impresa di espandere la propria quota di mercato"*⁵¹.

Per raggiungere tale obiettivo, le imprese svolgono una costante ricerca di occasioni in grado di condurre ad una crescita, sia in termini di dimensioni che di gestione dei rapporti con gli *shareholders* e con i vari *stakeholder* con cui interagiscono. La crescita richiede un'analisi attenta e accurata dei punti di forza e delle debolezze dell'impresa, della sua posizione all'interno dello scenario competitivo, delle risorse che possiede e delle tendenze evolutive nel settore o nei vari settori in cui opera. Una prima condizione per lo sviluppo aziendale è innanzitutto un'elevata sensibilità del *management* a identificare le esigenze, le modalità e le tempistiche di crescita, scegliendo le soluzioni di sviluppo più opportune che siano coerenti con la qualità e il tipo di risorse a disposizione, l'andamento del mercato in cui opera e le competenze e le capacità organizzative dell'impresa per

⁴⁹ PELLECCIA M., *"Le operazioni straordinarie"* in *"Manuale di diritto tributario"*, a cura di MELIS G., Giappichelli, 2021, pagg. 729-731.

⁵⁰ CONCA V., *"Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita"*, Egea, 2010, pag. 3.

⁵¹ CHANDLER A.D., *"Corporate strategy and structure"*, Springer, 1991, pagg. 35-38.

gestire il processo di espansione, le risorse finanziarie necessarie, la cultura aziendale e la professionalità dei collaboratori presenti nelle varie funzioni aziendali⁵².

Inquadrata la definizione di crescita dimensionale, occorre adesso analizzare le diverse modalità grazie alle quali è possibile perseguire tale obiettivo strategico. La crescita dimensionale dell'impresa può essere ottenuta adottando diversi metodi, classificabili in via principale in *interni* ed *esterni*. Nel primo caso, l'aumento delle dimensioni dell'impresa sarà perseguito mediante investimenti finalizzati ad un incremento della produttività delle proprie strutture interne, attraverso l'utilizzo di risorse finanziarie, competenze e tecnologie già possedute dall'impresa e ricomprese nell'azienda; nel secondo caso, invece, l'impresa si espanderà quantitativamente attraverso la realizzazione di operazioni straordinarie quali: acquisizioni, fusioni e altre operazioni che coinvolgono operatori esterni. Il *management* che vuole espandersi rapidamente adotta generalmente metodi esterni; i percorsi interni, invece, richiedono tempi evidentemente più lunghi ma permettono di ottenere una crescita più sostenibile nel tempo con un maggior controllo degli investimenti. Il metodo interno garantisce uno sviluppo graduale delle dimensioni aziendali, consentendo all'impresa di assumere decisioni strategiche in tempi più lunghi e comprendere i cambiamenti che si verificano all'interno della struttura aziendale come risultato delle variabili che si verificano anche nell'ambiente esterno. Poiché coinvolge e interessa l'intera realtà aziendale, la crescita per via interna è maggiormente sentita e apprezzata all'interno dell'impresa. Inoltre, facilita il conseguimento di economie di apprendimento, che comportano la riduzione dei costi interni attraverso il cumulo di esperienze in specifiche aree di attività. Ulteriore vantaggio della crescita per linee interne si realizza con la possibilità di essere modellata in relazione alle specifiche competenze dell'impresa, assicurando il giusto dimensionamento degli investimenti in linea con la struttura finanziaria e pertanto evita il rischio di sovradimensionamento causato dalle operazioni straordinarie.

La possibilità di controllare internamente il proprio percorso di crescita dimensionale comporta il vantaggio di evitare problemi di integrazione tra la struttura preesistente e l'impresa acquisita, a differenza delle operazioni di fusione e acquisizione. Senza dubbio, la crescita interna richiede tempi lunghi di sviluppo, a volte incompatibili con le

⁵² POTITO L., “Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”, Giappichelli, 2020, pag. 51.

circostanze e la velocità con cui si sviluppa l'ambiente competitivo. Ciò può impedire l'acquisizione o lo sviluppo delle risorse necessarie per rimanere competitivi e al passo con la concorrenza. La presenza di significative barriere all'entrata in uno specifico settore o mercato può risultare estremamente disincentivante per le possibilità di crescita delle linee interne.

Passando all'analisi della crescita attraverso modalità esterne, essa consente di perseguire una strategia di crescita estremamente competitiva, in particolare attraverso operazioni di acquisto e vendita. Il vantaggio principale delle operazioni straordinarie è la rapidità e la tempestività con cui le operazioni avvengono. Ciò consente all'impresa di acquisire velocemente capacità competitiva, riducendo i costi di avvio dell'attività, raggiungendo nuovi mercati, superando barriere come la diversità culturale, istituzionale, linguistica e normativa⁵³. Ad esempio, nel settore della moda, le operazioni di acquisizione consentono all'acquirente di sfruttare il portafoglio dei marchi della società acquisita⁵⁴. Invero, le operazioni di *Mergers and Acquisitions* possono essere talvolta l'unico modo per superare ostacoli significativi all'entrata in alcuni settori o che richiedono la disponibilità di licenze o requisiti di legge che risultano di fatto molto difficili e costosi da ottenere o rispettare.

⁵³ FIORI G., TISCINI R., “*Economia aziendale*”, Egea, 2020, pag. 102.

⁵⁴ SALVI A., “*M&A. Crescita esterna e creazione di valore*”, Egea, 2015, pag. 15.

Figura n.1: la tassonomia dei diversi effetti indotti dalla crescita interna e dalla crescita esterna ⁵⁵.

<i>Crescita Interna</i>	▪ Corretto dimensionamento degli investimenti (accertamento della compatibilità finanziaria)
	▪ Efficienza localizzativa (riflessi sul <i>lay-out</i> interno)
	▪ Ricorso a tecnologie d'avanguardia
	▪ Immediata integrabilità nella struttura preesistente (assenza di costi e tempi di transazione)
	▪ Processo decisionale agevole e semplice
	▪ Riflessi sul sistema competitivo causati dall'incremento della capacità produttiva settoriale
<i>Crescita Esterna</i>	▪ Obiettivi conseguibili in tempi rapidi
	▪ Superamento di barriere all'ingresso
	▪ Possibilità di acquisire competenze scarse
	▪ Risparmio di costi e di tempi nell'acquisizione di quote di mercato
	▪ Ampie potenzialità sinergiche (riduzione dei costi, sinergie distributive)
	▪ Riduzione dei rischi sul fronte dell'innovazione tecnologica
	▪ Apertura di finestre strategiche
	▪ Effetti positivi sull'immagine
	▪ Sfruttamento di vantaggi finanziari e fiscali
	▪ Criticità dell'integrazione post acquisizione

⁵⁵ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pag. 15.

5. La fusione: definizione e tipologie

Conclusasi la disamina delle motivazioni sottostanti le operazioni di M&A, si può procedere con l'analisi della prima operazione straordinaria: la fusione.

La fusione è l'operazione straordinaria che si realizza attraverso la sottoscrizione e successiva iscrizione presso il registro delle imprese di un negozio giuridico plurilaterale, il cui effetto è l'unificazione di due o più società già esistenti, e dei relativi patrimoni, in una sola.

Essa può essere realizzata in due diversi modi:

- a) con la costituzione di una nuova società, che prende il posto di tutte le società che si fondono (*fusione in senso stretto*);
- b) mediante assorbimento in una società preesistente di una o più altre società (*fusione per incorporazione*). Ed è quest'ultima la forma di fusione più diffusa nella pratica. A sua volta, la fusione per incorporazione si dice "diretta" quando la società controllante incorpora la società controllata, ed "inversa" quando è la controllata ad incorporare la controllante⁵⁶.

La prima tipologia, definita anche *fusione per concentrazione*, è meno comune. Viene solitamente adottata nei casi in cui le società coinvolte presentano una sostanziale parità sotto il profilo economico e tecnico, e l'intento è quello di valorizzare tale equilibrio tra le parti. Tuttavia, questa modalità comporta sfide organizzative più complesse, poiché implica un rallentamento, talvolta considerevole, delle attività ordinarie di tutte le società partecipanti.

La seconda modalità, *per incorporazione*, è quella più frequentemente adottata, in quanto più agevole e meno onerosa dal punto di vista pratico. Questo approccio risulta preferibile anche perché, in tali operazioni, una delle società tende a esercitare un ruolo dominante. Tale ruolo deriva solitamente dalla solidità del suo patrimonio, dal volume delle sue attività, dalla sua storia, dalla posizione di mercato o dall'immagine consolidata. È questa

⁵⁶ CAMPOBASSO G. F., "Diritto commerciale 2. Diritto delle società", Vol. II, Utet Giuridica, 2020, pag. 656.

società che, grazie alla propria preminenza, prende l'iniziativa, guidando il processo di integrazione e armonizzazione dei sistemi aziendali coinvolti nella fusione⁵⁷.

Ulteriore distinzione si può compiere applicando il criterio dei soggetti che vi partecipano: si può distinguere – pur in assenza di un'esplicita previsione normativa – tra la *fusione omogenea*, che avviene tra società dello stesso tipo, e la *fusione eterogenea*, alla quale partecipano società di tipologie differenti o con finalità diverse. In quest'ultimo caso, l'operazione richiede necessariamente anche la trasformazione di una o più delle società coinvolte nella fusione.

5.1 Il contesto normativo della fusione

Inquadrate la principale distinzione in tema di fusione, si rende ora necessario analizzare la complessa e articolata normativa dell'istituto.

La fusione è disciplinata, in prima linea, dalle norme contenute nella Sezione II del Capo X del Titolo V del Libro V del codice civile (artt. 2501 - 2505-*quater*). L'art 2501 c.c., rubricato «*Forme di fusione*», costituisce la norma da cui si ricavano le modalità – le forme, appunto – attraverso le quali la stessa può avere luogo, non è invece definita in alcun modo l'operazione.

Difatti, nel nostro ordinamento non esiste alcuna disposizione dalla quale possa ricavarsi, in via diretta, la definizione dell'istituto, né, tantomeno, una chiara indicazione circa la natura giuridica o la funzione da attribuire allo stesso. Qualche riferimento in tal senso, seppure indirettamente, può trarsi dall'art. 2504-*bis* c.c., rubricato «*Effetti della fusione*», il cui co. 1 stabilisce che «La società che risulta dalla fusione o quella incorporante *assumono* i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, *proseguendo* in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione»⁵⁸. Su questa disposizione torneremo più avanti.

La disciplina della fusione si articola non solo nelle norme contenute nella già menzionata Sezione II del Capo X, Titolo V, del Libro V del Codice civile (artt. 2501-2505-*quater*), ma anche in numerose altre disposizioni disseminate all'interno dello stesso codice.

⁵⁷ POTITO L., «*Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*», Giappichelli, 2020, pag. 85.

⁵⁸ NIGRO A., «*Diritto delle operazioni straordinarie*», Mulino, 2022, pag. 105.

Tra queste si annoverano:

- l'art. 42-bis, riguardante la fusione di associazioni, sia riconosciute sia non riconosciute, e di fondazioni, compatibili all'operazione di fusione;
- l'art. 1902, comma 1, che regola gli effetti della fusione tra più imprese assicuratrici sui contratti di assicurazione in corso;
- l'art. 2112, comma 5, relativo agli effetti della fusione nei confronti dei lavoratori dipendenti delle società coinvolte;
- l'art. 2357-*bis*, che disciplina l'acquisto delle azioni proprie in seguito alla fusione;
- l'art. 2365, comma 2, concernente le materie riservate alla competenza dell'assemblea straordinaria nelle società per azioni;
- l'art. 2381, comma 4, che regola le materie non delegabili nell'ambito dell'organo amministrativo delle s.p.a.;
- l'art. 2473, comma 1, riguardante le cause di recesso nelle società a responsabilità limitata;
- l'art. 2475, comma 5, sulle competenze dell'organo amministrativo nelle s.r.l.;
- e
- l'art. 2545-*novies*, comma 2, relativo alla fusione delle società cooperative.

Oltre a queste disposizioni, esistono norme specifiche nelle leggi speciali per la fusione di categorie particolari di imprese, come le banche (artt. 31, 36, 57, comma 4, 96-*quater*, comma 3, e 150-*bis*, comma 5 TUB), le imprese assicurative (artt. 168, 201 e 202 del D.lgs. n. 209/2005), e le imprese sociali (art. 12 del D.lgs. n. 112/2017). Vanno inoltre considerate le norme relative alle fusioni transfrontaliere, attualmente contenute nel D.lgs. n. 108/2008⁵⁹.

La fusione è regolata, in ambito tributario, dall'art. 172 del TUIR, il quale le attribuisce il regime di neutralità fiscale, analogamente a quanto previsto per la trasformazione e la scissione. Grazie a tale regime, la fusione risulta fiscalmente neutra ai fini delle imposte sul reddito ed è, inoltre, esclusa dall'ambito di applicazione dell'IVA. Proprio per effetto

⁵⁹ DECRETO LEGISLATIVO 30 maggio 2008, n. 108 Attuazione della direttiva 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali.

di questa agevolazione concessa dal legislatore fiscale, la fusione può, in alcuni casi concreti, essere utilizzata al fine di ottenere un indebito risparmio d'imposta. A contrasto di tali pratiche interviene la normativa sull'abuso del diritto e l'elusione fiscale, disciplinata dall'art. 10-*bis* della legge n. 212/2000 (cosiddetto «Statuto del contribuente»), introdotta dal D.lgs. n. 128/2015⁶⁰. Sul punto, l'art. 10-*bis*, comma 2, lett. b), della Legge n. 21/2000 prevede che debbano considerarsi vantaggi fiscali indebiti i benefici, anche non immediati, realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario. In stretta connessione con il presupposto del vantaggio fiscale indebito, l'art. 10-*bis*, comma 4, della Legge n. 21/2000 prevede la libertà del contribuente di scegliere tra regimi opzionali diversi offerti dalla legge e tra operazioni alternative comportanti un diverso carico fiscale, senza che ciò possa dare luogo ad un'ipotesi di abuso⁶¹.

5.2 La natura ed i presupposti della fusione

Passando adesso all'inquadramento giuridico della fusione, esso trova un punto di riferimento significativo nella recente sentenza Cassazione a Sezioni Unite n. 21970/2021⁶², che affronta il fondamentale interrogativo sulla estinzione della società originaria a seguito della sua cancellazione dal registro delle imprese. La Cassazione a Sezioni Unite, ai fini della decisione, ha prima esaminato la questione della sopravvivenza o estinzione della società incorporata a seguito di fusione, focalizzandosi sugli effetti processuali di tale operazione straordinaria. La Corte ha analizzato due orientamenti giurisprudenziali contrapposti, che influiscono sulla legittimazione processuale della società incorporata.

Il primo orientamento, che si rifà alla tesi evolutivo-modificativa, sostiene che la fusione, ai sensi dell'articolo 2504-*bis* c.c., non comporti, nelle ipotesi di fusione per

⁶⁰ DECRETO LEGISLATIVO 5 agosto 2015, n. 128 Disposizioni sulla certezza del diritto nei rapporti tra fisco e contribuente, in attuazione degli articoli 5, 6 e 8, comma 2, della legge 11 marzo 2014, n. 23. (15G00146)

⁶¹ MICHELUTTI R., CAPITTA F., “*Il vantaggio fiscale indebito nella prassi dell’Agenzia delle entrate in materia di abuso del diritto*”, disponibile su https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/il-vantaggio-fiscale-indebito-nella-prassi-dell-agenzia-delle-entrate-in-materia-di-abuso-del-diritto/10AR0000288627ART1?searchId=2725551281&pathId=1a428f9eca71&offset=9&contentModuleContext=all#nota_n8

⁶² Sentenza Cassazione a Sezioni Unite n. 21970/2021, <https://www.judicium.it/wp-content/uploads/2021/11/Cass.-sez.-un.-30-luglio-2021-n.-21970.pdf>.

incorporazione, l'estinzione della società incorporata né la creazione di un nuovo soggetto giuridico nel caso di fusione paritaria. Secondo questa visione, la fusione rappresenta un processo di unificazione delle società coinvolte, che modifica la loro struttura organizzativa mantenendo però la stessa identità giuridica. Di conseguenza, la fusione non avrebbe riflessi esterni e non influirebbe sui processi in corso, conservando la legittimazione processuale della società incorporata, sia dal lato attivo che passivo⁶³. Al contrario, il secondo orientamento, che adotta la tesi dell'estinzione con effetto devolutivo-successorio, ritiene che la fusione comporti l'estinzione della società incorporata, la quale viene cancellata dal registro delle imprese. In questo caso, l'effetto successorio attribuisce la legittimazione processuale esclusivamente alla società incorporante, che succede giuridicamente alla società incorporata. La giurisprudenza ha così escluso che la società incorporata possa agire in giudizio dopo la fusione, ritenendo che solo la società incorporante possa essere parte attiva nei procedimenti legali⁶⁴, e che la domanda della società incorporata sia inammissibile⁶⁵.

La sentenza delle Sezioni Unite offre una ricostruzione completa dell'istituto della fusione, partendo dalla disciplina prevista dal Codice di commercio del 1882, per poi analizzare le disposizioni del Codice civile del 1942 nella sua versione antecedente alla riforma del 2003, e infine esaminando le novità introdotte con la riforma del diritto societario del 2003. Considerando che la fusione è un istituto regolato anche a livello europeo, la Corte prende in considerazione anche l'interpretazione sistematica del problema in base al diritto comunitario. Alla conclusione di questa analisi storica e giuridica, la Corte afferma in modo chiaro e deciso che la società incorporata si estingue definitivamente a seguito della fusione.

La fusione, dando vita ad una vicenda modificativa dell'atto costitutivo per tutte le società che vi partecipano, comporterebbe un fenomeno di concentrazione sia giuridica sia

⁶³ Cass. civ., Sez. II, Sent., 13/08/2004, n. 15737; Cass. civ., Sez. I, Sent., 29/12/2004, n. 24089; Cass. civ., Sez. lavoro, Sent., 15/02/2013, n. 3820; Cass., Sez. Un., ord., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Società*, 2006, 4, 459 nota di DIMUNDO; Cass. civ., Sez. lavoro, Sent., 16 settembre 2016, n. 18188; Cass. civ., Sez. Unite, Sent., 17 settembre 2010, n. 19698; Cass. civ., Sez. III, Sent., 23/06/2006, n. 14526; Cass. civ., Sez. VI – 5, Ord., 16/05/2017, n. 12119; Cass. civ., Sez. V, Sent., 10/12/2019, n. 32208; Cass. civ., Sez. III, Sent., 10/12/2019, n. 32142.

⁶⁴ Cass. civ., Sez. I, Sent., 19/05/2020, n. 9137.

⁶⁵ Cass. 15 febbraio 2013, n. 3820; Cass. 24 maggio 2019, n. 14177.

economica. La conseguenza di tale concentrazione è che tutti i rapporti giuridici, attivi e passivi, di cui era titolare la società incorporata o fusa dovranno essere imputati ad un diverso soggetto giuridico, ossia la società incorporante o la società risultante dalla fusione. A seguito della fusione, per quanto riguarda la società incorporata, che viene cancellata dal registro delle imprese, cessano di esistere la denominazione sociale, la sede sociale, gli organi amministrativi e di controllo, il capitale nominale ecc. Non avrebbe, pertanto, senso parlare di permanenza di una società, quale mera entità astratta, se tutte le posizioni riferite alla medesima società sono cessate e i rapporti giuridici attivi e passivi sono imputati ad un soggetto diverso. Occorre, in definitiva, concludere che, dal momento dell'iscrizione della fusione nel Registro Imprese, la società incorporata subisce un fenomeno di estinzione, come evento uguale e contrario all'iscrizione avvenuta all'atto di costituzione della società stessa, di cui all'art. 2330 c.c.⁶⁶.

Venendo ora ai presupposti e ai requisiti, alla fusione possono partecipare tutti i tipi di società, comprese le società semplici, purché regolarmente iscritte nel registro delle imprese. È opportuno specificare che la partecipazione alla fusione non è consentita alle società che si trovano in stato di liquidazione e abbiano già iniziato la distribuzione dell'attivo (art. 2501, comma 2 c.c.), salvo che alla fusione partecipino solo società con capitale non rappresentato da azioni (art. 2505-*quater* c.c.). Con la riforma del 2003 è inoltre caduto il divieto per le società sottoposte a procedura concorsuale⁶⁷.

5.3 La funzione economica della fusione

Merita adesso attenzione la funzione economica della fusione. Come si è rilevato nel paragrafo introduttivo sulle operazioni di M&A⁶⁸, la fusione è uno strumento di concentrazione delle imprese societarie che consente di ampliarne la dimensione e la competitività sul mercato ed in questa prospettiva è agevolata sotto diversi profili dalla legislazione tributaria. La fusione è inoltre un istituto che dà luogo ad una concentrazione

⁶⁶ ROMANO D., “Fusione per incorporazione: per le Sezioni Unite la società incorporata si estingue”, in “Non solo diritto bancario”, 2021, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/fusione-per-incorporazione-per-le-sezioni-unite-la-societa-incorporata-si-estingue/>.

⁶⁷ CAMPOBASSO G. F., “*Diritto commerciale 2. Diritto delle società*”, Vol. II, Wolters Kluwer, 2020, pag. 657.

⁶⁸ Cfr. Par. 3.

giuridica e non solo economica. Con la fusione, ad una pluralità di società se ne sostituisce una sola: la società incorporante o la nuova società che risulta dalla fusione.

Questo comporta l'unificazione dei patrimoni delle singole società e l'integrazione dei soci in una nuova struttura organizzativa che prosegue l'attività delle società originarie, mentre queste ultime – tranne una in caso di fusione per incorporazione – si estinguono. Si estinguono però – ed è questa la peculiarità della fusione – senza che si dia luogo ad alcuna definizione dei rapporti con i terzi e fra i soci, così stabilito dal già menzionato art. 2504-*bis* comma 1 c.c.

I creditori delle società estinte potranno perciò far valere i loro diritti sull'unitario patrimonio della società risultante dalla fusione. Allo stesso tempo, i soci delle società incorporate diventano soci della nuova entità, ricevendo in cambio quote o azioni, in base a un rapporto di cambio prestabilito. Sotto il profilo sostanziale, per i soci si ha perciò continuazione e non estinzione del contratto sociale, anche se l'attuazione dello stesso prosegue per tutti in un'unica società ed attraverso una rinnovata ed unitaria struttura organizzativa.

5.4 Le fasi della procedura di fusione

L'esame dell'istituto si conclude con l'illustrazione del procedimento di fusione che si distingue per una struttura articolata in tre fasi: 1) il progetto; 2) la delibera; e 3) la fusione. Tale impianto – evidente nella stessa trama degli articoli 2501-*ter* e seguenti del Codice civile – riveste un ruolo essenziale. Al punto che l'eventuale omissione, non consentita, di una fase o di un adempimento correlato a uno degli stadi delineati dal Legislatore determina un vizio procedurale, il quale compromette non solo la validità della fase successiva, ma dell'intero iter della fusione.

In linea generale, la finalità di questo complesso impianto procedurale è di garantire un'informazione esaustiva ai soggetti coinvolti e di chiarire tutti gli elementi rilevanti dell'operazione. Ogni fase del processo culmina, pertanto, in adempimenti volti a rendere pubblici – mediante specifici obblighi di trasparenza – elementi fondamentali per soci e terzi, consentendo a ciascuno di tutelare adeguatamente le proprie posizioni.

5.4.1 Prima fase: il progetto di fusione

Il progetto di fusione è redatto da ciascuno degli organi amministrativi delle varie società partecipanti alla fusione ed è uguale per tutte, in quanto contiene condizioni e modalità di realizzazione della fusione, in seguito alle trattative intercorse tra i diversi amministratori delle società coinvolte. È destinato ad essere approvato dai soci, per cui il legislatore ne prescrive un contenuto minimo (art. 2501-*ter* c.c.), al fine di consentire loro una valutazione il più possibile consapevole sulla bontà o meno dell'operazione⁶⁹.

Il progetto deve contenere i seguenti elementi:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro⁷⁰;
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.”⁷¹

Il progetto di fusione deve essere pubblicato mediante iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione, o in alternativa nel sito

⁶⁹ VISCONTI CRIVITELLI GHIONNI P., PISCITELLO P., “Diritto delle società”, Giappichelli, Torino, 2024.

⁷⁰ Il rapporto di cambio indica quante azioni o quote si ottengono nella società risultante dalla fusione o nella incorporante, in cambio della partecipazione sociale posseduta nelle società che si estinguono. Rappresenta uno degli elementi più importanti del progetto e deriva dal rapporto tra i patrimoni delle società partecipanti, pur tenendo conto anche di altri aspetti, quali, ad esempio, le prospettive reddituali future. Il rapporto di cambio è, in ogni caso, il frutto delle trattative intercorse tra gli organi amministrativi delle società coinvolte.

⁷¹ Art. 2501-*ter* c.c. “Progetto di fusione”.

Internet della società. Tra la pubblicazione e la data fissata per la delibera di fusione devono intercorrere almeno trenta giorni (quindici, nelle fusioni cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni), salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime (art. 2501-ter c.c.)⁷².

L'informazione dei soci e dei terzi è assicurata pure da altri documenti da redigere e da depositare insieme al progetto presso la sede sociale, ovvero da pubblicare sul sito internet della società, durante i trenta giorni precedenti alla decisione sulla fusione e finché questa sia decisa. Si tratta di due relazioni, dell'organo amministrativo⁷³ e degli esperti⁷⁴ (artt. 2501-quinquies e 2501-sexies c.c.), nonché delle situazioni patrimoniali⁷⁵ delle società partecipanti alla fusione (art. 2501-quater c.c.), oltre ai bilanci degli ultimi tre esercizi delle stesse (art. 2501-septies, co. 1 c.c.). Anche questo termine di trenta giorni è dimezzato nell'ipotesi in cui alla fusione non partecipano società con capitale rappresentato da azioni (art. 2505-quater c.c.) ed i soci, in ogni caso, possono rinunciarsi all'unanimità, nonché prendere visione di tali documenti ed ottenerne gratuitamente copia (art. 2501-septies, co. 1 e 2 c.c.).

Il progetto di fusione, le relazioni degli amministratori e degli esperti documenti insieme con le situazioni patrimoniali di tutte le società partecipanti alla fusione (ove redatte), ed

⁷² CAMPOBASSO G.F., “*Diritto commerciale 2. Diritto delle società*”, Vol. II, Utet Giuridica, Torino, 2020, pag. 660.

⁷³ Le *situazioni patrimoniali* di ognuna delle società partecipanti alla fusione devono essere redatte dai rispettivi organi amministrativi (c.d. bilanci di fusione), in ossequio ai principi di redazione del bilancio di esercizio quanto a criteri e struttura. Devono risalire a non più di centoventi giorni precedenti al deposito del progetto presso la sede sociale o alla pubblicazione sul sito internet; possono essere sostituite dall'ultimo bilancio approvato, purché non anteriore di oltre sei mesi.

⁷⁴ La *relazione dell'organo amministrativo* delle società partecipanti deve illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni o delle quote, con specifica indicazione dei criteri adottati per la sua determinazione e delle eventuali difficoltà di valutazione. Ciò consente ai soci di comprendere come è stato fissato il rapporto di cambio. Gli amministratori sono anche tenuti a segnalare ai soci, durante l'assemblea che deve approvare il progetto di fusione, le modifiche rilevanti eventualmente intercorse sugli elementi dell'attivo e del passivo dopo la pubblicazione del progetto di fusione. Identica informazione deve essere fornita all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione.

⁷⁵ Uno o più esperti, scelti tra i revisori legali o le società di revisione, devono redigere per ciascuna società partecipante alla fusione una relazione sulla congruità del rapporto di cambio ed esprimere un parere sull'adeguatezza e sull'importanza del metodo o dei metodi seguiti per la sua determinazione (art. 2501-sexies, co. 1, 2 e 3). Se la società incorporante o quella risultante dalla fusione è una s.p.a. o una s.a.p.a., gli esperti sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società; se la società è quotata, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Consob (art. 2501-sexies, co. 3). È possibile che le società partecipanti chiedano al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni (art. 2501-sexies, co. 4).

inoltre i bilanci degli ultimi tre esercizi delle stesse, devono restare depositati in copia nelle sedi di ciascuna delle società partecipanti alla fusione, ovvero pubblicati sul sito internet delle stesse, durante i trenta giorni (quindici, se alla fusione non partecipano società azionarie) che precedono l'assemblea e finché la fusione sia deliberata. I soci possono prenderne visione e, con consenso unanime, possano anche rinunciare al termine (art. 2501-*septies* c.c.)⁷⁶.

5.4.2 Seconda fase: la delibera di fusione

La fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto (art. 2502 c.c.). L'attuale disciplina consente tuttavia che la decisione di fusione possa apportare al progetto le modifiche che non incidono sui diritti dei soci o dei terzi⁷⁷ (art. 2502 co. 2 c.c.). In mancanza di una diversa previsione statutaria, è richiesta la maggioranza per quote di partecipazione agli utili nelle società di persone, salvo il diritto di recesso in favore dei soci che non vi hanno consentito. Nelle società di capitali si applicano, invece, le regole generali stabilite per la modificazione dell'atto costitutivo o dello statuto, (art. 2502, co. 1 c.c.)⁷⁸.

A tutela delle minoranze, in caso di fusione eterogenea, i soci che non hanno concorso alla deliberazione avranno diritto di recesso (art. 2437 c.c.); diritto che invece è riconosciuto in caso di fusione omogenea solo per la s.r.l. (art. 2473 c.c.).

Le decisioni in ordine alla fusione delle varie società partecipanti devono essere depositate per l'iscrizione nel registro delle imprese, insieme con i documenti di cui all'art. 2501-*septies* e, se la società risultante dalla fusione è una società di capitali, occorre il controllo di legalità da parte del notaio verbalizzante ex art. 2436 c.c. (art. 2502-*bis* c.c.).

⁷⁶ CAMPOBASSO G.F., “Diritto commerciale 2. Diritto delle società”, Vol. II, Utet Giuridica, Torino, 2020, pag. 662.

⁷⁷ Tra le modifiche che incidono sui diritti dei soci va ricordata, ad esempio, quella relativa al rapporto di cambio: in casi del genere, occorre ricominciare dall'inizio il procedimento con un nuovo progetto.

⁷⁸ VISCONTI CRIVITELLI GHIONNI P., PISCITELLO P., “Diritto delle società, Giappichelli, 2024.

5.4.3. Terza fase: l'atto di fusione

Il procedimento di fusione si conclude con la stipulazione dell'atto di fusione (art. 2504 c.c.) da parte dei legali rappresentanti delle società interessate, che così danno attuazione alle relative delibere assembleari. L'atto di fusione deve sempre essere redatto per atto pubblico.

Deve essere iscritto nel registro delle imprese dei luoghi ove e posta la sede delle varie società partecipanti alla fusione e di quella che eventualmente ne risulta, a cura del notaio o degli amministratori della società derivante dalla fusione o di quella incorporante. Il deposito relativo alla società risultante dalla fusione o di quella incorporante non può precedere quelli relativi alle altre società partecipanti alla fusione (art. 2504 c.c.).

Dall'ultima di tali iscrizioni decorrono gli effetti della fusione (art. 2504-*bis*, co. 2 c.c.), per cui può parlarsi di pubblicità con efficacia costitutiva. Come già ricordato, opera il principio di continuità, in base al quale la società risultante dalla fusione prosegue in tutti i diritti e gli obblighi delle società partecipanti, che si estinguono. Ai soci di queste ultime vengono assegnate azioni e quote dell'incorporante o della risultante dalla fusione, ma è preclusa la possibilità di "autoassegnare" partecipazioni sociali in luogo di quelle proprie possedute dalle società incorporate o fuse (art. 2504-*ter* c.c.).

Nella fusione per incorporazione (ma non in quella in senso stretto) è consentito stabilire per tutti gli effetti una data di decorrenza successiva a retrodatazione quella sopra indicata (art. 2504-*bis*, co. 2 c.c.), purché (ritengo) ciò sia previsto dal progetto di fusione. Per quanto riguarda invece la possibilità di retrodatare gli effetti della fusione, la legge opportunamente distingue (art. 2504-*bis*, co. 3 c.c.). Gli effetti a rilievo reale (unificazione delle società e dei patrimoni) non possono essere fatti retroagire convenzionalmente. Entrano infatti in gioco anche interessi dei creditori sociali non disponibili dall'autonomia privata. È invece ammessa: a) la retrodatazione contabile, che consiste nell'imputare al bilancio della società risultante dalla fusione le operazioni delle società partecipanti alla fusione compiute prima che la stessa si perfezioni; b) la retrodatazione della data a decorrere dalla quale le azioni o quote ricevute dai soci delle società che si estinguono partecipano agli utili. Questi effetti di regola vengono fatti retroagire all'inizio

dell'esercizio in corso e, come visto, la decorrenza deve essere specificata dal progetto di fusione⁷⁹.

Ebbene, con il progetto di fusione e la delibera di fusione si chiude una fase c.d. preparatoria ricca di incontri tra gli amministratori delle società partecipanti e con un'imponente produzione documentale (ben tre relazioni distinte); con la terza fase, quella dell'atto di fusione, si arriva all'attuazione della volontà delle società con la realizzazione della fusione⁸⁰. Ai fini del presente elaborato si ritiene opportuno concludere la disamina dell'istituto della fusione.

6. L'acquisizione

Approfondito l'istituto della fusione, si può proseguire con lo studio della seconda componente delle operazioni di M&A: l'acquisizione.

Nel vasto panorama delle operazioni societarie, le acquisizioni rappresentano un fenomeno di rilevante interesse, capace di ridefinire gli equilibri economici e strategici delle imprese. Questi processi, articolati e complessi, mirano – come già esposto in precedenza – ad ottenere diversi vantaggi, come la crescita dimensionale dell'impresa e l'espansione della posizione di mercato, attraverso l'assorbimento di altre realtà imprenditoriali. L'analisi delle acquisizioni non si limita alla sola valutazione finanziaria, ma si estende alla comprensione delle dinamiche strategiche, delle sinergie operative, nonché degli impatti normativi e culturali che ne derivano. Essa richiede un approccio multidisciplinare, capace di cogliere le molteplici sfumature che caratterizzano tali operazioni, dalle motivazioni alla base delle scelte aziendali, fino alle conseguenze che esse producono sul mercato e sugli *stakeholder* coinvolti. In questo contesto, le acquisizioni diventano un potente strumento di trasformazione, in grado di ridisegnare i confini stessi dell'impresa e la sua capacità di competere su scala globale.

Con l'espressione “*acquisizione di aziende*” s'intende fare riferimento, in via generale, a ogni modalità con cui si riesce a conseguire il possesso totale o il controllo di un'azienda.

⁷⁹ CAMPOBASSO G.F., “*Diritto commerciale 2. Diritto delle società*”, Vol. II, Wolters Kluwer, 2020, pag. 669.

⁸⁰ CIVERRA E., “*Le operazioni straordinarie. Aspetti civilistici, contabili e procedurali*”, Wolters Kluwer, Milano, 2008, pag. 365.

Pertanto, in essa vanno compresi: gli acquisti e gli apporti di pacchetti azionari (totalitari o di controllo); gli acquisti e gli apporti di aziende o di rami aziendali⁸¹.

Ebbene, il cambiamento principale che si verifica con queste operazioni è quello del soggetto economico. Come ogni compravendita generalmente intesa, anche nel contesto del negozio giuridico in questione si individuano due attori principali: l'acquirente e il venditore. In questa transazione, che si configura come una vera e propria operazione societaria, tali soggetti sono soci di due diverse entità societarie e vengono identificati, rispettivamente, come *buyer* e *seller*. Si tratta, dunque, di un'operazione societaria nella quale uno dei soci, il compratore o *buyer*, manifesta l'intenzione di acquisire dal socio venditore, o *seller*, non l'intera società di riferimento, bensì la partecipazione detenuta da quest'ultimo nella società "*target*" di cui egli è parte⁸².

La partecipazione societaria può essere rappresentata da azioni o quote a seconda che si tratti di società per azioni e in accomandita per azioni o di società a responsabilità limitata e società di persone (società semplici; società in nome collettivo; società in accomandita semplice.). La partecipazione conferisce al titolare un insieme di diritti ed obblighi, sia di carattere patrimoniale sia di carattere amministrativo, correlati allo *status* di socio.⁸³ Nelle società per azioni e nelle società in accomandita per azioni, la partecipazione avviene, come anticipato, tramite azioni⁸⁴ omogenee e standardizzate, liberamente trasferibili e di regola rappresentate da titoli azionari. Ciascuna attribuisce diritti identici nella società e verso la società. Le azioni possono dividersi in tre diverse categorie⁸⁵: azioni correlate⁸⁶, azioni privilegiate⁸⁷, azioni di risparmio⁸⁸. Diversamente, nelle società a responsabilità

⁸¹ POTITO L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Giappichelli, 2020, pag. 57.

⁸² MINIERI A., "L'operazione di acquisizione societaria", disponibile su < <https://www.iusinitinere.it/il-sale-and-purchase-agreement-un-contratto-alieno-parte-i-36006> >

⁸³ Definizione di partecipazione societaria, disponibile su <https://www.bankpedia.org/ricerca.php#>

⁸⁴ Art. 2346 c.c.

⁸⁵ Art. 2351 c.c.

⁸⁶ Le azioni correlate attribuiscono il diritto agli utili derivanti non dall'intera attività d'impresa, ma dai risultati di un settore dell'attività sociale, che devono emergere da apposita rendicontazione. Cfr. Art. 2350, 2° comma c.c.

⁸⁷ Le azioni privilegiate attribuiscono ai loro titolari un privilegio nella distribuzione degli utili o nel rimborso del capitale, normalmente (ma non necessariamente) bilanciato da una parziale o totale rinuncia ai diritti amministrativi che la partecipazione al capitale altrimenti comporta. Non vi è alcuna previsione specifica riguardo alle forme che può assumere il privilegio. Essa è rimessa all'autonomia privata col solo limite del divieto di escludere totalmente un socio dalle perdite. Il limite è applicazione del divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.)

⁸⁸ Particolare categoria di azioni, istituita dalla l. 7.6.1974 n. 216 e riferita alle società quotate in borsa. Conferiscono ai titolari determinati vantaggi nella ripartizione di utili e nel rimborso del capitale, ma, correlativamente, impediscono agli stessi l'intervento e, quindi, il voto, nelle assemblee della società.

limitata la partecipazione societaria è rappresentata da quote di capitale; in questo caso ogni socio detiene una quota proporzionale al capitale conferito.

Nel caso delle S.p.A., ogni azione costituisce una partecipazione sociale ed attribuisce al suo titolare un complesso unitario di diritti e poteri di natura amministrativa (ad esempio, diritto di intervento e di voto nelle assemblee, diritto di impugnare le delibere assembleari invalide, diritto di esaminare determinati libri sociali), di natura patrimoniale (diritto agli utili, diritto alla quota di liquidazione), ed anche a contenuto complesso amministrativo e patrimoniale (diritto di opzione, diritto all'assegnazione di azioni gratuite, diritto di recesso). Le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti ex art. 2348 c.c. Si tratta però, di un'uguaglianza relativa in quanto l'articolo appena menzionato consente di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi; e di un'uguaglianza oggettiva, in quanto uguali sono i diritti che ogni azione attribuisce, non i diritti di cui ciascun azionista globalmente dispone, dovendosi al riguardo tener conto anche del numero delle azioni di cui ciascuno è titolare.

Più precisamente, i diritti sociali possono essere distinti in quattro diverse categorie:

- a) diritti indipendenti dal numero di azioni possedute: sono tali il diritto di intervento in assemblea (art. 2370), il diritto di denuncia al collegio sindacale ex art. 2408, 1° comma; il diritto di esame dei libri sociali (art. 2422);
- b) diritti che competono solo se si possiede una determinata percentuale del capitale sociale: sono tali il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367) o di ottenerne il rinvio (art. 2374); il diritto di ottenere che il collegio sindacale indaghi sui fatti denunciati (art. 2408, 2° comma); il diritto di denuncia al tribunale ex art. 2409; nonché dopo la riforma del 2003 il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide (art. 2377, 3° comma);
- c) diritti che spettano solo se si possiede una partecipazione azionaria per un certo periodo: sono i diritti di maggiorazione del dividendo (13.10.) e del diritto di voto (5.8.) che gli statuti delle società quotate possono accordare ai soci che detengono le azioni per un tempo minimo predeterminato, al fine di favorire la stabilità della compagine sociale e premiare gli azionisti più fedeli;
- d) diritti che spettano ad ogni azionista in proporzione del numero delle azioni possedute. Sono tali il diritto di voto (art. 2351, 1° comma), il diritto agli utili ed alla quota di

liquidazione (art. 2350, 1° comma), il diritto alla liquidazione della quota in caso di recesso (art. 2437-ter), il diritto di opzione (art. 2441), il diritto all'assegnazione gratuita di azioni (art. 2442).

Ed è proprio con riferimento a questi ultimi diritti che si coglie la situazione di disuguaglianza soggettiva degli azionisti. Così, è vero che ogni azione (ordinaria) attribuisce il diritto di voto; non meno vero è però che diversa è la posizione di potere nella società di chi è titolare di una sola azione e di un voto, rispetto a chi è titolare di mille azioni e di mille voti. Diversa è anche la misura in cui ciascuno parteciperà alla distribuzione degli utili, e così via. Si tratta di disuguaglianze soggettive perfettamente legittime e giuste, perché su di esse si fonda l'ordinato funzionamento di un organismo economico a base capitalistica. In esse si esprime infatti l'essenza del principio cardine delle società di capitali: chi ha una maggiore partecipazione al capitale e più rischia ha più potere e può imporre, nel rispetto della legalità, la propria volontà alla minoranza⁸⁹.

È in questa prospettiva che si può comprendere l'interesse dell'acquirente (*buyer*) verso l'acquisizione del pacchetto azionario del venditore (*seller*). Attraverso l'acquisizione di una partecipazione di controllo⁹⁰, ossia di un insieme di azioni tale da garantire il potere decisionale nella società, l'acquirente assume sia di fatto che di diritto il ruolo di socio dominante della società target, esercitando così il comando e l'indirizzo strategico della medesima. Questo tipo di operazione diviene cruciale per chi aspira a governare la direzione e il futuro della società oggetto dell'acquisizione.

⁸⁹ CAMPOBASSO G.F., “*Diritto commerciale 2. Diritto delle società*”, Vol. II, Utet Giuridica, Torino, 2020, pagg. 197-199.

⁹⁰ La partecipazione di controllo si riferisce a una situazione in cui una società (la società controllante) esercita un potere dominante su un'altra società (la società controllata), in modo da poter determinare o influenzare significativamente le decisioni aziendali. La partecipazione di controllo si concretizza quando una società detiene una quota di partecipazione tale da poter esercitare un'influenza decisiva sugli organi decisionali della società controllata. Il legislatore italiano, all'art. 2359 c.c. individua tre tipologie di controllo che una società può esercitare su un'altra, a seconda della situazione e delle modalità di acquisizione della partecipazione: (i) controllo interno di diritto: la società controllante dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria della controllata; (ii) controllo interno di fatto: la società controllante non dispone della maggioranza dei voti, ma è comunque nella condizione di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria per via dell'assenteismo degli altri azionisti (che può essere anche concordato mediante apposito patto parasociale); (iii) controllo di fatto esterno: il controllo prescinde dalla partecipazione azionaria e si fonda invece sull'esistenza di particolari vincoli contrattuali dai quali dipendono l'attività e la potenzialità imprenditoriale della controllata.

Lo strumento giuridico maggiormente utilizzato dal *buyer* e dal *seller* è il *sale and purchase agreement* (o “SPA”), un contratto in cui una parte vende e un’altra parte acquista una partecipazione societaria, di regola una partecipazione societaria di controllo di una società per azioni⁹¹. Lo SPA è definito contratto per convenzione, sebbene questa qualificazione non esprima appieno la sua complessità giuridica. Infatti, pur rispondendo ai principi normativi stabiliti dall’articolo 1321 del Codice civile⁹², che regola la nozione generale di contratto, l’operazione di cessione delle partecipazioni societarie non si esaurisce in un unico atto giuridico. Al contrario, essa si configura come un insieme strutturato di atti negoziali, una serie di accordi contrattuali articolati e complementari, destinati a trasferire il controllo della società target dal *seller* al *buyer*. Questa sequenza negoziale va ben oltre la mera formalizzazione di un singolo contratto: include, infatti, numerose pattuizioni e clausole complesse che regolano i diritti e gli obblighi delle parti in tutte le fasi dell’acquisizione. È dunque più adeguato considerare la compravendita di partecipazioni non come un semplice contratto in senso stretto, ma come un vero e proprio percorso giuridico che accompagna e disciplina la cessione del controllo di una società, garantendo la realizzazione di un passaggio di proprietà graduale e strutturato.

Per completezza dello studio, vanno menzionati due altri modelli di accordi simili allo SPA, ma che si differenziano per l’oggetto specifico della transizione. Si tratta, in particolare, dell’*asset purchase agreements*; e dello *stock purchase agreements*. Nel primo caso, il *buyer* acquisisce solo specifici *asset* della società *target*, come beni materiali, contratti, avviamento, licenze, ma non acquisisce l’intera società. Nel secondo caso⁹³, il *buyer* acquista le azioni della società *target*, assumendo sia le attività che le passività. La maggior parte dei contratti stipulati dall’impresa, come i contratti di locazione e i permessi, vengono trasferiti automaticamente al nuovo proprietario⁹⁴. Sul tema si tornerà nel paragrafo successivo.

⁹¹ DE NOVA G., “*Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*”, Giappichelli, Torino, 2021, introduzione. Sul punto anche MASTRANGELO A., “*Il sale and purchase agreement (SPA)*”, 2020, disponibile su <https://www.diritto.it/il-sale-and-purchase-agreement-spa/>

⁹² Art. 1321 c.c.: “Il contratto è l’accordo di due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale”.

⁹³ Lo *Stock Purchase Agreement* è un tipo specifico di *Sale and Purchase Agreement* che si riferisce esclusivamente all’acquisto di azioni di una società.

⁹⁴ Sul punto anche BLOOMBERG LAW, “*M&A, Drafting Guide - Stock Purchase Agreements*”, disponibile su <https://www.bloomberglaw.com/external/document/XFJE1DNC000000/m-a-drafting-guide-stock-purchase-agreements>

6.1. La tassonomia delle acquisizioni

È adesso fondamentale comprendere le diverse tipologie di acquisizioni, ognuna con specifiche caratteristiche e finalità. Esistono quattro tipi principali di acquisizioni in base alla relazione tra acquirente e venditore: orizzontale, verticale, conglomerata e congenerica.

- A. Acquisizione orizzontale: tale tipologia si configura quando due imprese operanti nel medesimo settore e nella stessa linea di business decidono di integrarsi, con l'obiettivo di consolidare la propria posizione competitiva e accrescere le economie di scala.
- B. Acquisizione verticale: in questa seconda categoria sono coinvolte aziende che operano in diverse fasi della produzione; l'acquisizione mira ad ampliare il controllo lungo la catena del valore, consentendo all'impresa di estendere il proprio raggio d'azione sia a monte, verso le materie prime, sia a valle, fino alla distribuzione al consumatore finale, rafforzando così l'autosufficienza operativa e il coordinamento interno.
- C. Acquisizione conglomerata: contrariamente alle tipologie precedenti, questa modalità di acquisizione si realizza con l'integrazione di imprese operanti in settori non correlati. Essa risponde alla volontà di diversificazione, riducendo i rischi specifici di settore e incrementando le opportunità di crescita in ambiti eterogenei.
- D. Acquisizione congenerica: si verifica quando la società acquirente e la società acquisita hanno prodotti o servizi diversi ma vendono agli stessi clienti⁹⁵.

Quella finora descritta rappresenta una classificazione delle diverse *tipologie* di acquisizioni, ma è possibile effettuare un'altra suddivisione delle operazioni di acquisizione basata sul criterio della *modalità* con cui vengono realizzate.

⁹⁵ GIGANTE G., “*Mergers and Acquisitions*”, Aracne, 2020, pagg. 18-20. Sul punto cfr. anche FELDMAN S., “*I diversi tipi e metodi di fusioni e acquisizioni*”, Wolters Kluwer, Milano, 2024, disponibile su <https://www.wolterskluwer.com/en/expert-insights/the-different-types-and-methods-of-mergers-and-acquisitions>.

Per quanto concerne le acquisizioni che riguardano società quotate, è possibile identificarne due tipologie distinte in base a come la società *target* percepisce l'operazione e al comportamento che ne deriva. Tenendo conto di questo criterio, è possibile fare tale distinzione: (i) il modello delle operazioni di M&A amichevoli o concordate, (ii) e quello opposto delle cosiddette operazioni ostili⁹⁶. La distinzione tra i due modelli dipende essenzialmente dalla presenza o dall'assenza di un consenso sostanziale e formale tra le parti.

Nel primo caso, l'acquisizione viene definita "amichevole", o *friendly takeover*, in quanto il *management* e il consiglio di amministrazione della società *target* esprimono la loro approvazione all'acquirente o offerente per la realizzazione dell'operazione. In genere, un'acquisizione amichevole è un'offerta pubblica di denaro o di azioni presentata da una società offerente e sottoposta all'approvazione del consiglio di amministrazione della società *target*. Il prezzo per azione pagato dall'acquirente agli azionisti della società *target* è spesso un fattore determinante per il successo dell'operazione. Nella maggior parte dei casi, l'acquirente deve pagare un premio⁹⁷ significativo per azione per assicurarsi l'approvazione degli azionisti della società *target*. Quando un'offerta viene ricevuta dal consiglio di amministrazione della società *target*, gli azionisti con diritto di voto votano per l'approvazione della transazione. In genere, l'approvazione richiede un voto a maggioranza semplice (vale a dire, più del 50%). Tuttavia, alcune società includono nei loro statuti aziendali disposizioni sulla maggioranza qualificata, che richiedono una percentuale maggiore di azionisti per approvare la transazione (il numero può variare tra il 70% e il 90%). Anche se gli azionisti della società *target* approvano l'acquisizione, l'accordo è comunque soggetto all'approvazione di un ente di regolamentazione (ad esempio, il Dipartimento per gli affari di Giustizia). L'ente di regolamentazione

⁹⁶ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, Milano, 2010, pag. 28.

⁹⁷ Il premio di acquisizione è la differenza tra il prezzo di mercato (o valore stimato) di una società e il prezzo effettivo pagato per acquisirla, espresso in percentuale. Il premio rappresenta il valore aggiuntivo del possesso del 100% di una società in una fusione o acquisizione ed è noto anche come premio di controllo. Il premio di controllo è il beneficio aggiuntivo che un acquirente riceve (rispetto a un singolo azionista) dall'aver il pieno controllo dell'azienda.

governativo potrebbe disapprovare un'acquisizione amichevole se l'accordo viola le leggi sulla concorrenza (note anche come antitrust o antimonopolio)⁹⁸.

Al contrario, nel caso delle operazioni ostili, o *hostile takeover*, una società (*buyer*) assume il controllo di un'altra società (*target*) senza l'approvazione o il consenso del consiglio di amministrazione della *target*. In altre parole, la dirigenza della società *target* non è favorevole all'acquisizione, da cui il termine "ostile". Esistono due modi comuni in cui si verifica un'acquisizione ostile: un'offerta pubblica di acquisto (OPA); oppure un voto per delega. Un'offerta pubblica di acquisto prevede che l'acquirente offra di acquistare azioni dagli azionisti della società *target* a un premio rispetto al prezzo di mercato. L'obiettivo è acquisire abbastanza azioni con diritto di voto per avere una partecipazione azionaria di controllo nella società *target*, solitamente oltre il 50% delle azioni con diritto di voto. Il voto per delega prevede che l'acquirente cerchi di convincere gli attuali azionisti della società *target* a votare per estromettere l'attuale *management*, in modo da facilitarne l'acquisizione. La società *target* può utilizzare diverse difese contro un'acquisizione ostile, come ad esempio la *poison pill* (diluizione della partecipazione azionaria consentendo agli attuali azionisti di acquistare nuove azioni a sconto), il *golden parachute* (fornitura di benefici costosi ai dirigenti chiave se vengono rimossi a seguito di un'acquisizione) e il *greenmail* (riacquisto di azioni con un premio maggiore)⁹⁹. Le acquisizioni ostili, talvolta realizzate con scalate graduali, rappresentano un vero e proprio attacco agli azionisti e una minaccia al *management* della società *target*, poiché in genere portano significativi cambiamenti nella strategia e nella struttura organizzativa. La distinzione tra acquisizioni ostili e amichevoli non è sempre così netta, dato che spesso le acquisizioni che nascono come ostili si tramutano successivamente in operazioni amichevoli o quasi amichevoli; in questi casi è evidente un interesse comune a far sì che l'operazione si svolga limitando i danni al minimo.

Infine, è possibile distinguere le acquisizioni in base all'oggetto specifico della transizione. Nel paragrafo precedente, si è accennato ai diversi modelli di *agreement* in

⁹⁸ CORPORATE INSTITUTE OF FINANCE, "Friendly Takeover", disponibile su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/friendly-takeover/>

⁹⁹ LEGAL INFORMATION INSTITUTE, Cornell Law School, "Hostile takeover", https://www.law.cornell.edu/wex/hostile_takeover. Sul tema anche BRALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., SANDRI S., "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, 2020.

ambito M&A, in particolare di *asset* e *stock purchase agreement*. Ebbene, è opportuno tornare sul tema e approfondirlo in questo contesto.

Innanzitutto, lo si ricorda, nel caso di un *asset purchase*, l'acquirente acquisisce solo determinati beni o diritti della società *target*, come beni materiali, contratti, avviamento e licenze, senza acquistare l'intera entità. Nel caso di uno *stock purchase*, invece, l'acquirente acquisisce le azioni della società *target*, assumendosi così sia gli attivi che le passività della società stessa.

Partendo da quest'ultimo modello, quando si realizza uno *stock purchase*, un *buyer* acquisisce le azioni della società *target* direttamente dagli azionisti venditori. Con una vendita di azioni, il buyer assume la proprietà sia delle attività che delle azioni passate della *target*; l'acquirente sta semplicemente prendendo il posto del precedente proprietario (*seller*) e l'attività continua. Infatti, dopo la conclusione dell'acquisizione delle azioni, la società *target* continuerà a operare come prima dell'acquisizione per quanto riguarda la proprietà delle attività e delle passività, sebbene come sussidiaria dell'acquirente. L'acquisto di tutto ciò che è presente in bilancio, comporta per il buyer un'esposizione significativa al rischio di debito finanziario. Nel valutare lo *stock purchase*, un acquirente potrebbe vedere il potenziale di crescita del valore delle azioni della società così com'è e/o potrebbe ritenere che le passività attuali e future dell'azienda siano minime o possano essere gestite adeguatamente.

Nel caso dell'*asset purchase*, invece, il *seller* rimane il legittimo proprietario dell'impresa. Allo stesso tempo acquista singoli asset della società, quindi attrezzature, licenze, avviamento, ecc. Un importante vantaggio caratterizzante questo modello risiede nella possibilità del buyer di stabilire quali passività, se presenti, intende assumersi nella transazione¹⁰⁰. Questo limita l'esposizione dell'acquirente a passività elevate, sconosciute o non dichiarate dal venditore. Allo stesso modo, l'acquirente può decidere di non acquistare determinate attività¹⁰¹.

¹⁰⁰ Questo fenomeno prende il nome di "cherry picking", sul punto PATIMO R., "Novità del Modello Redditi SC 2024", disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/novita-del-mod-redditi-sc-2024/10DT0000049875ART108?searchId=2725629728&pathId=a60e9ee19b5be&offset=2>

¹⁰¹ CORPORATE INSTITUTE OF FINANCE, "Asset Purchase vs Stock Purchase", disponibile su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/asset-purchase-vs-stock-purchase/>

La scelta tra un *asset purchase* e uno *stock purchase* dipende da vari fattori, tra cui la struttura della società *target*, gli obiettivi fiscali e la tolleranza al rischio dell'acquirente. Se l'obiettivo è acquisire solo determinati beni e minimizzare il rischio di passività sconosciute, un *asset purchase* potrebbe essere la scelta migliore. Tuttavia, se la transazione è finalizzata a mantenere la continuità operativa della società *target* e ridurre la complessità, uno *stock purchase* potrebbe essere preferibile.

6.2. Il processo di acquisizione: fasi e metodo

Come ogni altra decisione di grande portata strategica, anche la scelta dell'acquisizione impone un accurato processo di analisi, che consenta di soppesarne gli aspetti critici e di valutarne l'effettiva percorribilità. La complessità, l'estensione degli effetti da essa generati e l'orizzonte temporale che l'acquisizione comporta per la sua realizzazione obbligano a seguire l'approccio decisionale tipico degli schemi della pianificazione a lungo termine; in effetti si tratta di valutare un progetto pluriennale che coinvolge l'intera struttura aziendale.

In questa prospettiva, lo specifico processo adottato dall'impresa per identificare, esaminare e valutare le possibili transazioni strategiche, strutturarle e procedere all'integrazione della nuova realtà che emerge dall'operazione, ha un ruolo centrale nell'influenzare i risultati della transazione. Un processo di M&A inefficace può condurre ad operazioni disastrose che distruggono il valore delle imprese coinvolte e che possono trasformare il cacciatore in preda. Solo con adeguati meccanismi di gestione e controllo che attraversino tutte le fasi del processo, il management può garantire ai soci che la loro società sta impiegando efficientemente le proprie risorse e sta perseguendo l'incremento di valore che il mercato si aspetta da un'acquisizione o un disinvestimento¹⁰². Pertanto, l'efficacia della decisione dipende proprio dall'accuratezza con cui essa è stata progettata nel tempo.

¹⁰² GAGLIARDI G., “Valutare il processo di M&A”, 2023, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/valutare-il-processo-di-m-a/10AR0000068582ART1>

Prima di procedere, occorre osservare che le operazioni di acquisizione possono essere analizzate sotto due differenti ottiche, che sottendono obiettivi, strategie e modalità di gestione talvolta differenti:

- l'ottica strategica, tipica dell'operatore d'impresa;
- l'ottica finanziaria, tipica dell'intermediario finanziario.

Nel primo caso, l'acquisizione è guidata dall'imprenditore o dal management aziendale, che la considera uno strumento strategico per sostenere la crescita dell'azienda, come già discusso nel primo paragrafo. Nel secondo caso, invece, l'acquisizione è promossa da un investitore istituzionale, il cui obiettivo principale è realizzare un profitto in conto capitale. In questo contesto, l'operazione assume una connotazione finanziaria, con un orizzonte temporale variabile e una logica di investimento mirata a ottenere un rendimento adeguato al rischio sostenuto, entro un arco temporale definito.

La differenza tra queste due prospettive è rilevante, poiché riflette la diversità di obiettivi e motivazioni, che a loro volta influenzano le modalità di esecuzione del processo. Sebbene la sequenza e le fasi del processo di acquisizione siano simili in entrambe le ottiche, le specifiche esigenze dei due tipi di attori economici possono dare al processo una fisionomia diversa.

Ciò che differisce i due approcci è possibile riscontrarlo in tre punti:

1. l'approccio finanziario non contempla la fase di integrazione post acquisizione, fondamentale invece nell'ottica manageriale, o comunque assume tratti meno importanti;
2. nei criteri tipici dell'approccio finanziario una rilevanza fondamentale è data dalla possibilità di *way-out*¹⁰³, assente invece nell'approccio strategico;
3. in condizioni normali prezzi di acquisizione manifestano una differenza sensibile a favore delle acquisizioni industriali, alle quali si riconosce un *premium price*¹⁰⁴ per effetto dei potenziali effetti sinergici¹⁰⁵.

¹⁰³ Una clausola di *way-out* è una disposizione contrattuale che permette a una delle parti di terminare o recedere da un accordo in determinate condizioni, proteggendola da situazioni che potrebbero rivelarsi sfavorevoli.

¹⁰⁴ Nel contesto di un'acquisizione industriale, il *premium price* è il sovrapprezzo che un'azienda acquirente è disposta a pagare rispetto al valore di mercato di un'altra azienda per acquisirla.

¹⁰⁵ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pagg. 44.

Premesso questo, è possibile suddividere il processo in tre macrofasi che a loro volta presenteranno una suddivisione interna:

1. analisi e valutazione strategica;
2. negoziazione e closing;
3. integrazione ex post.

Ognuna di queste tre macro-fasi fondamentali richiede competenze manageriali specifiche e il coinvolgimento di figure professionali diversificate. A seconda della fase, è essenziale che intervengano soggetti interni all'azienda o consulenti esterni, dotati delle competenze necessarie per garantire la buona riuscita del processo. I tre principali step si compongono, a loro volta, di passaggi specifici.

Figura n. 2: le caratteristiche principali delle tre macrofasi¹⁰⁶.

Macrofasi	Fattori critici	Risorse coinvolte
FASE 1 Analisi e valutazione preventiva a livello strategico	Capacità di visione strategica	Management interno dell'acquirente
FASE 2 Negoziazione e <i>closing</i>	Forza contrattuale Capacità negoziali Livello del prezzo	Esterni: in genere consulenti e professionisti
FASE 3 Integrazione ex post	Capacità organizzativa Leadership Cultura prevalente	Management di ambedue le società

La prima fase è caratterizzata dalla valutazione strategica dell'operazione, momento cruciale per identificare le principali opportunità offerte dall'acquisizione, valutare le potenziali sinergie e analizzare le minacce e criticità che potrebbero emergere. In questo frangente, risulta imprescindibile l'intervento del *management* dell'azienda acquirente, coadiuvato da esperti esterni in grado di fornire supporto analitico nelle valutazioni

¹⁰⁶ CONCA V., “Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita”, Egea, 2010, pag. 53.

economiche delle imprese target e del settore di riferimento, soprattutto se diverso da quello in cui opera l'acquirente.

La seconda fase, dedicata alla negoziazione e alla formalizzazione dell'accordo (*closing*), si avvale, nella pratica, del contributo prevalente di consulenti esterni, con una particolare enfasi sulle competenze giuridiche necessarie a garantire la regolarità e la solidità dell'accordo.

La terza fase, relativa all'integrazione post-acquisizione, rappresenta probabilmente il momento più complesso e critico dell'intero processo. È in questa fase che, a fronte delle difficoltà incontrate, si rischia di compromettere il conseguimento del valore previsto durante la valutazione strategica. Tuttavia, se l'operazione è mossa da obiettivi principalmente finanziari, il problema dell'integrazione assume un ruolo marginale, poiché le entità aziendali coinvolte tendono a mantenere la propria autonomia, mentre l'acquirente si concentra sul perseguimento di rendimenti economici e finanziari¹⁰⁷.

Questa articolazione evidenzia come la corretta gestione delle competenze richieste e l'intervento mirato degli esperti siano determinanti per il successo delle operazioni di M&A.

6.2.1 Prima fase: analisi e valutazione strategica

Il processo prende avvio con la fase dell'analisi strategica preventiva, dalla quale maturare la convinzione che l'acquisizione rappresenti la risposta corretta ai problemi che l'impresa intende risolvere. Come anticipato, tale step è di fondamentale importanza anche per ridurre i rischi che derivano dal processo acquisitivo. L'obiettivo conclusivo è di definire un quadro ideale di riferimento dell'impresa target, in modo da facilitare l'identificazione dei soggetti che rispondono ai requisiti desiderati. Si tratta, pertanto, di un'analisi strategica di tipo comparativo.

¹⁰⁷ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pagg. 48-52.

Le sottofasi tipiche che normalmente compongono questo primo momento di analisi sono le seguenti:

FASE 1 Impostazione strategica del problema;
FASE 2 Definizione degli obiettivi e identificazione del profilo ideale della <i>target</i> ;
FASE 3 Ricerca delle alternative.

Il primo passo da intraprendere consiste nell'effettuare un'approfondita analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive, al fine di delineare un quadro strategico complessivo di riferimento che consenta una piena comprensione del contesto in cui opera la società acquirente. Una volta analizzato e definito con chiarezza l'ambiente operativo nel momento in cui si affronta la questione, risulta cruciale valutare le possibili ripercussioni future che il progetto potrebbe generare sull'ecosistema competitivo, includendo gli effetti sui concorrenti e le implicazioni nei rapporti con fornitori e clienti.

Un ulteriore aspetto fondamentale risiede nell'analisi dei punti di forza e di debolezza, da cui discenderanno attività mirate di *screening* e verifica, volte a definire il profilo ideale del candidato per l'acquisizione. Tale profilo dovrà rispecchiare le valutazioni del *management* circa le sinergie prospettiche che si intendono conseguire, rappresentando così un pilastro per la realizzazione degli obiettivi strategici.

Il successo del progetto è intrinsecamente legato alla dinamica evolutiva del settore e al grado di concentrazione, attuale e futuro, del mercato, con particolare attenzione alla numerosità delle imprese che soddisfano i requisiti ideali per l'acquisizione. Questa fase assume un'importanza cruciale per l'esito positivo dell'intera operazione: eventuali errori di valutazione potrebbero incidere significativamente sul valore generato, ostacolando il raggiungimento degli obiettivi prefissati e, conseguentemente, vanificando lo scopo primario di creare nuovo valore.

L'analisi delle sinergie dovrà fondarsi sui punti di debolezza precedentemente individuati, così da elaborare strategie compensative che permettano di colmare lacune e

fragilità attraverso l'acquisizione, assicurando così una solidità strategica e operativa alla futura integrazione¹⁰⁸.

Queste prime valutazioni, ancorché a livello generale, consentono di verificare l'adeguatezza dell'operazione al disegno strategico complessivo; se condivise, esse diventano l'input necessario per passare alla fase della definizione degli obiettivi dell'acquisizione.

Il secondo step di questa prima macrofase consiste nella definizione degli obiettivi strategici dell'acquisizione e nell'elaborazione del profilo ideale della società target. In questa fase, è imprescindibile delineare con precisione il modello delle imprese che rispondono ai requisiti desiderati per l'acquisizione, approfondendo le principali caratteristiche della potenziale azienda target. Tra queste rientrano la sua posizione competitiva, la quota di mercato detenuta, la qualità del *management*, la disponibilità e il livello di avanzamento delle tecnologie impiegate, lo stato di manutenzione degli impianti, e le performance economico-finanziarie, analizzate sia nei loro dati storici sia in un'ottica prospettica.

Un ulteriore elemento cruciale riguarda la definizione del *timing* dell'operazione, il livello complessivo di investimento richiesto, il prezzo massimo di offerta accettabile e le eventuali implicazioni sul piano economico-finanziario. Tali fattori assumono una rilevanza determinante per garantire la sostenibilità e il successo dell'operazione.

Grazie all'analisi accurata delle informazioni sopra menzionate, è possibile procedere a una valutazione più concreta e approfondita della *target*. Avendo chiaramente delineate le sue caratteristiche, si può altresì esaminare contestualmente il *timing* dell'acquisizione e le relative conseguenze in ambito finanziario. A tal proposito, urge chiarire che quando si fa riferimento agli obiettivi dell'acquisizione va ricordata la necessità di distinguere tra i due approcci classici, quello strategico e quello finanziario. Nel primo caso, che segue una logica di sviluppo industriale, le valutazioni in merito sono correlate alle sinergie, alle modalità di integrazione e ai piani futuri; il, secondo invece, si configura in maniera differente, sia per scopi sia per modalità dell'intervento, dal momento che si limita

¹⁰⁸ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pagg. 89-90.

all'attesa di un rendiconto economico, e non affronta le problematiche operative tipiche delle due imprese coinvolte nell'operazione di M&A¹⁰⁹.

Inquadrati i tratti principali del progetto strategico, è possibile avviare la fase successiva della ricerca delle alternative. In questa fase si procede all'individuazione sul mercato di imprese alternative che soddisfino i requisiti ritenuti essenziali per l'acquisizione. Per garantire l'efficacia di tale processo, è fondamentale disporre di una conoscenza approfondita del mercato di riferimento, comprensiva di clienti, fornitori, concorrenti e di tutti gli attori che ne influenzano dinamiche e caratteristiche.

È necessario identificare un numero ristretto ma significativo di potenziali candidati, generalmente compreso tra quattro e cinque imprese, così da disporre di un ventaglio di opzioni comparabili. Successivamente, si procederà a un'analisi comparativa dettagliata che consentirà di selezionare la soluzione più adeguata agli obiettivi strategici prefissati.

I criteri di selezione rilevanti in sede di analisi comparativa sono i seguenti¹¹⁰:

1. grado di coerenza strategica complessiva;
2. presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
3. compatibilità organizzativa;
4. fattibilità finanziaria;
5. possibilità di contatto.

Prima di avviare la fase di ricerca vera e propria, è fondamentale stabilire i criteri su cui basare il *ranking* delle alternative disponibili, così da garantire un'analisi oggettiva e strutturata. Una volta completata questa attività preliminare, si può procedere all'identificazione concreta delle potenziali società *target*.

Nella fase iniziale, è opportuno individuare un ampio ventaglio di candidati, poiché la successiva selezione comporterà un elevato tasso di esclusione. Questa dinamica è dovuta alla difficoltà di reperire imprese che rispecchino pienamente le caratteristiche richieste dalla società acquirente. Sebbene sia auspicabile attenersi rigorosamente ai requisiti indispensabili definiti in fase di pianificazione, può accadere che, durante il primo

¹⁰⁹ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pag. 92.

¹¹⁰ SABINE M., "Alta finanza aziendale", IPSOA, Milano, 1989.

screening, nessuna delle opzioni soddisfa integralmente i criteri prefissati. In tali circostanze, il *management* potrebbe essere costretto a rivedere le priorità e i parametri stabiliti, sacrificando alcune esigenze iniziali. Nei casi più estremi, l'impresa acquirente potrebbe dover accettare le opportunità offerte dal mercato in quel momento, rinunciando a soddisfare pienamente i requisiti, o abbandonare del tutto la strategia d'acquisizione per esplorare altre vie di crescita¹¹¹.

Per quanto riguarda il processo di individuazione delle società *target*, questo può essere condotto sia internamente sia affidandosi a partner esterni. La scelta tra le due opzioni dipende dagli obiettivi strategici perseguiti con l'operazione. Affidarsi a *partner* esterni è preferibile quando l'acquisizione coinvolge settori nuovi o mercati distanti, dove la conoscenza diretta è limitata. Al contrario, l'approccio interno è generalmente adottato quando le imprese operano nello stesso settore o in settori correlati, in quanto il *management* possiede già una conoscenza adeguata a individuare le alternative più adatte. Questa soluzione, peraltro, risulta spesso di più rapida attuazione e consente di consolidare la posizione dell'impresa acquirente all'interno del mercato di riferimento.

Le maggiori difficoltà emergono nel momento in cui si intende penetrare nuovi mercati, siano essi geograficamente distanti o appartenenti a segmenti di mercato non ancora esplorati. In tali contesti, la complessità del processo di ricerca aumenta, richiedendo un maggiore sforzo analitico e talvolta il ricorso a competenze esterne specializzate.

Come espresso già precedentemente, quando il *management* interno non riesce a individuare una rosa di candidati adeguati, si ricorre a una ricerca esterna, affidandosi a società specializzate nel settore. Queste organizzazioni, grazie alla loro consolidata esperienza e all'accesso a *database* qualificati, vengono incaricate di analizzare il mercato potenziale e di valutare la fattibilità dell'operazione, fornendo un supporto strategico nella selezione delle opportunità più promettenti.

6.2.2 Seconda fase: negoziazione, *due diligence* e *closing*

Una volta individuata l'impresa obiettivo, la seconda fase riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione finale della trattativa; essa si caratterizza per il passaggio dall'ideazione

¹¹¹ CONCA V., "Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita", Egea, 2010, pag. 94.

progettuale alla realizzazione pratica dell'operazione. Il risultato delle analisi svolte nelle fasi precedenti rappresenta la base di riferimento per le trattative volte a identificare le società acquisibili.

Data la complessità e la specificità di queste fasi, sia la società acquirente, sia l'impresa *target*, sono solitamente seguite ed affiancate da esperti e consulenti esterni. Sono rare, invero, le situazioni in cui questa fase viene interamente eseguita da personale interno. È spesso consigliata la costituzione di un *team* professionale, con capacità di natura sia tecnica sia psicologica.

I professionisti mantengono un continuo contatto con il *management* interno, il quale ha compiti di supporto, segue lo sviluppo del processo e fornisce l'assistenza e le informazioni necessarie per il costante dialogo con le controparti. Gli equilibri della negoziazione possono variare quando le trattative coinvolgono direttamente la figura dell'imprenditore, come nel caso delle imprese a gestione familiare. Infatti, alla forza dell'oggettiva, maggiormente presente nel *team* esterno, si contrappone la debolezza di una visione troppo personale e altamente soggettiva, tipica dell'imprenditore. Talvolta, però, le capacità e le caratteristiche soggettive dell'imprenditore, quali la personalità, la determinazione, la *leadership*, l'empatia, condizionando l'accordo più di ogni altro elemento tecnico.

Come ogni altra negoziazione, anche questo tipo di operazione coinvolge due soggetti, relazionati da un rapporto reciproco di *do ut des*: risulta quasi scontato affermare che le acquisizioni si possono realizzare a condizione che ambedue i soggetti economici interessati ritengano congrue le condizioni di scambio. Affinché la trattativa possa risultare realmente efficace e soddisfare pienamente tutte le parti coinvolte, sarebbe opportuno applicare i seguenti principi elaborati da autorevoli studiosi in materia¹¹²: *i*) scindere le persone dai problemi; *ii*) evitare l'uso di criteri di valutazione soggettivi; *iii*) separare il consenso sul problema degli accordi sulle procedure; *iii*. considerare la durata prevista della relazione. Sulla base di quanto esposto finora, è ragionevole ritenere che questa macrofase sia più complessa rispetto alla prima.

¹¹² FISHER R., URY W., "L'arte del negoziato", Mondadori, Milano, 1985.

Se correttamente seguiti, si arriverà al momento della firma della lettera di intenti e al contratto definitivo (*closing*). La stesura della lettera d'intenti – *letter of intent* (LOI) – rappresenta un momento particolarmente cruciale, poiché testimonia la concreta disponibilità delle parti a concludere seriamente la trattativa. Si può considerare un negozio giuridico cosiddetto “atipico”, in quanto si tratta di un contratto non specificatamente disciplinato. Essa si può definire a tutti gli effetti un documento precontrattuale con obiettivi ben definiti tra cui: i. la dichiarazione dell'effettiva intenzione di procedere all'accordo; ii. la fissazione di un termine entro il quale chiudere la negoziazione; iii. definire il contenuto di massima dell'accordo; iv. stabilire i criteri della *due diligence*. Ancora, per contribuire fattivamente all'operazione, la lettera d'intenti deve esplicitare in modo chiaro e inequivocabile i criteri di determinazione del prezzo, deve indicare i criteri su come procedere a eventuali aggiustamenti del prezzo, e quelli relativi alle modalità di pagamento¹¹³.

Dopo aver siglato la lettera d'intenti, il processo necessita ancora l'adempimento di alcune procedure e formalità che consentono di avvicinarsi al *closing* definitivo: la prima riguarda l'attività di *due diligence*. Essa consiste in un'attività di esame dei documenti societari, legali, contabili e ambientali, attraverso la quale i consulenti e gli intermediari incaricati di assistere la società emittente (lo sponsor, i legali, i revisori, il responsabile del collocamento) assumono tutte le informazioni necessarie alla preparazione della documentazione richiesta per la quotazione e/o la sollecitazione al pubblico risparmio. La *due diligence* comprende anche colloqui con il *management* della società emittente (definita nella prassi “*management due diligence*”), attraverso i quali vengono illustrati ai consulenti l'attività svolta, i punti di forza e le eventuali criticità dell'azienda. I documenti rilevanti inerenti alla società (come p.e. lo statuto, l'organigramma, la struttura finanziaria, eventuali accordi rilevanti, i beni mobili ed immobili, i dipendenti, il contenzioso ecc.) vengono raggruppati in una *data room* ed esaminati dai consulenti, previa ovviamente la sottoscrizione di un *confidentiality agreement*, che predispongono il *due diligence report*. Tale documento è essenziale per la preparazione della documentazione richiesta dalla normativa vigente e per il rilascio all'intermediario

¹¹³ CONCA V., “*Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*”, Egea, 2010, pag. 161.

responsabile del collocamento da parte dei consulenti delle *legal opinions* sul contenuto del *prospetto informativo*, sulla società e sull'operazione in generale¹¹⁴.

Una *due diligence* accurata e approfondita si rivela essenziale per definire la struttura transattiva più adeguata in base al profilo di rischio identificato (ad esempio, acquisizione del capitale economico, acquisizione di rami d'azienda, acquisizione di beni, o joint venture). Inoltre, consente al potenziale acquirente di disporre di strumenti negoziali utili, sia per ottenere una riduzione del prezzo di acquisizione, sia per prevedere l'inserimento di clausole di garanzia contrattuale. Infine, permette di valutare se sia opportuno rinunciare all'operazione di acquisizione.

Se l'attività di *due diligence* termina positivamente, le parti manifestano la volontà di procedere alla redazione degli accordi vincolanti. Prende dunque avvio la negoziazione e la formalizzazione sia del contratto di compravendita (*Sales and Purchase Agreement*, "SPA"), che regola anche gli obblighi delle parti nel periodo interinale intercorrente tra la sottoscrizione dell'accordo (*signing*) e la formalizzazione del trasferimento di proprietà o di diritti oggetto della transazione (*closing*), sia dell'accordo parasociale. Durante questa fase, il *management* di entrambe le società svolge un ruolo diretto nella negoziazione, supportato in modo determinante dai rispettivi consulenti legali e fiscali. Questi ultimi hanno un impatto significativo, in particolare nella definizione e revisione delle clausole contrattuali, delle garanzie e delle modalità di risoluzione di eventuali controversie¹¹⁵.

Al momento del *closing*, gli obblighi contrattuali diventano esecutivi. Ciò include il trasferimento di titoli o assets, il pagamento del prezzo concordato e la consegna dei documenti necessari, come certificati azionari, liberatorie, o dichiarazioni di conformità. Il closing rappresenta il culmine di un processo articolato e strategico che richiede attenzione ai dettagli, competenza tecnica e una gestione efficace dei rischi. Se gestito correttamente, esso garantisce il successo dell'operazione straordinaria e crea le basi per la continuità e lo sviluppo delle attività aziendali. Ebbene, una volta avvenuto e siglato

¹¹⁴ Definizione di due diligence, disponibile su < <https://www.bankpedia.org/ricerca.php> >

¹¹⁵ BOEMI A., SFERAAZZA PAPA R., "M&A come strumento di crescita: un caso dal settore Entertainment & Communication", disponibile su < <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/m-a-come-strumento-di-crescita-un-caso-dal-settore-entertainment-communication/10AR0000296396ART1> >

definitivamente l'accordo, la seconda macro-fase si conclude per dare avvio alla fase di integrazione post-acquisizione.

6.2.3 Terza fase: il processo di integrazione aziendale

L'ultima macro-frase del processo di acquisizione si svolge dopo la chiusura del contratto. In quest'ultimo e cruciale step, affinché un'operazione possa definirsi un successo, i benefici previsti durante le analisi strategiche svoltesi nella fase antecedente devono tradursi in risultati concreti attraverso l'attivazione delle sinergie potenziali, di cui si è approfonditamente parlato nei paragrafi precedenti, e – di conseguenza – si deve realizzare la creazione valore. In ogni caso, è bene essere consapevoli che la realizzazione delle sinergie rappresenta un processo che comporta tempi lunghi di attuazione – mediamente due anni –, notevoli costi incrementali, forte rischio di insuccesso.

Ebbene, a questo punto è lecito domandarsi quali siano i fattori critici che debbono orientare il management a gestire con efficacia il processo post acquisizione. Possiamo rifarci al modello elaborato da Conca nel 1993¹¹⁶, che espone le quattro aree di intervento definite come “imperativi organizzativi”:

1. l'integrazione culturale e organizzativa;
2. la generazione del consenso;
3. la trasferibilità delle risorse e delle competenze;
4. il contenimento dei tempi di adattamento e di risposta.

Quando si parla di cultura aziendale¹¹⁷, si fa riferimento a quell'insieme di valori, di idee, di comportamenti, di consuetudini che costituiscono l'ossatura portante del modo di pensare e di decidere dell'impresa, e quindi ne caratterizzano il *modus operandi*. È chiaro come differenti culture aziendali comportano diversi approcci all'ambiente economico e al sistema competitivo. La verifica della compatibilità culturale rappresenta un momento cruciale nel processo, in quanto nella cultura aziendale si trova il fondamento che consente ai membri delle imprese coinvolte di riconoscersi come parte indispensabile e integrante della nuova realtà aziendale, con le relative conseguenze in termini di

¹¹⁶ CONCA V., “La gestione ex post dei processi di M&A”, Italia Oggi, 1993.

¹¹⁷ CONCA V., “Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita”, Egea, 2010, pag. 207.

dedizione e di *commitment*¹¹⁸. Affinché si realizzi l'integrazione culturale e organizzativa, sarebbe ideale la creazione di un *post merger team* congiunto, composto dai manager più adatti a gestire i conflitti organizzativi, in grado di trasmettere e vigilare sui valori, gli obiettivi e i benefici attesi dall'acquisizione. Va comunque detto che questa non sempre si rivela essere la soluzione più adatta, ci sono casi, ad esempio, in cui alcuni manager preferiscono procedere con più rapidità, e altri, invece, con maggiore cautela.

Quanto alla generazione del consenso, è considerato essenziale per superare i problemi di coabitazione e garantire un processo di integrazione efficace. Il consenso non può essere imposto tramite approcci autoritari, poiché queste soluzioni si rivelano inefficaci nel lungo periodo. È invece necessario adottare un approccio partecipativo e costruttivo che coinvolga attivamente il *management* e l'intera struttura organizzativa, prevenendo resistenze e logiche difensive. Tra le strategie suggerite figurano l'uso di *opinion leaders* per guidare il cambiamento, la progettazione di un piano di comunicazione efficace per costruire fiducia e trasparenza, e l'implementazione di incentivi formali, come bonus, premi o stock options, per motivare il management e favorirne il coinvolgimento. Un ulteriore elemento fondamentale è la promozione di collaborazioni pregresse con la società *target*, in ambiti quali ricerca e sviluppo o distribuzione. Tali collaborazioni consentono di instaurare un rapporto di fiducia reciproca e di comprendere meglio punti di forza e debolezze delle due realtà, facilitando il processo di integrazione. Infine, si sottolinea l'importanza di verificare la compatibilità tra le imprese coinvolte: esperienze collaborative precedenti possono ridurre significativamente i rischi di insuccesso e favorire un'automatica spinta verso un'integrazione efficace.

Il terzo imperativo affronta il problema di come sia possibile trasferire le risorse e le competenze da un soggetto all'altro. Le maggiori difficoltà in questo ambito riguardano l'appropriabilità del *know-how* da parte della nuova struttura. A tal riguardo, risulta utile distinguere le risorse di tipo *hard* (tecnologie, brevetti ecc.) e le risorse di tipo *soft* (competenze organizzative, capacità legate al lavoro svolto in *team* ecc.). Per quanto concerne il trasferimento delle risorse appartenenti alla prima categoria, esso risulta

¹¹⁸ DEISER R., "Post Acquisition Management: A Process of Strategic and Organisational Learning", Macmillan Press, 1994.

abbastanza agevole data la loro riproducibilità concreta; maggiori difficoltà si riscontrano quando è necessario trasferire risorse di tipo *soft*¹¹⁹.

Infine, l'ultimo imperativo è individuabile nella pianificazione dei tempi di adattamento e di risposta alle nuove esigenze che si manifestano. Come si è detto pocanzi, si stima che il periodo necessario per conseguire le sinergie desiderate risulta mediamente pari a due anni. È ovvio che la chiarezza sui compiti e sulle responsabilità, nonché la volontà di motivare e incentivare correttamente il team coinvolto nel processo, sono elementi fondamentali per abbreviare i tempi di adattamento e di risposta.

7. I fattori critici di successo

I fattori critici di successo (o “FCS”) rappresentano elementi imprescindibili per la costruzione, lo sviluppo e la salvaguardia di un vantaggio competitivo, sia in termini di efficienza dei costi sia di eccellenza qualitativa, in un contesto sempre più globalizzato e competitivo¹²⁰. Nel presente elaborato si pone l'attenzione su quei fattori che si configurano come determinanti per il buon esito di un'operazione di *Mergers and Acquisitions*. Per garantire un'analisi esaustiva e rigorosa, si farà riferimento al lavoro di verifica condotto da autorevoli studi di settore¹²¹, al fine di offrire una prospettiva ampia e dettagliata sulle dinamiche che influenzano il successo di tali operazioni.

Circa vent'anni fa, i consulenti di Bain & Company pubblicarono un'opera dal titolo “*Mastering the Merger*”, nella quale veniva messo in luce un dato allarmante: il 70% delle operazioni di M&A si concludeva con un fallimento. Questo risultato, corroborato da studi accademici già dagli anni '70, rivelava che molte acquisizioni non raggiungevano gli obiettivi promessi, né soddisfacevano le proiezioni interne che ne giustificavano il valore strategico. Negli ultimi anni, tuttavia, uno degli autori del libro, David Harding, insieme ad alcuni colleghi della Bain, ha riesaminato il panorama delle operazioni di

¹¹⁹ COLOMBO G., CONCA V., “International Acquisitions”, SDA Bocconi, 2001.

¹²⁰ FERRANDINA A., CARRIERO F., “*Business Plan in Excel*”, Wolters Kluwer, Milano, 2024, pag. 101, e FERRANDINA A., CARRIERO F., “*Il Piano Marketing*”, Wolters Kluwer, 2005, pag. 72.

¹²¹ HARDING D., “*A Better Approach to Mergers and Acquisitions*”, Harvard Business Review, 2024 pagg 19-23, disponibile su <https://web.p.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=3&sid=0d3477eb-5ebe-402d-a38d-627ff9ad834%40redis&bdata=JnNpdGU9ZWVhc3QtbGl2ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=176460095&db=bsu>

fusione e acquisizione, scoprendo un significativo cambiamento di tendenza. Dal 2000, sono state realizzate oltre 660.000 acquisizioni, per un valore complessivo di 56 trilioni di dollari, con un picco nel 2021. Oggi, il quadro appare ribaltato: circa il 70% delle fusioni si conclude con successo e, anche tra le operazioni meno riuscite, molte sono riuscite comunque a generare valore. Questi dati evidenziano un'evoluzione nelle dinamiche strategiche e operative che governano il successo delle operazioni di M&A, suggerendo un approccio sempre più consapevole e strutturato da parte delle aziende.

Di conseguenza risulta immediato domandarsi il perché di questa inversione di dati.

L'analisi dell'autore ruota attorno a quattro principali fattori:

1. la necessità di una strategia chiara e più elaborata;
2. la realizzazione di un'attenta e approfondita due diligence;
3. l'esperienza ottenuta dai manager delle imprese;
4. un'integrazione post operazione graduale ed efficace.

Analizzando la prima considerazione, si può osservare come negli anni '90 e nei primi anni 2000, le operazioni di M&A erano principalmente orientate verso l'acquisizione di concorrenti o aziende operanti in settori simili. L'obiettivo principale risiedeva nell'aumentare la scala operativa, ridurre i costi e consolidare il vantaggio competitivo rispetto ai rivali. Tuttavia, negli ultimi vent'anni si è assistito a un significativo cambio di rotta nell'approccio strategico delle imprese verso le operazioni di M&A. Le imprese moderne, infatti, perseguono obiettivi sempre più differenti, cercando di stabilire una presenza in settori emergenti o in aree geografiche strategiche, di ottimizzare le catene di fornitura, di cogliere opportunità offerte dal contesto geopolitico e di acquisire nuove competenze in ambiti innovativi. Inoltre, tali operazioni rappresentano una strategia per accedere a nuove fonti di talento e per espandere il portafoglio di risorse aziendali. La logica che guida queste scelte è spesso focalizzata sulla crescita dimensionale, piuttosto che esclusivamente sulla riduzione dei costi, superando così uno dei limiti tradizionali delle acquisizioni.

Con riguardo alla *due diligence*, in passato nelle operazioni di fusione si concentrava principalmente sull'analisi dei dati finanziari, spesso condotta attraverso strumenti come i fogli di calcolo, con l'obiettivo di verificarne la solidità e la ragionevolezza. Tuttavia,

negli ultimi anni, le aziende hanno ampliato l'ambito delle verifiche preacquisizione, adottando un approccio più multidimensionale, e quindi più completo. Ad esempio, tra le nuove pratiche emergono le valutazioni culturali, che permettono di analizzare quanto i dipendenti dell'azienda *target* siano compatibili con i valori e le norme organizzative dell'acquirente. Le valutazioni formali dei talenti consentono di esaminare più approfonditamente le competenze chiave del management e di stimare con maggiore precisione la loro capacità di guidare con successo l'integrazione *post* operazione. In merito all'esperienza dei *manager*, risulta evidente come questo possa influenzare positivamente l'operazione. È noto che la ripetizione di un'attività consente di sviluppare competenze sempre più raffinate. Negli ultimi vent'anni, le aziende hanno progressivamente ridotto il numero di mega-accordi, optando invece per operazioni più frequenti e di dimensioni più contenute. Questo approccio ha permesso loro di perfezionare molteplici aspetti del processo di M&A, come la stima accurata delle sinergie prima della chiusura dell'accordo e il loro effettivo conseguimento durante la fase di integrazione.

Infine, si ritorna a trattare nuovamente della fase di integrazione e del suo valore. Come si è detto precedentemente integrare due aziende rappresenta un'impresa di notevole complessità. Tuttavia, nell'ultimo ventennio le metodologie, gli strumenti e le tecnologie utilizzati per gestire progetti di grande portata hanno compiuto progressi significativi. Con l'aumentare della frequenza delle acquisizioni, le organizzazioni hanno affinato le loro competenze, imparando a identificare le attività di integrazione più critiche (differenze culturali, mancata realizzazione delle sinergie), a prevedere e affrontare le aree potenzialmente problematiche e a prendere decisioni strategiche con maggiore rapidità ed efficacia.

CAPITOLO 2: FINANZA SOSTENIBILE E FATTORI ESG: UN'ANALISI APPROFONDATA

1. La finanza sostenibile

Secondo la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) “La finanza sostenibile è quell’insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance nella composizione e gestione di portafoglio”¹²². Già in questa prima definizione si introducono quelli che sono i c.d. “fattori ESG” (*Environmental, Social and Governance*)¹²³, oggetto d’analisi del presente elaborato, su cui si tornerà a parlare nel capitolo successivo. Ai fini di questa prima parte dello studio, si ritiene utile limitarsi ad un inquadramento generale dei profili ESG.

Le tre metriche ESG, introdotte nel 2004, si pongono l’obiettivo di fornire un quadro di riferimento condiviso dal settore industriale per integrare aspetti ambientali, sociali e di *governance* nella gestione degli investimenti, nei servizi finanziari e nella consulenza per operazioni di acquisto o di vendita di quote o di società. Questo approccio è quindi strettamente legato alla valutazione del valore degli investimenti. Per questo motivo, le tematiche ESG sono tradizionalmente considerate più vicine al mondo finanziario rispetto ai concetti di sostenibilità o responsabilità sociale, sebbene vi siano inevitabili punti di contatto tra questi ambiti. Gli investimenti basati su strategie ESG rientrano infatti nella categoria della cosiddetta “finanza sostenibile”¹²⁴.

Negli ultimi due secoli, l’interesse verso la finanza sostenibile è aumentato notevolmente, spinto dalla crescente consapevolezza delle sfide ambientali, sociali e di *governance* che il mondo si trova ad affrontare. L’affidamento pressoché totale ai combustibili fossili e ad altre risorse naturali nei processi produttivi ha determinato un aumento incontrollato delle

¹²² GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, “*Global Sustainable Investment Review*”, 2018, pag. 3, disponibile su < https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf >

¹²³ *Environmental* comprende la tutela dell’ambiente, gli aspetti connessi al *climate change*, alle emissioni di CO₂, all’inquinamento e alla deforestazione; *Social* comprende le politiche inclusive e di genere, la tutela dei diritti umani, il rispetto degli standards lavorativi e il rapporto con gli *stakeholders* rilevanti nell’attività d’impresa; *Governance* fa riferimento al governo societario, comprendendo le politiche retributive dei manager, la composizione del CdA, le procedure e i sistemi di controllo.

¹²⁴ ARDUINI S., “*ESG e finanza*”, Giappichelli, Torino, 2023.

emissioni di gas serra e uno sfruttamento intensivo delle risorse stesse. Parallelamente, la logica del consumo e della produzione di massa ha spesso alimentato dinamiche di sfruttamento, con condizioni lavorative gravose, retribuzioni inadeguate e persino il ricorso al lavoro minorile.

Dalle analisi del *World Economic Forum*, si evince che i rischi ambientali, geopolitici, sociali e tecnologici abbiano ormai superato quelli economici e finanziari in termini di gravità e impatto. Tra i rischi ambientali si annoverano: l'inquinamento atmosferico, le calamità naturali, la perdita della biodiversità e la scarsità delle risorse; i rischi geopolitici comprendono: conflitti internazionali, attacchi terroristici e l'uso di armi di distruzione di massa; mentre i rischi sociali includono: la carenza di cibo e acqua e i flussi migratori forzati¹²⁵. Pertanto, appare imprescindibile adottare politiche che riconoscano l'inscindibile connessione tra l'umanità e l'ambiente, al fine di mitigare le conseguenze negative delle attività antropiche e di garantire un avvenire sostenibile per le generazioni presenti e future. Risulta quindi necessario prendere in esame questi aspetti per promuovere e adottare politiche che valorizzino il profondo legame tra umanità e ambiente, con l'obiettivo di ridurre gli effetti negativi delle attività umane e assicurare un futuro sostenibile per tutti.

Invero, l'obiettivo principale della finanza sostenibile è proprio quello di promuovere capitalizzazioni che generino un impatto positivo sia dal punto di vista ambientale sia da quello sociale e che, – allo stesso tempo –, comportino un rendimento finanziario.

Al giorno d'oggi esiste un'ampia categoria di attività finanziaria che coniugano la *performance* economica unitamente alla creazione di un impatto nel settore sociale e territoriale, riconosciute dalla letteratura come investimenti socialmente responsabili¹²⁶. Una posizione orientata verso la finanza sostenibile è, ad esempio, quella del fondo di investimento che privilegia emittenti più responsabili e attenti alla sostenibilità, incoraggiando le altre imprese ad allinearsi a questo nuovo modello di finanza. Un altro

¹²⁵ WORLD ECONOMIC FORUM, “*The Global Risks Report*”, 2020, pag. 17, disponibile su < https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf >

¹²⁶ LANDI CATELLO G., “Sostenibilità e rischio d’impresa”, Wolters Kluwer, Milano, 2020, pag. 33. Sul punto SPARKS R., e COWTON C., “*The Maturino of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility*”, 2004, pag. 46, evidenziano la transizione dell’etica nella realtà degli investimenti finanziari sotto forma di investimenti socialmente responsabili: “*as time has passed the term ethical investment has increasingly been replaced by that of socially responsible investment (...)*”.

esempio valido è rappresentato dalle banche etiche, che offrono prodotti e servizi mirati a soddisfare la necessità di una clientela attenta alla sostenibilità. Tra questi vi sono i finanziamenti destinati all’acquisto di case ad alta efficienza energetica o per interventi di riqualificazione volti a migliorare le prestazioni energetiche degli immobili. Inoltre, offrono soluzioni di investimento orientate alla sostenibilità, come le obbligazioni verdi¹²⁷.

Riprendendo adesso il paradigma della *sustainable finance*, la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) dichiara che *“la finanza sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Si pone, infatti, l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale”*¹²⁸.

Ci si interroga, dunque, su quale sia la più corretta e dettagliata definizione di investimenti sostenibili e in che modo essi possano trovare concreta attuazione. In risposta a tale quesito, il Parlamento Europeo ed il Consiglio hanno emesso il Regolamento (UE) 2020/852 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088, in materia di informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari¹²⁹. Ebbene, il Regolamento (UE) 2020/852 identifica come investimenti sostenibili quelli che rispettano i criteri stabiliti dall’art. 3 rubricato “Criteri di ecosostenibilità delle attività economiche” del Capo II intitolato “Attività economiche sostenibili”¹³⁰, che a sua volta rimanda all’art. 9 rubricato “Obiettivi

¹²⁷ Le obbligazioni verdi o *green bond* sono una categoria di obbligazioni, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l’ambiente, come l’efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l’uso sostenibile dei terreni ecc. Permettono infatti di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale.

¹²⁸ *Finanza sostenibile*, nozione CONSOB, < <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile> >. Sul punto anche CARAGNANO A., “*Evoluzione di alcune metriche nel contesto della Finanza Aziendale*”, Egea, Milano, 2023, pagg. 11-12.

¹²⁹ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 22/06/2020 L. 198. Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 09/12/2019 L. 317. Entrambi i regolamenti saranno oggetto di successivo approfondimento in due distinti paragrafi. Cfr. infra cap. 2 par. 3.3 e 3.4.

¹³⁰ Articolo 3 Regolamento (UE) 2020/852: “*Al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un’attività economica è considerata ecosostenibile se:*

a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16;

b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9, in conformità dell’articolo 17;

ambientali”¹³¹, obiettivi che devono essere perseguiti se si intende realizzare degli investimenti sostenibili. In via complementare, l’art. 17 analizza i comportamenti che configurano un danno significativo agli obiettivi ambientali¹³². Con l’introduzione del novellato regolamento i massimi organi della comunità europea hanno ritenuto che l’elaborazione di una classificazione delle attività economiche ecosostenibili a livello dell’Unione Europea possa costituire un fondamentale strumento per indirizzare lo

*c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all’articolo 18; e
d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell’articolo 10, paragrafo 3, dell’articolo 11, paragrafo 3, dell’articolo 12, paragrafo 2, dell’articolo 13, paragrafo 2, dell’articolo 14, paragrafo 2, o dell’articolo 15, paragrafo 2”.*

¹³¹ Articolo 9 Regolamento (UE) 2020/852: “*Ai fini del presente regolamento s’intendono per obiettivi ambientali: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici;
b) l’adattamento ai cambiamenti climatici;
c) l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
d) la transizione verso un’economia circolare;
e) la prevenzione e la riduzione dell’inquinamento;
f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi”.*

¹³² Articolo 17 Regolamento (UE) 2020/852: “*Ai fini dell’articolo 3, lettera b), si considera che, tenuto conto del ciclo di vita dei prodotti e dei servizi forniti da un’attività economica, compresi gli elementi di prova provenienti dalle valutazioni esistenti del ciclo di vita, tale attività economica arreca un danno significativo:*

*a) alla mitigazione dei cambiamenti climatici, se l’attività conduce a significative emissioni di gas a effetto serra;
b) all’adattamento ai cambiamenti climatici, se l’attività conduce a un peggioramento degli effetti negativi del clima attuale e del clima futuro previsto su sé stessa o sulle persone, sulla natura o sugli attivi;
c) all’uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine, se l’attività nuoce:
i) al buono stato o al buon potenziale ecologico di corpi idrici, comprese le acque di superficie e sotterranee; o
ii) al buono stato ecologico delle acque marine;
d) all’economia circolare, compresi la prevenzione e il riciclaggio dei rifiuti, se:
i) l’attività conduce a inefficienze significative nell’uso dei materiali o nell’uso diretto o indiretto di risorse naturali quali le fonti energetiche non rinnovabili, le materie prime, le risorse idriche e il suolo, in una o più fasi del ciclo di vita dei prodotti, anche in termini di durabilità, riparabilità, possibilità di miglioramento, riutilizzabilità o riciclabilità dei prodotti;
ii) l’attività comporta un aumento significativo della produzione, dell’incenerimento o dello smaltimento dei rifiuti, ad eccezione dell’incenerimento di rifiuti pericolosi non riciclabili; o
iii) lo smaltimento a lungo termine dei rifiuti potrebbe causare un danno significativo e a lungo termine all’ambiente;
e) alla prevenzione e alla riduzione dell’inquinamento, se l’attività comporta un aumento significativo delle emissioni di sostanze inquinanti nell’aria, nell’acqua o nel suolo rispetto alla situazione esistente prima del suo avvio; o
f) alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi, se l’attività:
i) nuoce in misura significativa alla buona condizione e alla resilienza degli ecosistemi; o
ii) nuoce allo stato di conservazione degli habitat e delle specie, comprese quelli di interesse per l’Unione.*

2. Nel valutare un’attività economica in base ai criteri indicati al paragrafo 1, si tiene conto dell’impatto ambientale dell’attività stessa e dell’impatto ambientale dei prodotti e dei servizi da essa forniti durante il loro intero ciclo di vita, in particolare prendendo in considerazione produzione, uso e fine vita di tali prodotti e servizi”.

sviluppo delle politiche future in materia di finanza sostenibile. Si rende, dunque, imprescindibile l'introduzione di requisiti giuridici uniformi, basati su criteri condivisi di ecosostenibilità delle attività economiche, per definire il grado di sostenibilità ambientale degli investimenti. Tali requisiti fungerebbero da riferimento essenziale per il futuro corpus normativo dell'Unione Europea, volto a incentivare il reindirizzamento degli investimenti verso attività economiche in armonia con i principi della sostenibilità ambientale. Il Regolamento (UE) 2020/852 rappresenta solo una delle numerose fonti in tema di finanza sostenibile; nei paragrafi successivi, verrà redatto un excursus normativo approfondito.

Alla luce delle esposte coordinate, si può affermare che gli investimenti sostenibili rappresentano una trasformazione profonda nel modo di concepire il rapporto tra economia, società e ambiente¹³³. Affinché questi investimenti possano esprimere appieno il loro potenziale, è necessario superare alcune criticità. Tra queste spiccano la necessità di criteri chiari e condivisi, come quelli definiti dalla tassonomia europea, e la lotta al *greenwashing*, che mina la credibilità e l'efficacia di questo approccio. Inoltre, è fondamentale che il settore finanziario assuma un ruolo proattivo nella mobilitazione di capitali verso attività realmente allineate agli obiettivi ambientali e sociali. In un mondo sempre più interconnesso e vulnerabile, gli investimenti sostenibili non sono solo un'opportunità economica, ma un imperativo etico. Essi rappresentano un ponte tra il presente e un futuro più equo, in cui lo sviluppo economico non è più visto come opposto alla tutela dell'ambiente, ma come uno strumento per il suo rafforzamento. La loro diffusione, supportata da normative solide e da una crescente consapevolezza globale, sarà decisiva per garantire una transizione giusta verso un'economia sostenibile per le generazioni future.

¹³³ MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA IN COLLABORAZIONE CON IL MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY, “*Verso un modello di economia circolare per l'Italia*”, 2017, https://www.oneplanetnetwork.org/sites/default/files/from-crm/verso-un-nuovo-modello-di-economia-circolare_hr.pdf

2. L'exkursus storico

Analizzata la definizione di finanza sostenibile, appare utile ripercorrere l'evoluzione storica di questo paradigma innovativo, che ha compiuto un percorso significativo, trasformandosi da elemento necessario a pilastro imprescindibile nel contesto economico contemporaneo.

Nel trattare l'origine della finanza sostenibile, si potrebbe persino risalire agli scritti di San Tommaso d'Aquino, il quale, nella sua immensa sintesi tra filosofia e teologia, gettò le basi di una riflessione etica ed economica a riguardo. San Tommaso, infatti, rompendo il fronte che monoliticamente si schierava contro qualsiasi forma di remunerazione del capitale, opera una distinzione tra capitale ozioso, che non merita un rendimento, e capitale di rischio, che, invece, conferisce il diritto ad una remunerazione¹³⁴. La natura di questo rendimento è estrinseca in quanto legata al compenso che il finanziatore riceve quale contropartita del rischio dell'investimento. Il capitale attivo, dunque, merita un riconoscimento in termini di interesse perché, sopportando un rischio, produce un bene comune. Partendo da questa base filosofica, già nel XVIII secolo in Occidente i fondi religiosi hanno iniziato a valutare la rischiosità complessiva delle attività finanziate, verificandone sia le condizioni finanziarie sia quelle morali. Alcune comunità religiose come, ad esempio, i Quaccheri e i Metodisti¹³⁵, si rifiutarono di investire in settori considerati immorali, tra cui il commercio di armi e di schiavi. Tuttavia, il primo fondo – non a caso denominato Pioneer Fund – che impostava in maniera sistematica l'investimento secondo criteri etici nacque negli Stati Uniti nel 1928, questo attirava gli investimenti dei protestanti e per ragioni etiche, appunto, riscontrava dei limiti di investimento nei settori di tabacco, alcool e gioco d'azzardo¹³⁶.

¹³⁴ SALUTATI L., *“Cristiani e uso del denaro”*, Urbaniana University Press, 2014.

¹³⁵ KIRCHHOFF K. R., NIEFÜND S., von PRESSENTIN J., *“ESG: Sustainability as a Strategic Success Factor”*, Springer, 2025, pag. 7.

¹³⁶ DEL GIUDICE A., *“Finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali”*, Giappichelli, Milano, 2022. Sul punto anche CONTE F., *“La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi”*, in *“Federalismi.it”*, 2022.

2.1 L'evoluzione dagli anni '60 agli anni '80: la Conferenza di Stoccolma

La finanza etica restò in stasi fino agli anni '60 e '70 del secolo scorso, un periodo storico caratterizzato da movimenti per i diritti civili, il disarmo nucleare e l'uguaglianza sociale che portarono le imprese ed il settore finanziario a riflettere sul concetto di responsabilità sociale. Guardando oltreoceano, le proteste degli studenti americani contro l'apartheid in Sudafrica portarono molte istituzioni a disinvestire dalle aziende operanti nel paese.

Rimanendo in America, l'evento della guerra in Vietnam, in particolare, stimolò l'attivismo dei fondi religiosi e delle fondazioni universitarie americane, che si rifiutarono di investire in imprese americane ritenute "ree" di una indiretta complicità allo sforzo bellico. Per la prima volta, in questa occasione partecipò attivamente alla finanza etica anche il mondo laico. Dall'altra parte, i fondi religiosi compresero che, per avere un impatto concreto nel miglioramento del mondo, era necessario adattarsi alle dinamiche del mercato, rendendo gli investimenti con obiettivi etici attraenti anche dal punto di vista finanziario¹³⁷. Sulla base di queste riflessioni si fonda il Pax World Fund, il primo fondo comune di investimento socialmente responsabile negli Stati Uniti, fondato nel 1971 da due padri metodisti, Luther Tyson e Jack Corbett. Questi si impegnarono ad utilizzare criteri sociali e finanziari nel processo decisionale di investimento, escludendo dall'universo investibile tutte le imprese coinvolte nel settore degli armamenti e in altre attività moralmente controverse. Essi, giustappunto, cominciarono a valorizzare le imprese che rispettavano l'ambiente e i diritti dei lavoratori, dando così avvio a quella che oggi è il concetto di investimento socialmente responsabile ("*Sustainable and Responsible Investment*"¹³⁸).

L'ascesa della finanza è segnata in maniera definitiva dalla Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, anche nota come Conferenza di Stoccolma, convocata dalle Nazioni Unite nel 1972, durante la quale, per la prima volta, si è richiamata l'attenzione sul fatto che, per migliorare in modo duraturo le condizioni di vita, occorre salvaguardare

¹³⁷ BIGGERI U., FERRI G., IELASI F., "Finanza etica", Mulino, Bologna, 2021, pag. 76.

¹³⁸ Con l'espressione *Investimento Sostenibile e Responsabile*, spesso abbreviata con l'acronimo SRI – dall'inglese *Sustainable and Responsible Investment*, si fa riferimento al metodo di creazione di valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo.

le risorse naturali a beneficio di tutti e per raggiungere tale obiettivo è necessaria una collaborazione internazionale. Senza, tuttavia, trascurare gli aspetti sociali, economici e quelli relativi allo sviluppo¹³⁹.

Alla conclusione della Conferenza vennero adottati una Dichiarazione di principi¹⁴⁰ e un piano d'azione con 109 raccomandazioni¹⁴¹ che, pur non avendo un valore giuridicamente vincolante, questi documenti rappresentarono il primo consenso sulla politica ambientale globale¹⁴² e portarono alla creazione del Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente (*United Nations Environment Programme*, UNEP)¹⁴³, con sede a Nairobi. Queste dichiarazioni forniscono indicazioni generali che gli Stati utilizzano come base per negoziare accordi su scala internazionale, consolidando così il loro consenso attraverso la codificazione di tali principi.

Ebbene, con la Conferenza di Stoccolma inizia a prendere forma il diritto internazionale dell'ambiente e, per la prima volta, la tutela dell'ambiente fu posta al centro del dibattito internazionale¹⁴⁴.

Esattamente quindici anni dopo la Conferenza di Stoccolma, Gro Harlem Brundtland, presidente della Commissione mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo (*World Commission on Environment and Development*, WCED,) istituita nel 1983, presenta il rapporto “*Our common future*¹⁴⁵” (Il futuro di tutti noi), formulando una linea guida per lo sviluppo sostenibile ancora oggi valida. Il Rapporto osservava che i principali problemi ambientali

¹³⁹ CONFEDERAZIONE SVIZZERA; “1972: Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, Stoccolma”, disponibile su < <https://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/politica-sostenibilita/agenda2030/onu--le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1972--conferenza-delle-nazioni-unite-sullambiente-umano--stoccol.html> >

¹⁴⁰ MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA; Dichiarazione di Stoccolma < https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/educazione_ambientale/stoccolma.pdf >

¹⁴¹ Le Raccomandazioni sono state classificate secondo la loro funzione: il programma di valutazione ambientale globale (*Earthwatch*); le attività di gestione ambientale; e le misure di supporto.

¹⁴² JOOS L., “*Only One Earth: Environmental Perceptions and Policies Before the Stockholm Conference, 1968-1972*”, *Journal of Global History*, 2023, pagg. 281-303.

¹⁴³ Il Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente (UNEP) è la principale autorità mondiale in materia di ambiente. La missione dell'UNEP è quella di ispirare, informare e consentire alle nazioni e ai popoli di migliorare la propria qualità di vita senza compromettere quella delle generazioni future. <https://www.unep.org/who-we-are/about-us>

¹⁴⁴ VIVOLI G., “*Lineamenti di diritto dell'ambiente*”, Giappichelli, Torino, 2025.

¹⁴⁵ UNITED NATIONS; “*Our common Future*”, rapporto della Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), 1987, < <https://oneplanetschool.wwf.it/system/files/pubblicazioni/Report%20of%20the%20World%20Commission%20on%20Environment%20and%20Development%2C%20Our%20Common%20Future.pdf> >

a livello globale derivano principalmente dalla grave povertà presente nei paesi del Sud del mondo e dai modelli di produzione e consumo insostenibili prevalenti nei paesi del Nord. Per contrastare queste criticità, veniva evidenziato il bisogno di un preciso disegno volto a coniugare le esigenze dello sviluppo economico con la tutela dell'ambiente. Questa strategia è stata definita come *sustainable development*, successivamente tradotta in italiano con il termine “sviluppo sostenibile”. Il significato attribuito allo sviluppo sostenibile era il seguente: “*Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*”¹⁴⁶. Con tale definizione non si fa un riferimento diretto all'ambiente in senso stretto, bensì si pone l'accento sul benessere delle persone, includendo anche la qualità dell'ambiente in cui vivono. Viene così evidenziato un principio etico di fondamentale: la responsabilità delle generazioni attuali di garantire alle generazioni future la possibilità di soddisfare i propri bisogni e vivere in un mondo altrettanto sostenibile.

2.2 Il Protocollo di Kyoto del 1997

Negli anni '90 aumenta progressivamente l'attenzione per il cambiamento climatico e la perdita di biodiversità, portando alla creazione dei primi fondi tematici focalizzati su questioni ambientali e sulle energie rinnovabili. In occasione della Conferenza delle parti “COP3” del 1997, viene pubblicato il Protocollo di Kyoto, il primo accordo internazionale, sottoscritto da 160 paesi, che stabilisce precisi obiettivi vincolanti per ridurre le emissioni dei gas ad effetto serra¹⁴⁷, responsabili del surriscaldamento del pianeta, da parte dei Paesi industrializzati e delle economie in transizione che vi hanno aderito. Tale protocollo è considerato uno dei più importanti strumenti giuridici internazionali volti a combattere i cambiamenti climatici, precursore del più recente e noto accordo sul clima di Parigi, firmato nel 2015¹⁴⁸. Con l'adozione del Protocollo di Kyoto venne compiuta una distinzione tra le parti aderenti: paesi industrializzati (ed

¹⁴⁶ Our common Future”, rapporto della Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), 1987, <

<https://oneplanetschool.wwf.it/system/files/pubblicazioni/Report%20of%20the%20World%20Commission%20on%20Environment%20and%20Development%2C%20Our%20Common%20Future.pdf> >

¹⁴⁷ Documentazione della Camera dei Deputati, “L'attuazione del Protocollo di Kyoto”, <https://leg16.camera.it/561?appro=9>

¹⁴⁸ COSTA C., “Protocollo di Kyoto: cos'è, come nasce e cosa prevede”, 2025, disponibile su <https://www.esg360.it/environmental/protocollo-di-kyoto-cose-come-nasce-e-cosa-prevede/>

economia in transizione) e paesi in via di sviluppo¹⁴⁹. Distinzione cruciale per gli impegni da assumere: solo ai primi vennero imposte riduzione delle emissioni, mentre i secondi furono sollevati da qualsiasi obbligo. Questa scelta però indebolì la capacità effettiva del Protocollo di risultare uno strumento veramente in grado di affrontare in modo efficace i cambiamenti climatici¹⁵⁰. Un caso pragmatico è quello degli Stati Uniti, durante le negoziazioni per il Protocollo di Kyoto, il Senato degli Stati Uniti approvò all'unanimità la risoluzione n.98 (c.d. “*Risoluzione Byrd-Hagel*”), presentata dai senatori Robert Byrd e Chuck Hagel. Il documento esprimeva la contrarietà del Senato a un accordo sul clima che imponesse obblighi vincolanti di riduzione delle emissioni solo ai paesi sviluppati, escludendo nello stesso periodo i paesi in via di sviluppo¹⁵¹. Ebbene, la mancata adesione degli Stati Uniti aprì una lunga fase di stallo in quanto il Protocollo di Kyoto sarebbe entrato in vigore solo dopo il soddisfacimento di due condizioni: la ratifica da parte di almeno 55 Paesi e la partecipazione, tra questi, di nazioni responsabili di almeno il 55% delle emissioni globali del 1990 dei Paesi sviluppati¹⁵². Per sbloccare questa fase critica si dovette attendere la ratifica della Russia del 2005 che fece superare la soglia del 55%; il Protocollo entrò in vigore il 16 febbraio 2005.

Considerando quanto esposto, appare evidente che il Protocollo abbia ottenuto risultati piuttosto limitati: ai futuri (ed attuali) inquinatori non veniva imposto alcun obbligo di riduzione, motivo per cui non si pose per essi alcun problema se aderire o meno; gli Stati

¹⁴⁹ Paesi come Cina e India furono indicati come paesi in via di sviluppo. Oggi la Cina rappresenta una potenza economica di primo piano a livello mondiale, ed in relazione ai gas serra, il più grande inquinatore.

¹⁵⁰ VIVOLI G., “*Lineamenti di diritto dell’ambiente*”, Giappichelli, Torino, 2025.

¹⁵¹ CHALLE T., “*What Happened to Byrd-Hagel? Its Curious Absence From Evaluations of the Paris Agreement*”, Columbia Law School, 2018. Sul punto anche MANNE A., RICHELIS R., “*US rejection of the Kyoto Protocol: the impact on compliance costs and CO₂ emissions*”, Elsevier ScienceDirect Journals, 2004, pagg. 447-454.

Si riporta il testo della *Byrd-Hagel Resolution*: “*the United States should not be a signatory to any protocol to, or other agreement regarding, the United Nations Framework Convention on Climate Change of 1992, at negotiations in Kyoto in December 1997, or thereafter, which would mandate new commitments to limit or reduce greenhouse gas emissions for the Annex I Parties, unless the protocol or other agreement also mandates new specific scheduled commitments to limit or reduce greenhouse gas emissions for Developing Country Parties within the same compliance period, or would result in serious harm to the economy of the United States*”.

¹⁵² Art. 25 Protocollo di Kyoto: “*il Protocollo entrerà in vigore il novantesimo giorno successivo alla data in cui almeno 55 Parti della Convenzione, tra le quali Parti incluse nell’Allegato I le cui emissioni totali di biossido di carbonio rappresentano almeno il 55% delle emissioni totali al 1990 dell’Allegato I, abbiano depositato i loro strumenti di ratifica, approvazione, adesione, accettazione*”.

Uniti, cioè i grandi inquinatori del passato, per i motivi illustrati, decisero di non aderirvi, preferendo affrontare il problema in altro modo¹⁵³.

2.2 L'affermazione negli anni 2000

Il 2004 rappresenta un momento chiave per lo sviluppo della sostenibilità in ambito finanziario, grazie ad un'iniziativa promossa dall'allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan. Quell'anno viene presentato un rapporto intitolato "*Who cares wins*", risultato di un'iniziativa congiunta di 18 rilevanti istituzioni finanziarie di 9 paesi su invito di K. Annan, in cui per la prima volta appare il termine "ESG".

Il sottotitolo del rapporto, "*collegare i mercati finanziari a un mondo in cambiamento*", sottolinea il suo obiettivo di offrire alle istituzioni finanziarie una guida sulle tematiche ambientali, sociali e di governance aziendale considerate strettamente correlate ad una efficace e sostenibile gestione delle risorse finanziarie.

Da un estratto dell'*Executive Summary* si possono chiaramente desumere le ragioni che hanno spinto queste istituzioni finanziarie globali a supportare il rapporto. Il documento sostiene che "*Le istituzioni che sostengono questo rapporto sono convinte che, in un mondo più globalizzato, interconnesso e competitivo, il modo in cui vengono gestite le questioni ambientali, sociali e di corporate governance faccia parte della qualità gestionale complessiva delle aziende, necessaria per competere con successo. Le aziende che ottengono risultati migliori su questi temi possono aumentare il valore per gli azionisti, ad esempio gestendo correttamente i rischi, anticipando gli interventi normativi o accedendo a nuovi mercati, contribuendo allo stesso tempo allo sviluppo sostenibile delle società in cui operano. Inoltre, questi temi possono avere un forte impatto sulla reputazione e sui marchi, una parte sempre più importante del valore aziendale*"¹⁵⁴.

Pertanto, le istituzioni sostenitrici sono convinte che una migliore considerazione dei fattori ambientali, sociali e di governance contribuirà, in ultima analisi, a rendere i mercati

¹⁵³ VIVOLI G., "*Lineamenti di diritto dell'ambiente*", Giappichelli, 2025.

¹⁵⁴ UNITED NATIONS, "*Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*", 2004, pag. 5. UNITED NATIONS, "*Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*", <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>

degli investimenti più forti e resistenti, oltre a contribuire allo sviluppo sostenibile delle società.

A partire da questo momento, la finanza sostenibile si consolida come una pratica *mainstream* e i criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*) diventano parametri chiave per valutare il rischio e il rendimento degli investimenti. Si passa, dunque, dalla semplice esclusione di determinati settori all'integrazione di tali fattori nei processi decisionali a diversi livelli.

3. Il quadro legislativo europeo

Prima di affrontare gli aspetti normativi, va introdotto il concetto di sostenibilità che, nel senso più ampio che le si può attribuire, si identifica con la soddisfazione dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri¹⁵⁵. Ci si riferisce quindi a un approccio che chiede l'adozione di scelte di comportamento (e in particolare di sviluppo) effettuate tenendo in considerazione gli effetti di lungo periodo rispetto a quelli osservabili nel solo breve termine.

La sostenibilità aziendale, invece, – che è quella che interessa principalmente ai fini dello studio – può essere definita come un nuovo approccio alla gestione d'impresa, in cui l'obiettivo non è solo la massimizzazione del profitto a breve termine, ma la creazione di valore duraturo a beneficio di tutti gli *stakeholder* e delle generazioni future. Un'azienda sostenibile, pertanto, non si limita a garantire un ritorno economico per gli azionisti, ma si impegna anche a generare vantaggi per tutti coloro che interagiscono con essa. Per raggiungere questo equilibrio, è necessario adottare modelli operativi innovativi che consentano di ottenere risultati economici equi, soddisfare le aspettative sociali e ridurre l'impatto ambientale, contribuendo così alla conservazione delle risorse naturali¹⁵⁶.

Ed è in questo contesto di sostenibilità aziendale che si inseriscono i fattori ESG. Con l'acronimo “ESG”, come accennato *ad incipit* dell'elaborato, ci si riferisce ai tre pilastri

¹⁵⁵ “Our common Future”, rapporto della Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), 1987, <https://oneplanetschool.wwf.it/system/files/pubblicazioni/Report%20of%20the%20World%20Commission%20on%20Environment%20and%20Development%2C%20Our%20Common%20Future.pdf>

¹⁵⁶ ZACCONE M. C., PEDRINI M., “Le aziende diventano sostenibili. L'integrazione di aspetti sociali e ambientali nella gestione delle aziende”, Pearson, 2019.

fondamentali della sostenibilità aziendale: “*Environmental, Social e Governance*”, i tre profili che l’azienda prende in considerazione quando mira ad essere qualificata come azienda sostenibile e responsabile¹⁵⁷.

Precisate alcune distinzioni, quindi sostenibilità *lato sensu* e sostenibilità aziendale, si può passare al quadro normativo europeo. Oggi, la disciplina dei fattori ESG riveste un ruolo cruciale per tutte le imprese presenti nel mercato italiano e non. L’esigenza di predisporre un’informativa sulla sostenibilità va ricercata in un più ampio progetto nell’ambito dell’Unione Europea, volto a gestire una transizione verso un’economia più sostenibile dal punto di vista ambientale, sociale e di *governance*.

Per realizzare ciò, nel corso del tempo, l’Unione Europea ha introdotto una serie di regolamenti e direttive per incentivare la trasparenza e l’integrazione dei fattori ESG. Nel 2018, l’Unione Europea ha identificato misure volte a definire un piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile, chiamato anche il Piano d’azione per la finanza sostenibile, attraverso la realizzazione dei seguenti obiettivi:

- a) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;
- b) gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;
- c) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie¹⁵⁸.

¹⁵⁷ “*La normativa ESG. I criteri ESG e la normativa di riferimento*”, Wolters Kluwer Milano, disponibile su <https://esgselfassessment.wolterskluwer.com/la-normativa-ESG>. Sul punto anche VINZIA M., “*La normativa ESG: criteri da seguire e impatti sulle aziende*”, Wolters Kluwer, disponibile su <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/esg-regulation-criteria-to-follow-and-impacts-on-companies>

¹⁵⁸ CISI M., DEVALLE A., “*Il bilancio ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE). Le informazioni sulla sostenibilità: ambientali, sociali e di governance*”, Eutekne, Torino, 2023, pag. 13.

3.1 Il *Green Deal* europeo

L'anno seguente, la Commissione europea con una comunicazione¹⁵⁹ ha introdotto il “*Green Deal* europeo”¹⁶⁰, una strategia di crescita che è finalizzata a coniugare l'affermazione di un'economia europea competitiva con l'attenzione al clima e all'ambiente¹⁶¹. La comunicazione riformula su nuove basi l'impegno della Commissione ad affrontare i problemi legati al clima e all'ambiente, in particolare ha avviato l'UE sulla strada di una transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Mira inoltre a proteggere, conservare e migliorare il capitale naturale dell'UE e a proteggere la salute e il benessere dei cittadini dai rischi di natura ambientale e dalle relative conseguenze¹⁶².

Il catalogo dei doveri e dei diritti di tutela ambientale poi risulta arricchito, rispettivamente, dall'introduzione di nuovi obblighi (come l'obbligo di riciclaggio e recupero) e forme di responsabilità (come la responsabilità estesa del produttore: *Extended Producer Responsibility* o “EPR”) direttamente discendenti dall'economia circolare e dal nuovo diritto alla riparazione, da disciplinare attraverso apposita legislazione e con l'aggiornamento dell'agenda UE “legiferare meglio”. Il miglioramento della normativa ambientale, d'altronde, rappresenta una finalità necessaria per rendere ancor più concreta l'attuazione degli obiettivi di sostenibilità: il *Green Deal*, infatti, prevede l'adozione di misure giuridiche, che consistono nell'introduzione e nell'implementazione delle disposizioni normative in materia di appalti verdi e nella revisione di alcune direttive (come la Direttiva Seveso¹⁶³), con lo scopo di migliorare la

¹⁵⁹ L'ordinamento giuridico dell'UE include atti “atipici” che, pur non previsti dall'art. 288 TFUE, contribuiscono all'evoluzione normativa attraverso la *soft law*, spesso in competizione con la *hard law*. Il loro utilizzo nasce dall'inadeguatezza delle fonti tradizionali nel disciplinare l'azione dell'Unione Europea e dalla volontà di regolamentare informalmente settori emergenti come le politiche sociali e l'Unione economica e monetaria, favorendo l'integrazione. Tra questi, la comunicazione è uno strumento rilevante, impiegato per chiarire e integrare la normativa esistente, orientando gli operatori economici e delineando future linee di azione istituzionali.

¹⁶⁰ Comunicazione COM(2019) 640 def della Commissione dell'11 dicembre 2019 sul *Green Deal* europeo, disponibile su https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF

¹⁶¹ PEROTTO G., “*Il Green Deal europeo e il sistema delle risorse proprie*”, European Papers, 2022.

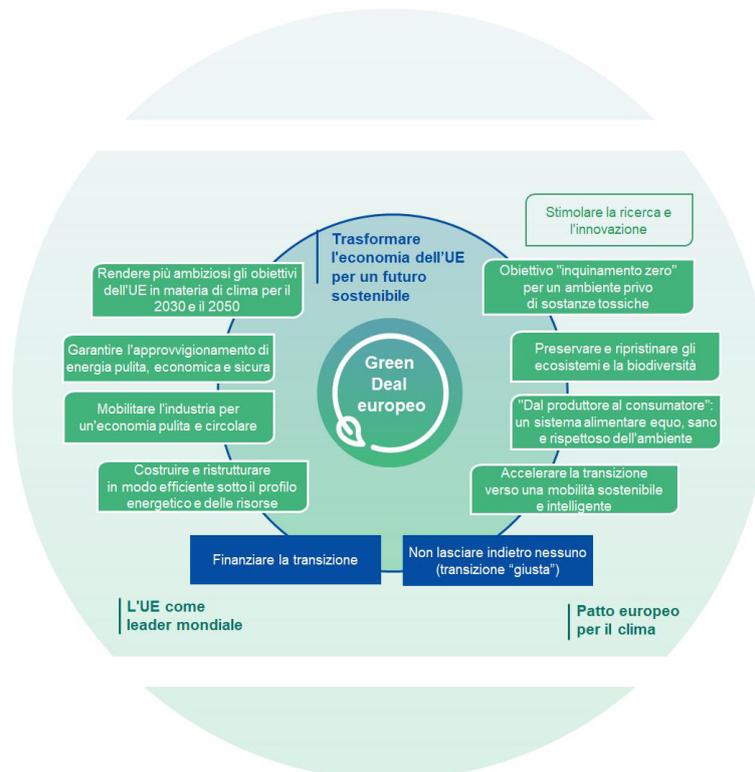
¹⁶² Comunicazione COM(2019) 640 def della Commissione dell'11 dicembre 2019 sul *Green Deal* europeo, disponibile su https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF

¹⁶³ Direttiva 2012/18/UE sul controllo del pericolo di incidenti rilevanti connessi con sostanze pericolose

governance nel settore dell'ambiente soprattutto con riguardo alle risorse idriche, alla scarsa qualità dell'aria nelle aree urbane, al trattamento insoddisfacente dei rifiuti e alla perdita di specie e habitat: tutto ciò nella consapevolezza che il rinvigorismento dei meccanismi legislativi in materia ambientale e l'accrescimento del grado di tutela degli stessi potrà contribuire a raggiungere in maniera efficace ed effettiva gli obiettivi di sostenibilità planetari¹⁶⁴.

All'interno della comunicazione è presente una tabella di marcia iniziale delle politiche e misure principali necessarie per realizzare il Green Deal europeo, che sarà aggiornata in funzione delle necessità che dovessero emergere e delle relative risposte strategiche.

Figura n.3: Il Green Deal europeo¹⁶⁵



¹⁶⁴ BUONFRATE A., in "Trattato breve di diritto dello sviluppo sostenibile", a cura di Buonfrate A., Uricchio A., Cedam, Padova, 2023, pag. 321.

¹⁶⁵ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni il *green deal* europeo.

Successivamente, nel 2021, gli obiettivi fissati del *Green Deal* europeo sono stati incorporati nella normativa europea sul clima¹⁶⁶, che fissa la riduzione delle emissioni di gas serra (GHG) di almeno il 55% entro il 2030 (rispetto ai livelli del 1990) e stabilisce il raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050.

Per dare concretezza al *Green Deal*, l'Unione Europea ha introdotto nel tempo diversi strumenti necessari per l'implementazione degli ambiziosi obiettivi, che verranno approfonditi nei paragrafi successivi, tra cui, la c.d. "*Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)" (Regolamento UE 2019/2088), relativa all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari successivamente integrata e modificata dalla "Tassonomia europea" (Regolamento UE 2020/852), relativa all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e impatta sui partecipanti ai mercati finanziari. Inoltre, la "*Non Financial Reporting Directive* (NFRD)" (Direttiva 2014/95/UE) è stata modificata attraverso la pubblicazione della "*Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD)" (Direttiva 2022/2464/UE). Infine, approvata nel luglio 2024, la "*Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*" (Direttiva 2024/1760/UE), introduce obblighi di *due diligence* per le grandi imprese, mirati a prevenire e mitigare gli impatti negativi delle loro attività sui diritti umani e sull'ambiente.

3.2 La Direttiva 2014/95/UE "*Non-Financial Reporting Directive*"

Uno dei primi temi di grande rilevanza oggetto di modifiche da parte dell'Unione Europea è stato quello della comunicazione economica-finanziaria¹⁶⁷, che ha registrato una significativa accelerazione a causa di diversi fattori, quali, prima di tutto, la "globalizzazione" che ha portato – tra gli altri effetti – all'accesso facilitato da parte di imprese ai mercati finanziari internazionali, stimolando un'evoluzione dei mercati che ha richiesto interventi normativi e l'adozione di *standard* condivisi. Regolamentazioni come

¹⁶⁶ Regolamento (UE) 2021/1119 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

¹⁶⁷ Quando si parla di *comunicazione economico-finanziaria*, ci si riferisce all'insieme delle informazioni che un'azienda fornisce ai suoi *stakeholder* (investitori, istituzioni finanziarie, regolatori, clienti, fornitori, ecc.) riguardo alla sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

l'accordo di Basilea II¹⁶⁸ hanno stabilito regole per l'accesso ai capitali, dall'altro i principi contabili internazionali hanno creato un "linguaggio comune" per la comunicazione economico-finanziaria, con il bilancio come strumento principale per gli *stakeholder*.

Tuttavia, i modelli informativi tradizionali si sono rivelati insufficienti per garantire ai terzi sempre più dettagli sugli aspetti non finanziari dell'attività aziendale, come ad esempio l'impatto ambientale. Alle imprese è pertanto richiesto, in ragione di questa crescente attenzione, di dare informativa non solo più su dati economico-finanziari e patrimoniali, ma anche su aspetti di sostenibilità.

A questa esigenza l'Unione Europea risponde con l'introduzione della direttiva 2014/95/EU "*Non-Financial Reporting Directive*" (NFRD), che ha riformato la direttiva 2013/34/EU relativa all'*Accounting*. Tale normativa ha imposto a determinate società l'obbligo di includere nella Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) una serie di informazioni specifiche, di carattere – giustappunto – non finanziario, al fine di aumentare il loro livello di trasparenza in merito e di incrementare la fiducia degli investitori e degli *stakeholder* in generale.

Innanzitutto, la normativa ha individuato con precisione i soggetti obbligati alla predisposizione della Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), identificandoli negli "enti di interesse pubblico" che, alla data di chiusura del bilancio, presentino un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 dipendenti¹⁶⁹ e che superino determinati limiti dimensionali, quali un totale dello stato patrimoniale pari ad almeno 20 milioni di euro e ricavi netti da vendite e prestazioni superiori a 40 milioni di euro. Sono tuttavia esonerate da tale obbligo le società controllate, a condizione che la società madre elabori una rendicontazione di gruppo attraverso la DNF consolidata¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Risoluzione del Parlamento europeo del 7 ottobre 2010 su Basilea II e la revisione delle direttive sui requisiti patrimoniali (CRD 4) (2010/2074(INI)), disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:371E:0022:0030:IT:PDF>

¹⁶⁹ "*L'informativa a carattere non finanziario. Quadro regolamentare attuale e prospettive future in materia di non-financial disclosure*", disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>

¹⁷⁰ CISI M., DEVALLE A., "*Il bilancio ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE). Le informazioni sulla sostenibilità: ambientali, sociali e di governance*", Eutekne, Torino, 2023, pag. 22.

Con riferimento ai principi contenuti nella Direttiva, la DNF deve integrare¹⁷¹:

- a) la protezione dell'ambiente;
- b) la responsabilità sociale;
- c) il trattamento dei dipendenti;
- d) il rispetto dei diritti umani;
- e) la lotta alla corruzione.

Nella NFRD i temi sono stati individuati in modo generico riportando la formula "dovrebbe contenere" al fine di creare un quadro sufficientemente esaustivo sull'andamento, i risultati e l'impatto dell'attività d'impresa in relazione alle tematiche di sostenibilità¹⁷². La NFRD ha infatti lasciato ampia flessibilità agli Stati membri nel declinare all'interno del proprio ordinamento la disposizione europea, al fine di adattarla al contesto nazionale come meglio ritenuto.

3.2.1 Il Decreto legislativo n. 245/2016

In Italia, la NFRD è stata recepita il 30.12.2016 con il D.lgs. n. 245/2016 in materia di “comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi imprese”¹⁷³.

¹⁷¹ BOTTI A., FELICI G., PETA M., SANTORI F., VALLA V., “SOSTENIBILITÀ E VALORE ESG. Strategie per professionisti e imprese”, Maggioli Editore, Rimini, 2023, pagg. 23-24.

¹⁷² Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni: “Laddove le imprese siano tenute a preparare una dichiarazione non finanziaria, tale dichiarazione dovrebbe contenere, per quanto riguarda le questioni ambientali, dettagli sugli impatti attuali e prevedibili delle operazioni dell'impresa sull'ambiente e, ove opportuno, sulla salute e sicurezza, sull'uso di energia rinnovabile e/o non rinnovabile, sulle emissioni di gas serra, sull'uso dell'acqua e sull'inquinamento atmosferico. Per quanto riguarda le questioni sociali e relative ai dipendenti, le informazioni fornite nella dichiarazione possono riguardare le azioni intraprese per garantire l'uguaglianza di genere, l'attuazione delle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, le condizioni di lavoro, il dialogo sociale, il rispetto del diritto dei lavoratori a essere informati e consultati, il rispetto dei diritti sindacali, la salute e la sicurezza sul lavoro e il dialogo con le comunità locali e/o le azioni intraprese per garantire la protezione e lo sviluppo di tali comunità. Per quanto riguarda i diritti umani, la lotta alla corruzione e alle tangenti, la dichiarazione non finanziaria potrebbe includere informazioni sulla prevenzione delle violazioni dei diritti umani e/o sugli strumenti in atto per combattere la corruzione e le tangenti”.

¹⁷³ D.lgs. n. 245/2016 del 30.12.2016 attuativo della Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

In particolare, secondo il D.lgs. n. 254/2016, la DNF dovrebbe contenere informazioni riguardanti:

- a) l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche;
- b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera;
- c) l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio di cui al co. 1 lett. c), o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario;
- d) aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni attuate per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali;
- e) rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni realizzate per impedire atteggiamenti ed azioni comunque discriminatori;
- f) lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati¹⁷⁴.

L'informativa richiesta può essere presentata come documento separato oppure integrata nel bilancio già predisposto dall'impresa. Dall'analisi delle DNF pubblicate nel primo anno di attuazione del D.lgs. n. 254/2016 emerge che, su un campione di 150 società quotate, l'80% ha optato per la redazione di una relazione separata, mentre il restante 20% ha scelto di includere la DNF nella Relazione sulla gestione¹⁷⁵.

3.3 L'Agenda 2030

Non è soltanto l'Unione Europea a perseguire l'ambizioso obiettivo di trasformare il paradigma economico vigente fino a quel momento; con l'adozione dell'Agenda 2030, infatti, le Nazioni Unite hanno deciso di lanciare una vera e propria sfida in tema di

¹⁷⁴ Cfr. Art. 3 D.lgs. n. 254/2016 del 30.12.2016. Sul punto anche CISI M., DEVALLE A., *“Il bilancio ESG (ENVIROMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE). Le informazioni sulla sostenibilità: ambientali, sociali e di governance”*, Eutekne, 2023, pag. 26.

¹⁷⁵ FIANDRINO S., *“Disclosure of non-financial information. Evolutionary paths and harmonisation to mandatory requirements”*, Giappichelli, Torino, 2019, pagg. 1-162.

sviluppo sostenibile; Ban Ki-moon, ex Segretario Generale dell'ONU, ha definito l'Agenda come “*una promessa da parte dei leader a tutte le persone in tutto il mondo. È un'Agenda per le persone, per sradicare la povertà in tutte le sue forme, un'Agenda per il Pianeta, la nostra casa*”. Coerentemente ai fattori ESG, l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è, dunque, un programma d'azione globale, di portata e rilevanza senza precedenti, finalizzato a sradicare la povertà, proteggere il pianeta e garantire la prosperità e la pace, adottato all'unanimità dai 193 Paesi membri delle Nazioni Unite in occasione del *Summit* sullo Sviluppo Sostenibile, con la risoluzione 70/1 del 15 settembre 2015, intitolata: “Trasformare il nostro mondo. L'Agenda per lo sviluppo sostenibile”¹⁷⁶.

Il programma ha introdotto un cambiamento significativo delineando i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (*Sustainable Development Goals – SDGs*) articolati in 169 *Target*, che rappresentano una guida per indirizzare l'Italia e il mondo verso un modello di sviluppo sostenibile entro il 2030. Il progresso verso questi obiettivi viene monitorato attraverso i *Goal*, i *Target* e oltre 240 indicatori. Sulla base di tali parametri, ogni Paese è sottoposto a valutazioni periodiche da parte dell'ONU e dell'opinione pubblica nazionale e internazionale¹⁷⁷. Gli obiettivi fissati per lo sviluppo sostenibile hanno quindi una validità globale, riguardano e coinvolgono tutti i Paesi e le componenti della società, dalle imprese private al settore pubblico, dalla società civile agli operatori dell'informazione e cultura.

¹⁷⁶ Documentazione parlamentare. Camera dei deputati, “*L'agenda globale per lo sviluppo sostenibile*”, disponibile su <https://temi.camera.it/leg19/agenda.htm>

¹⁷⁷ NAZIONI UNITE, “*Report Nazioni Unite*”, disponibile su <https://unric.org/it/agenda-2030/>

Figura n.4: i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs)¹⁷⁸.



L'Agenda ha, dunque, rappresentato una svolta epocale, avendo riconosciuto per la prima volta l'insostenibilità dell'allora modello di sviluppo non solo dal punto di vista ambientale, ma anche economico e sociale. Avendo superato così l'idea tradizionale che la sostenibilità fosse un tema esclusivamente ambientale, proponendo invece un approccio integrato che tenga conto delle interconnessioni tra le diverse dimensioni dello sviluppo.

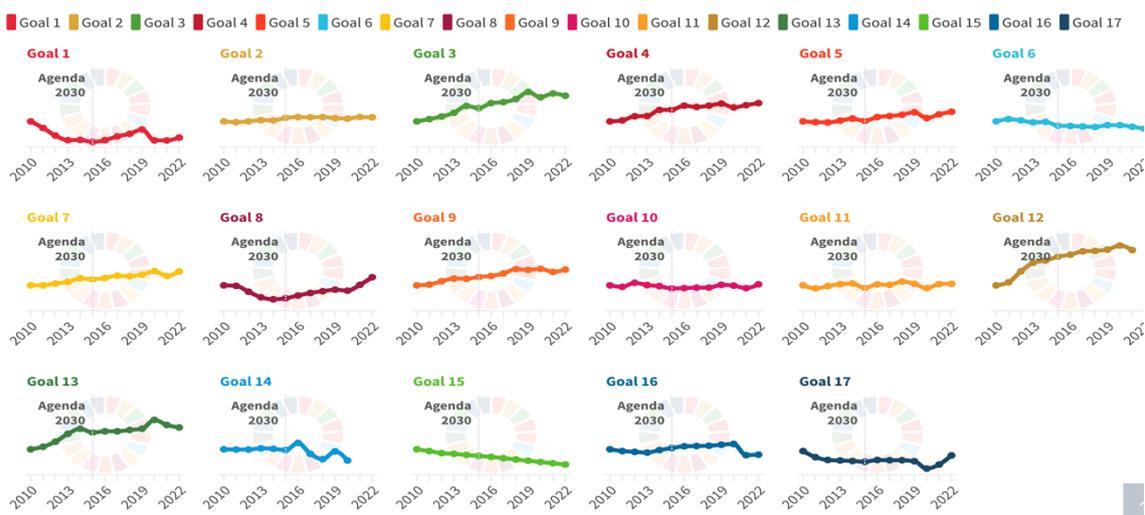
A quasi dieci anni dall'adozione dell'Agenda 2030, i progressi verso il raggiungimento dei 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) mostrano un quadro contrastante caratterizzato da alcuni avanzamenti, ma anche da ritardi significativi. Il Rapporto ASviS 2023¹⁷⁹ evidenzia successi nelle politiche di sostenibilità, ma sottolinea ritardi su molti fronti, come parità di genere, istruzione e gestione delle risorse idriche. Per quanto riguarda l'Italia, questo appare "fuori linea" rispetto al programma: se per sei Obiettivi la situazione è addirittura peggiorata rispetto al 2010, per tre è stabile e per otto i miglioramenti sono contenuti. Guardando ai 33 *Target* valutabili con indicatori quantitativi, solo per otto si raggiungerà presumibilmente il valore fissato per il 2030, per

¹⁷⁸ AGENZIA PER LA COESIONE TERRITORIALE; "Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile", disponibile su <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

¹⁷⁹ Rapporto dell'Alleanza italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS) 2023, disponibile su <https://asvis.it/rapporto-2023/>

14 sarà molto difficile o impossibile raggiungerlo, per nove si registrano andamenti contraddittori, per due la mancanza di dati impedisce di esprimere un giudizio.

Figura n.5: andamento Goal dell’Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile in Italia¹⁸⁰.



3.4 Regolamento UE 2019/2088 “Sustainable Finance Disclosure Regulation”

Proseguendo con l’analisi dei principali provvedimenti, in linea con gli obiettivi dell’Agenda 20230 e dell’accordo di Parigi¹⁸¹ del 2016, il 27 novembre del 2019 il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno adottato il Regolamento 2019/2088 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, c.d. “Sustainable Finance Disclosure Regulation”.

Le stesse istituzioni – all’interno del regolamento¹⁸² – hanno sottolineato come le norme dell’UE in materia di obblighi di informativa non richiedessero una divulgazione completa di tutte le informazioni necessarie per gli investitori.

¹⁸⁰ Rapporto dell’Alleanza italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS) 2023, disponibile su <https://asvis.it/rapporto-2023/>

¹⁸¹ L’Accordo di Parigi è un trattato internazionale approvato da 194 paesi e dall’Unione Europea il 5 ottobre 2016 ed entrato in vigore il 4 novembre 2016; mira a limitare il riscaldamento globale al di sotto di 2°C e a proseguire gli sforzi per circoscriverlo a 1,5°C al fine di evitare le conseguenze del cambiamento climatico.

¹⁸² Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, Par 24.

E questo risulta controverso e, di conseguenza, assai problematico in quanto sono proprio gli investitori ad essere i principali fruitori delle informazioni “non finanziarie”, e che quindi si ritrovavano ad avere dati insufficienti per comprendere pienamente come i prodotti finanziari con caratteristiche ambientali, sociali e finalità sostenibili potessero impattare sui loro investimenti in termini di sostenibilità.

Il Regolamento si propone, quindi, di ampliare e uniformare le informazioni destinate agli investitori sui prodotti finanziari¹⁸³ con caratteristiche ambientali e/o sociali o con finalità sostenibili. Come è stabilito al Paragrafo 10, il regolamento “*mira a ridurre l’asimmetria delle informazioni nelle relazioni principale-agente riguardo all’integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari a effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali (principali)*”.

Ebbene, risulta chiaro lo scopo del testo e cioè quello di far emergere, da un lato, i profili di rischio ESG delle attività di investimento, dall’altro, di valorizzare gli investimenti che tengono conto dei profili ambientali, sociali e di governance, in grado di ridurre gli impatti negativi e creare valore sia per gli investitori che per la collettività. In particolare, il regolamento introduce disposizioni relative alla trasparenza dei profili di sostenibilità sia dei partecipanti ai mercati finanziari, che dei prodotti commercializzati al fine di escludere pratiche scorrette che minerebbero lo sviluppo della finanza sostenibile e la reputazione degli stessi operatori. In quest’ottica è estremamente rilevante la proposta definitoria volta alla codificazione dei concetti chiave di “investimento sostenibile”, “rischio di sostenibilità” e “fattori di sostenibilità”¹⁸⁴.

¹⁸³ I prodotti finanziari oggetto del Regolamento sono: (i) portafogli di gestione individuale; (ii) fondi comuni d’investimento (UCITS e FIA); (iii) prodotti d’investimento assicurativo (“IBIP”); (iv) prodotti pensionistici; (v) schemi pensionistici; (vi) prodotti pensionistici paneuropei “PEPP”.

¹⁸⁴ GIAKOUMELOU A., SALVI A., RANDAZZO R., “*ESG E M&A. Normativa, operazioni, premi per il controllo*”, Giuffrè Editore, Milano, 2023, pag. 53.

Sempre con riferimento al testo, ai sensi dell'articolo 2 comma 17, per investimento sostenibile si intende l'«*investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali*».

L'articolo 2 comma 22 definisce invece il rischio di sostenibilità come «*un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento*», mentre il comma 24 definisce i fattori di sostenibilità quali «*problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva*».

Un esempio di applicazione del Regolamento si rinviene nelle “*Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*¹⁸⁵” pubblicate lo scorso 8 aprile 2022 dalla Banca d'Italia. Sebbene tali linee guida abbiano carattere generale e non vincolante, lasciando ai destinatari ampi margini per la loro implementazione, esse di fatto richiedono l'adozione di strumenti adeguati all'identificazione, la misurazione, il monitoraggio e la mitigazione dei rischi ESG, con l'obiettivo, tra l'altro, di prevenire pratiche di *greenwashing*¹⁸⁶.

¹⁸⁵ Cfr. “Banca d'Italia - Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali

¹⁸⁶ Con il termine “*greenwashing*” si intende la strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo. Cfr. [https://www.treccani.it/vocabolario/greenwashing_\(Neologismi\)/](https://www.treccani.it/vocabolario/greenwashing_(Neologismi)/)

3.5 Regolamento UE 2020/852 “*Taxonomy Regulation*”

A questo punto risulta fondamentale definire un linguaggio comune, capace di determinare con chiarezza quando un’attività economica possa essere qualificata come ecosostenibile. In tal senso, il Regolamento (UE) 2020/852 “*Taxonomy Regulation*” del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all’istituzione di un quadro per favorire gli investimenti sostenibili, rappresenta una pietra miliare del quadro finanziario sostenibile dell’UE e un importante strumento di trasparenza del mercato. Invero, la tassonomia ha come obiettivo quello di indirizzare gli investimenti verso le attività economiche più necessarie per la transizione, in linea con gli obiettivi del *Green Deal* europeo.

Come stabilito all’Art. 1 del testo “*il regolamento stabilisce i criteri per determinare se un’attività economica può essere considerata ecosostenibile ai fini della determinazione del grado di sostenibilità ambientale di un investimento*”¹⁸⁷.

Pertanto, la tassonomia UE consente alle società finanziarie e non finanziarie di condividere una definizione comune di attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. In questo modo, svolge un ruolo importante nell’aiutare l’UE ad aumentare gli investimenti sostenibili, creando sicurezza per gli investitori, proteggendo gli investitori privati dal *greenwashing*, aiutando le aziende a diventare più rispettose del clima e mitigando la frammentazione del mercato¹⁸⁸. Sintetizzando, la duplice finalità della Tassonomia UE consiste nel:

- 1) supportare le aziende nell’identificazione delle attività da esse svolte che soddisfano specifici criteri tecnici, indicando la quota che tali attività rappresentano sulle loro attività complessive, e
- 2) indirizzare il sistema finanziario (e.g. istituti di credito, fondi di investimento, ecc.) a mostrare la quota di attività sostenibili finanziate.

¹⁸⁷Art. 1 Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all’istituzione di un quadro per favorire gli investimenti sostenibili e che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 (Testo rilevante ai fini del SEE). *GUL 198 del 22.6.2020*

¹⁸⁸ Commissione Europea, “*Tassonomia UE per le attività sostenibili. Cosa sta facendo l’UE per creare un sistema di classificazione delle attività sostenibili a livello europeo*”. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

Questi due obiettivi vengono realizzati stabilendo i criteri, di cui si era accennato, per le attività economiche ambientalmente sostenibili¹⁸⁹:

- a) mitigazione dei cambiamenti climatici;
- b) adattamento ai cambiamenti climatici;
- c) l'uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e marine;
- d) la transizione verso un'economia circolare;
- e) prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- g) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

L'analisi della Commissione europea¹⁹⁰ sull'applicazione della Tassonomia UE evidenzia come le prove iniziali siano incoraggianti: aziende, enti pubblici e attori finanziari stanno utilizzando sempre di più la tassonomia per le loro strategie aziendali, la pianificazione della transizione, gli investimenti e i prestiti.

Le aziende hanno iniziato a utilizzare la Tassonomia per pianificare e mettere in evidenza i propri investimenti verdi. In media, circa il 20% degli investimenti di capitale delle aziende è allineato alla Tassonomia. Gli investimenti più elevati vengono effettuate nel settore dei servizi di pubblica utilità, in particolare dai fornitori di elettricità (oltre il 60% allineato alla Tassonomia)¹⁹¹. Gli investimenti di capitale in attività allineate alla tassonomia sono aumentati nel 2024 rispetto all'anno precedente. Nel 2023, circa 600 aziende europee hanno segnalato investimenti di capitale in attività allineate alla tassonomia pari a 191 miliardi di euro¹⁹². Finora nel 2024, le aziende hanno già segnalato 249 miliardi di euro, segnalando una crescita significativa. Ciò ammonta a un totale di 440 miliardi di euro nel 2023 e nel 2024 finora (al 6 maggio 2024). Si prevede che questi

¹⁸⁹ Art. 9 Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro per favorire gli investimenti sostenibili e che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 (Testo rilevante ai fini del SEE). *GUL 198 del 22.6.2020. I criteri di cui alla lettera a) e b) sono entrati in vigore il 1° gennaio 2022, gli altri il 1° gennaio 2023.*

¹⁹⁰ Commissione Europea, "Tassonomia UE per le attività sostenibili. Cosa sta facendo l'UE per creare un sistema di classificazione delle attività sostenibili a livello europeo". https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

¹⁹¹ Queste cifre si basano sulle comunicazioni effettuate dalle società che rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

¹⁹² EU SUSTAINABLE FINANCE, "UE, Commissione risponde a investitori su dubbi. Tassonomia, a che punto è la sua applicazione", 2024, disponibile su <https://esgnews.it/regulator/ue-commissione-risponde-a-investitori-su-dubbi-tassonomia-a-che-punto-e-la-sua-applicazione/>

numeri cresceranno ulteriormente man mano che le aziende inizieranno a segnalare i quattro obiettivi ambientali della tassonomia, aumentando la portata delle aziende idonee¹⁹³.

3.6 Direttiva 2022/2464/UE “*Corporate Sustainability Reporting Directive*”

L'applicazione della NFRD¹⁹⁴ descritta precedentemente ha evidenziato diverse criticità che la “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” (CSRD) mira a superare. Tra queste si annoverano: difficoltà nel reperimento, nella comprensione e nella comparabilità delle informazioni; incertezze nell'individuare i dati da comunicare a causa della pluralità di standard di rendicontazione disponibili; e un numero limitato di soggetti obbligati a fornire informazioni sulla sostenibilità (problematica affrontata, come si è visto, anche con la Tassonomia). Questa direttiva sostituisce e amplia i requisiti della precedente “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD), richiedendo a un numero maggiore di imprese di riportare informazioni dettagliate su aspetti ambientali, sociali e di *governance* (ESG). Il testo definitivo della nuova direttiva UE 2022/2464 del 14 dicembre 2022, relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (“*Corporate Sustainability Reporting Directive*” - CSRD)¹⁹⁵, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 16 dicembre 2022. Entrata in vigore il 5 gennaio 2023, impone alle imprese di divulgare, con differenti tempistiche, informazioni relative ai rischi, opportunità, obiettivi e impatti legati alle questioni ambientali, sociali e di *governance*¹⁹⁶, applicando gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS)¹⁹⁷ redatti dall'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG).

¹⁹³ I dati più recenti si basano sulla rendicontazione delle aziende per l'anno finanziario 2023 e, per le aziende che non hanno ancora rendicontato, per l'anno finanziario 2022. L'importo dell'investimento include l'UE, nonché Norvegia, Svizzera e Regno Unito.

¹⁹⁴ Cfr. paragrafo 2.3.1

¹⁹⁵ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE, per quanto riguarda la rendicontazione sulla sostenibilità aziendale (Testo rilevante ai fini del SEE).

¹⁹⁶ CONFINDUSTRIA BERGAMO, “*Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*”, disponibile su <https://www.confindustriabergamo.it/aree-di-interesse/responsabilita-sociale-d-impresa/rendicontazione/corporate-sustainability-reporting-directive-csrd->

¹⁹⁷ Con l'acronimo “ESRS” si intendono gli *European Sustainability Reporting Standard*: i principi di rendicontazione di sostenibilità che le imprese devono utilizzare per effettuare la loro rendicontazione di sostenibilità conformemente all'art. 29b della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, modificata dalla direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio. In particolare, gli ESRS specificano le informazioni che un'impresa

Più precisamente, per migliorare l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità riportate, la CSRD introduce anche un requisito obbligatorio di *limited assurance*¹⁹⁸ dei dati e richiede:

- a. l'applicazione delle nuove regole a tutte le grandi aziende, quotate o meno, e alle PMI quotate (con l'eccezione delle microimprese quotate);
- b. l'applicazione delle regole alle aziende non appartenenti all'UE con un fatturato netto nell'UE superiore a 150 milioni di euro e almeno una filiale o una succursale nell'UE;
- c. l'obbligo di riportare un'ampia gamma di informazioni sulla sostenibilità rilevanti per il *business* dell'azienda e di garantire che la rendicontazione sia in linea con gli *standard* obbligatori di rendicontazione della sostenibilità dell'UE;
- d. l'obbligo che le informazioni sulla sostenibilità siano soggette a un livello limitato di *assurance*;
- e. l'obbligo per le aziende di produrre i loro rapporti annuali in un formato di rendicontazione elettronica e di etichettare le informazioni sulla sostenibilità¹⁹⁹.

L'obiettivo di questa iniziativa è accrescere la responsabilità delle aziende riguardo al loro impatto su persone e società, promuovendo al contempo investimenti in imprese e attività che affrontano questioni sociali, sanitarie e ambientali. Ciò permetterà alle aziende di rispondere in modo più efficace alla crescente richiesta di trasparenza sulla sostenibilità, semplificando e uniformando i processi di rendicontazione aziendale, con una conseguente riduzione dei costi superflui legati alla sostenibilità. Questa Direttiva si inserisce nell'ambito degli sforzi più ampi dell'UE per integrare la sostenibilità nel sistema

deve comunicare in merito ai suoi impatti, rischi e opportunità sostanziali in relazione alle questioni di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

¹⁹⁸ La *limited assurance* è una forma di verifica che fornisce un livello moderato di sicurezza in merito alla conformità delle informazioni a specifici criteri contabili. A differenza della *reasonable assurance*, che garantisce un alto livello di sicurezza, la *limited assurance* comporta una revisione meno approfondita. Questo tipo di verifica è generalmente eseguito da revisori contabili esterni o da enti certificatori specializzati.

¹⁹⁹ ARTUSO S., “*Europa e informazioni di sostenibilità: stato dell'arte*”, Amministrazione & Finanza, n. 10, 1° ottobre 2024, p. 12, disponibile su https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/europa-e-informazioni-di-sostenibilita-stato-dell-arte/10AR0000300529ART1?pathId=1502c63788709#nota_A1

finanziario, in linea con il *Green Deal* europeo e altre politiche volte a promuovere una crescita sostenibile e una maggiore trasparenza.

La Direttiva CSRD, integrando la direttiva 2013/34/UE, ha individuato i principi generali, sui quali si deve fondare l’informativa da rendicontare, in cinque punti: (i) caratteristiche per la qualità dell’informazione; (ii) doppia rilevanza; (iii) *due diligence*; (iv) catena del valore; e (v) orizzonte temporale²⁰⁰. Partendo dall’analisi del primo principio, le grandi imprese e le piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese, includono nella relazione sulla gestione le informazioni necessarie per comprendere l’impatto dell’impresa sulle questioni di sostenibilità e le informazioni necessarie per comprendere in che modo le questioni di sostenibilità influenzano lo sviluppo, la performance e la posizione dell’impresa²⁰¹.

Proseguendo, il principio della doppia rilevanza²⁰² – o anche della “doppia materialità” – si distingue per la sua profondità analitica. Non si tratta solo di considerare come i fattori ESG influenzino l’azienda, ma anche di valutare l’impatto dell’azienda sull’ambiente e sulla società. Questo duplice approccio garantisce una visione più completa e responsabile della sostenibilità, evidenziando rischi, opportunità e impatti. La CSRD richiede alle aziende di condurre una robusta valutazione della materialità per identificare questioni rilevanti sia dal punto di vista finanziario che ambientale e sociale. Dal punto di vista finanziario, si tratta di valutare come le questioni di sostenibilità influenzano la *performance* finanziaria e lo sviluppo dell’azienda, considerando rischi e opportunità derivanti dai fattori ESG. Dal punto di vista ambientale e sociale, si tratta di valutare come le attività dell’azienda influenzano la società e l’ambiente, richiedendo alle aziende di riportare l’impatto delle loro attività sugli *stakeholder* esterni e sugli ecosistemi²⁰³.

²⁰⁰ PETA M., RUSSO A., TUCCI E., “L’architettura dei principi di rendicontazione trasversali ESRS 1 ed ESRS 2. Pilastri e caratteristiche”, disponibile su <https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2024/04/IRS-2024.02.pdf>

²⁰¹ Le informazioni sono elencate nel dettaglio all’art. 19-bis Par. 1 della Direttiva (UE) 2022/2464.

²⁰² Art. 3 “Doppia rilevanza come base per l’informativa sulla sostenibilità” del Regolamento delegato (UE) 2023/2772 della Commissione, del 31 luglio 2023, che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità.

²⁰³ ARTUSO S., “Europa e informazioni di sostenibilità: stato dell’arte”, Amministrazione & Finanza, n. 10, 1° ottobre 2024, p. 12, disponibile su https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/europa-e-informazioni-di-sostenibilita-stato-dell-arte/10AR0000300529ART1?pathId=1502c63788709#nota_A1.

Il terzo principio riguarda il dovere di diligenza (c.d. *due diligence*), di cui si è già discusso in questo elaborato²⁰⁴, e cioè quel processo mediante cui le imprese individuano, prevencono, mitigano e rendono conto del modo in cui affrontano gli impatti negativi, effettivi e potenziali, sull'ambiente e sulle persone connessi alla loro attività.

Gli impatti comprendono quelli negativi connessi alle operazioni proprie dell'impresa e alla catena del valore a monte e a valle, anche attraverso i suoi prodotti o servizi e i suoi rapporti commerciali. Il dovere di diligenza è un processo continuo che risponde alla strategia e al modello aziendale, alle attività, ai rapporti commerciali, al contesto operativo e in quello dell'approvvigionamento e delle vendite e può essere all'origine di cambiamenti in tutti questi aspetti. La procedura è descritta tra gli strumenti internazionali dei principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani e nelle linee guida dell'OCSE destinate alle imprese multinazionali. Questi strumenti internazionali individuano una serie di tappe nel processo del dovere di diligenza, fra cui l'individuazione e la valutazione degli impatti negativi connessi alle operazioni proprie dell'impresa e alla catena del valore a monte e a valle, anche attraverso i suoi prodotti o servizi e i suoi rapporti commerciali²⁰⁵.

Sul principio della catena di valore, la dichiarazione sulla sostenibilità riguarda la stessa impresa che redige il bilancio, salvo esenzioni specifiche, come nel caso di chi redige una rendicontazione consolidata ai sensi dell'articolo 48-*decies* della direttiva 2013/34/UE. Le informazioni sull'impresa devono includere impatti, rischi e opportunità rilevanti legati ai rapporti commerciali diretti e indiretti lungo la catena del valore (c.d. "*value chain*") a monte e a valle, in base alla *due diligence*, alla valutazione della rilevanza, di cui sopra, e agli obblighi definiti negli ESRS, già menzionati. Dunque, la direttiva non richiede di coprire tutti gli attori della catena del valore, ma solo le parti rilevanti per le questioni di sostenibilità, per consentire una comprensione completa degli impatti, dei rischi e delle opportunità rilevanti e soddisfare le caratteristiche qualitative delle informazioni, come completezza e attendibilità. Inoltre, per società collegate o *joint*

²⁰⁴ Il tema è stato affrontato nel Cap. 1 Par. 5.2.2.

²⁰⁵ Art. 4 "Dovere di diligenza" del Regolamento delegato (UE) 2023/2772 della Commissione, del 31 luglio 2023, che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità. Sul punto anche LUISON C., FABBRI L., in "*Principali novità rispetto alla NFRD*", disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/principali-novita-rispetto-alla-nfrd/10DT0000051158ART13?searchId=2786299313&pathId=f71f45e8def59&offset=0>

venture incluse nella catena del valore, i dati devono riflettere gli impatti collegati ai prodotti e servizi dell'impresa, senza limitarsi alla quota di capitale detenuta²⁰⁶.

In ultimo, il periodo di riferimento delle dichiarazioni sulla sostenibilità dell'impresa è coerente con quello del suo bilancio. Nella dichiarazione sulla sostenibilità l'impresa stabilisce, se del caso, gli opportuni collegamenti tra informazioni retrospettive e prospettive, al fine di favorire una chiara comprensione di come le informazioni storiche si colleghino a quelle relative a previsioni future²⁰⁷.

3.7 Direttiva 2024/1760/UE “Corporate Sustainability Due Diligence”

Affrontati gli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità per le imprese su cui si focalizza la CSRD (2022/2464/UE), si considera necessario chiudere la disanima del quadro legislativo europeo con la recentissima Direttiva 2024/1760/UE “Corporate Sustainability Due Diligence” (CSDDD), entrata in vigore il 25 luglio 2024.

Nata da una proposta della Commissione europea in data 24 febbraio 2022, la CSDDD (o CS3D) ha lo scopo principale di identificare, valutare e prevenire gli impatti negativi, anche potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente lungo l'intera catena di fornitura, dalle materie prime al prodotto finale. Questa direttiva segna un importante progresso in termini di responsabilità sociale e ambientale, poiché richiede alle imprese di adottare un approccio proattivo nella gestione dei rischi correlati all'inquinamento, alla deforestazione, alle emissioni di CO₂, e alle violazioni dei diritti umani, come il lavoro forzato o minorile²⁰⁸. In tal senso, alle imprese è fatto obbligo di svolgere un'attività di *due diligence* volta proprio ad individuare e mitigare tali rischi, il cui mancato adempimento potrebbe dare luogo a responsabilità amministrativa e civile. Il processo di *due diligence* stabilito nella direttiva dovrebbe comprendere i sei passaggi definiti dalle

²⁰⁶ Art. 5 “Catena del valore” del Regolamento delegato (UE) 2023/2772 della Commissione, del 31 luglio 2023, che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità.

²⁰⁷ Art. 6 “Orizzonti temporali” del Regolamento delegato (UE) 2023/2772 della Commissione, del 31 luglio 2023, che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità.

²⁰⁸ GIACOMELLI S., LUONGO G., PONZIO A., “Piani di transizione ecologica delle imprese: strategie di decarbonizzazione”, disponibile su <https://onofiscale.wolterskluwer.it/document/piani-di-transizione-ecologica-delle-imprese-strategie-decarbonizzazione/10AR0000301706ART1?searchId=2786320569&pathId=97086c981a26c&offset=0&contentModuleContext=all#TIT00001>.

Linee guida dell'OCSE²⁰⁹ sulla *due diligence* per una condotta aziendale responsabile. Tale processo comprende i seguenti passaggi: (i) integrazione della *due diligence* nelle politiche e nei sistemi di gestione; (ii) identificazione e valutazione degli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente; (iii) prevenzione, cessazione o riduzione al minimo degli impatti negativi reali e potenziali sui diritti umani e sull'ambiente; (iv) monitoraggio e valutazione dell'efficacia delle misure; (v) comunicazione e (vi) fornitura di misure correttive²¹⁰.

Le imprese soggette all'ambito di applicazione della direttiva, come stabilito all'art. 2, sono: le grandi società a responsabilità limitata e partnership UE con almeno 1000 dipendenti e almeno 450 milioni di euro di fatturato (netto) in tutto il mondo (si tratta di circa 6.000 società); e le grandi aziende extra-UE che hanno un fatturato netto di 450 milioni di euro nell'UE (si tratta di circa 900 aziende).

Definiti i contenuti e individuati i soggetti responsabili della loro applicazione, non resta che chiedersi quali saranno i prossimi passi per le imprese.

Ai sensi dell'art. 37 della direttiva, gli Stati membri adottano e pubblicano, entro il 26 luglio 2026, le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva. Essi comunicano immediatamente il testo di tali misure alla Commissione.

Essi applicano tali misure:

A) dal 26 luglio 2027 per quanto riguarda le società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione dello Stato membro e che hanno avuto in media più di 5 000 dipendenti e hanno generato un fatturato netto mondiale superiore a 1 500 000 000 EUR nell'ultimo esercizio finanziario precedente il 26 luglio 2027 per il quale sono stati o avrebbero dovuto essere adottati bilanci annuali, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli

²⁰⁹ ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (OCSE), “*Due Diligence Guidelines for Responsible Business*”, 2018, <https://mneguidelines.oecd.org/OECD-Due-Diligence-Guidance-for-Responsible-Business-Conduct.pdf>.

²¹⁰ Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, sulla due diligence in materia di sostenibilità aziendale e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859 (Testo rilevante ai fini del SEE).

- Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2028 o in data successiva;
- B) dal 26 luglio 2028 per quanto riguarda le società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione dello Stato membro e che hanno avuto in media più di 3 000 dipendenti e hanno generato un fatturato netto mondiale superiore a 900 000 000 EUR nell'ultimo esercizio finanziario precedente il 26 luglio 2028 per il quale sono stati o avrebbero dovuto essere adottati bilanci annuali, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2029 o in data successiva;
- C) dal 26 luglio 2027 per quanto riguarda le società di cui all'articolo 2, paragrafo 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto superiore a 1 500 000 000 EUR nell'Unione Europea, nell'esercizio finanziario precedente l'ultimo esercizio finanziario precedente il 26 luglio 2027, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2028 o in data successiva;
- D) dal 26 luglio 2028 per quanto riguarda le società di cui all'articolo 2, paragrafo 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto superiore a 900 000 000 EUR nell'Unione Europea, nell'esercizio finanziario precedente l'ultimo esercizio finanziario precedente il 26 luglio 2028, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2029 o in data successiva;
- D) dal 26 luglio 2028 per quanto riguarda le società di cui all'articolo 2, paragrafo 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto superiore a 900 000 000 EUR nell'Unione Europea, nell'esercizio finanziario precedente l'ultimo esercizio finanziario precedente il 26 luglio 2028, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari che iniziano il 1° gennaio 2029 o in data successiva;

E) dal 26 luglio 2029 per quanto riguarda tutte le altre società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettere a) e b), e all'articolo 2, paragrafo 2, lettere a) e b), e le società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera c), e all'articolo 2, paragrafo 2, lettera c), ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all'articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari a partire dal 1° gennaio 2029²¹¹.

4. Il quadro normativo italiano

L'evoluzione normativa analizzata finora va integrata, infine, con l'esame del quadro normativo italiano. Prima ancora dell'intervento legislativo del 2022, alcuni autori²¹² sostenevano che, affinché lo sviluppo sostenibile diventasse il modello di riferimento per le politiche pubbliche e per i comportamenti dei privati e delle imprese, l'Italia avrebbe dovuto inserire tra i principi fondamentali della Repubblica.

Questo obiettivo è stato raggiunto con la legge costituzionale 11 febbraio 2022, n.1, che ha profondamente modificato gli artt. 9 e 41 della Costituzione. Adesso prevedono espressamente che la Repubblica tuteli l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni" (art. 9) e che "l'iniziativa economica privata" non possa "svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana" (art. 41)²¹³.

Il nuovo assetto costituzionale rende obsoleta l'idea, che nel passato era prevalente, per la quale sussiste una dicotomia tra il fine di lucro conseguito dall'imprenditore ed il perseguimento di un "beneficio comune" quale quello della tutela ambientale²¹⁴. L'elemento qualificante di un'impresa non può limitarsi al mero operare in settori socialmente rilevanti, né al perseguimento, seppur congiunto, di finalità di interesse

²¹¹ Il tema della due diligence verrà approfondito nel prossimo capitolo, in particolare si esaminerà il profilo della Due Diligence ESG durante le operazioni di M&A.

²¹² GIOVANNINI E., "Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane", Giappichelli, Torino, 2019, pag. 64; BATTISTI A.M., "Lavoro sostenibile imperativo per il futuro", Giappichelli Torino, 2018, pagg. 65 ss.

²¹³ Legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1. Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente (22G00019), entrata in vigore il 09.03.2022.

²¹⁴ PODDIGHE A., "Il principio di inerenza e la tutela dell'ambiente in una economia sostenibile", Diritto e Pratica Tributaria, n. 5, 1° settembre 2024, pag. 1620, disponibile su https://onegale.wolterskluwer.it/document/il-principio-di-inerenza-e-la-tutela-dell-ambiente-in-una-economia-sostenibile/10AR0000301346ART1#nota_n42. Sul punto anche BIFULCO R., "La legge costituzionale n.1/2022: problemi e prospettive", in *Analisi Giuridica dell'Economia*, pagg. 7-26.

collettivo, né ai vincoli imposti sulla distribuzione dei dividendi. Tali aspetti, seppur significativi, devono essere – necessariamente – accompagnati dall’impegno concreto e dalla capacità intrinseca di generare impatti positivi che siano altresì oggettivamente misurabili. Come già affermato nel presente elaborato, risulta ormai evidente, da un lato, che il ruolo dell’impresa trascenda la semplice funzione di generazione di profitti destinati agli azionisti; dall’altro, emerge come gli amministratori siano tenuti a considerare interessi ulteriori e diversi rispetto a quelli strettamente lucrativi.

4.1 Il Codice di Corporate Governance

In questo nuovo contesto, l'autodisciplina assume un ruolo di crescente rilievo. A tal proposito, merita attenzione il recente Codice di Corporate Governance²¹⁵ (o Codice di Autodisciplina) e alcune delle sue disposizioni. Innanzitutto, il Codice di Corporate Governance si rivolge a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana. L’adesione al Codice di Autodisciplina è volontaria e basata sul criterio “*comply or explain*²¹⁶” ed è esplicitata nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. In quest’ottica, il Codice di Autodisciplina affida all’autonomia privata la valutazione in merito al grado di *compliance* delle disposizioni autoregolamentari.

Sul contenuto, si può subito affermare che il Codice presenta il carattere della semplificazione. Esso si compone di sei sezioni, precedute dalle Definizioni e indicate come Articoli, ciascuno dedicato agli elementi centrali della Corporate Governance: ruolo dell’organo di amministrazione (art. 1), composizione degli organi sociali (art. 2), funzionamento dell’organo di amministrazione e ruolo del presidente (art. 3), nomina degli amministratori e autovalutazione dell’organo di amministrazione (art. 4), remunerazione (art. 5), sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (art. 6). Ogni articolo è ripartito in Principi, che cristallizzano gli elementi fondamentali, gli obiettivi, le funzioni essenziali, le procedure caratterizzanti, le finalità generali di policy gestoria e

²¹⁵ Codice di Corporate Governance approvato dal Comitato di Corporate Governance nel gennaio 2020. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

²¹⁶ In base al principio “*comply or explain*”, le società che si discostano dal rispettivo codice di governo societario sono tenute a spiegare, nella relazione sul governo societario, quali parti del codice hanno disatteso e motivare la loro decisione. Tale principio è stabilito all’art. 123-*bis*, comma 2, lett. a) del TUF.

in Raccomandazioni, che specificano le regole operative ricercando un equilibrato punto di mediazione tra puntualizzazione, da un lato, e sintesi espressiva, dall'altro lato, rispetto al codice precedente che, oltre al maggior numero di sezioni, si articolava in principi, criteri applicativi e commenti²¹⁷.

Significativo ai fini del presente elaborato è senza dubbio l'articolo 1 del Codice, che si occupa di definire il ruolo dell'organo amministrativo attribuendogli il compito di guidare la società perseguendone il successo sostenibile inteso come “*capacità dell'entità di creare valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti e tenendo conto degli interessi di tutti gli stakeholder rilevanti per la società*”²¹⁸. Con il Codice di Corporate Governance la sostenibilità e il rispetto per i vari *stakeholder* coinvolti nelle attività aziendali entrano formalmente a far parte dei modelli di gestione e controllo delle società quotate. Anche dal punto di vista informativo, di cui all'art. 3, è richiesto che venga garantito a tutti i membri degli organi di amministrazione e controllo l'accesso ad attività formative mirate a fornire una conoscenza adeguata dei settori in cui opera l'azienda, delle dinamiche interne e della loro evoluzione, con particolare attenzione al successo sostenibile. Di grande importanza è inoltre il tema della remunerazione di amministratori, membri degli organi di controllo e alti dirigenti, che deve essere definita, secondo l'art. 5, tenendo conto dell'obiettivo del successo sostenibile e, possibilmente, includendo parametri non finanziari.

4.2 Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza

Completa il quadro normativo italiano in tema di sostenibilità, il “Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza” (*Recovery and Resilience Facility* o “RRF”), uno strumento finanziario creato dall'Unione Europea nel contesto del programma *Next Generation EU*²¹⁹ per affrontare la crisi economica causata dalla pandemia. Disciplinato dal Regolamento UE 2021/241, disponeva inizialmente di 723,8 miliardi di euro, suddivisi

²¹⁷ MONTALENTI P., “*Il nuovo Codice di Corporate Governance*”, in *Rivista di Corporate Governance*, Giappichelli, Torino, 2021.

²¹⁸ BONELLI A., “*Codice di Corporate Governance: il ruolo dell'organo amministrativo tra sostenibilità e gestione dei rischi*”, Wolters Kluwer, 2021, disponibile su <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/03/17/codice-corporate-governance-ruolo-organo-amministrativo-sostenibilita-gestione-rischi>

²¹⁹ Next Generation EU è unno strumenti creato dall'Unione Europea per sostenere la ripresa economica e sociale causata dalla pandemia di COVID-19.

in 338 miliardi di sovvenzioni e 385 miliardi di prestiti. Con l'introduzione del Regolamento UE 2023/435 (“REPowerEU”), sono stati aggiunti 18,9 miliardi di sovvenzioni derivanti dal sistema di scambio di quote di emissioni (ETS) e dalla riserva per l'adeguamento alla Brexit. Tuttavia, poiché gli Stati membri hanno richiesto meno prestiti del previsto, il budget totale è sceso a 648 miliardi di euro, di cui 357 miliardi in sovvenzioni e 291 miliardi in prestiti.

L'Italia è il principale beneficiario del RRF, con uno stanziamento iniziale di 191,5 miliardi di euro, composto da 122,6 miliardi di prestiti e 68,9 miliardi di sovvenzioni. Il “Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza” (PNRR) italiano è stato approvato il 13 luglio 2021; la sua attuazione è regolata da una decisione del Consiglio dell'UE, corredata da un Allegato che definisce obiettivi e traguardi specifici per ogni investimento e riforma. Il raggiungimento di tali obiettivi è vincolante per l'erogazione dei fondi e segue una programmazione semestrale, dal secondo semestre del 2021 al 30 giugno 2026, termine ultimo per l'attuazione del Piano. I fondi vengono rilasciati dalla Commissione Europea solo dopo la verifica semestrale del raggiungimento degli obiettivi, ad eccezione di un prefinanziamento iniziale di cui l'Italia ha già beneficiato²²⁰. Il PNRR rappresenta un'occasione unica per accelerare il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi globali ed europei come il *Green Deal* europeo, l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030, che puntano ad una progressiva e completa decarbonizzazione del sistema e a rafforzare l'adozione di soluzioni di economia circolare²²¹.

Il fondo italiano finanzia sei diverse missioni: (i) digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura; (ii) rivoluzione verde e transizione ecologica; (iii) infrastrutture per una mobilità sostenibile; (iv) istruzione e ricerca; (v) inclusione e coesione; (vi) salute. Soffermandosi sulla seconda missione in particolare, questa è articolata in quattro componenti, afferenti ai grandi temi dello sviluppo sostenibile e cioè ambiente, clima ed

²²⁰ CAMERA DEI DEPUTATI, Documentazione parlamentare, “Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza”, disponibile su <https://temi.camera.it/leg19/pnrr.html>

²²¹ MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA (MASE), “PNRR Roadmap”, disponibile su <https://www.mase.gov.it/pagina/pnrr/pnrr-roadmap>

energia, nonché economia, società e governance²²². Gli obiettivi generali di questa area di intervento sono finalizzati a:

- a) rendere il sistema italiano sostenibile nel lungo termine garantendone la competitività;
- b) rendere l'Italia resiliente agli inevitabili cambiamenti climatici rafforzando le infrastrutture e la capacità previsionale di fenomeni naturali e dei loro impatti;
- c) sviluppare una leadership internazionale industriale e tecnologica nelle principali filiere della transizione ecologica;
- d) assicurare una transizione inclusiva ed equa, massimizzando i livelli occupazionali e contribuendo alla riduzione del divario tra le regioni;
- e) aumentare consapevolezza e cultura su sfide e tematiche ambientali e di sostenibilità²²³.

Detto ciò, la Missione 2 del PNRR acquista valore ai fini del presente studio in quanto influisce ampiamente sulle società e sul loro livello di sostenibilità, in particolare quelle attive in settori strategici per la transizione ecologica, digitale e la crescita economica sostenibile. Gli investimenti e le riforme previste dal Piano possono influenzare le imprese sotto diversi aspetti:

- a) incentivi e finanziamenti diretti: le imprese possono beneficiare di finanziamenti e incentivi previsti per progetti di innovazione, digitalizzazione, sostenibilità ambientale, transizione energetica e formazione professionale;
- b) opportunità di appalti e progetti pubblici: le imprese hanno la possibilità di partecipare a bandi di gara per progetti finanziati dal PNRR, come ad esempio infrastrutture, mobilità sostenibile, edilizia verde, e sviluppo delle reti digitali;
- c) nuovi standard e regolamentazioni: il Piano introduce riforme che potrebbero modificare il quadro normativo per le società, ad esempio in ambito ambientale, energetico e digitale, incentivando la conformità a nuovi standard di sostenibilità;

²²² La Missione 2 (M2) è così articolata: M2C1 – economia circolare e agricoltura sostenibile; M2C2 – energia rinnovabile, idrogeno, rete e mobilità sostenibile; M2C3 – efficienza energetica e riqualificazione degli edifici; M2C4 – tutela del territorio e della risorsa idrica.

²²³ BUONFRATE A., URICCHIO A., *“Trattato breve di diritto dello sviluppo sostenibile”*, CEDAM, Padova, 2023, pag. 532.

- d) accesso al credito: il PNRR prevede strumenti per favorire il credito alle imprese, con particolare attenzione alle PMI (Piccole e Medie Imprese) e alle start-up innovative, attraverso garanzie e agevolazioni²²⁴.

Tutti questi vantaggi fanno sì che le imprese siano sempre più spinte a voler inserire nel proprio *management* una visione globale di sostenibilità aziendale, favorendo l'applicazione dei fattori ESG.

4.3 Modelli di finanza sostenibile: la società benefit

Ciò che emerge dall'analisi svolta finora è che il requisito della sostenibilità è, ormai, un elemento imprescindibile per i nuovi modelli di *business*. Ad ulteriore conferma di quanto finora illustrato, si ritiene efficace fare qualche esempio di finanza sostenibile. In particolare, si vedranno due modelli societari introdotti recentemente nel nostro ordinamento: le società benefit e le startup.

Incominciando dalle società benefit, questa forma societaria nasce negli Stati Uniti nel 2010 con il riconoscimento dello status giuridico di “*Benefit Corporation*” per quelle società aventi la finalità di produrre ricchezza e al contempo valore condiviso. Il primo paese in Europa ad introdurre questo modello è stato proprio l'Italia nel 2015, disciplinato dall'art. 1 commi 376-384 dalla Legge n. 208/2015 (c.d. “legge di stabilità”). In tali disposizioni il legislatore promuove la costituzione e la diffusione di società che, nel perseguimento delle proprie finalità lucrative, conseguono altresì finalità di beneficio comune, operando in modo sostenibile verso la società, le persone e l'ambiente²²⁵.

²²⁴ Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, disponibile su <https://www.italiadomani.gov.it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/piano-nazionale-di-ripresa-e-resilienza.html>. Sul punto anche SANTONI L., “Investimenti, innovazione e sostenibilità”, disponibile su <https://www.diritto.it/investimenti-innovazione-sostenibilita-pnrr/>.

²²⁵ Art. 1 comma 376 Legge n. 208/2015: “*le disposizioni previste dai commi dal presente al comma 382 hanno lo scopo di promuovere la costituzione e favorire la diffusione di società, di seguito denominate «società benefit», che nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse*”. Sul punto SOPRANZI M., SAGGESE E., RUSSO A., “Le Società Benefit. Principali caratteristiche giuridiche e obblighi di rendicontazione”, su <https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2024/06/IRS-2024.06.pdf>. Sull'argomento anche “Società benefit”, a cura del Consiglio Nazionale del Notariato, su <https://www.notariato.it/it/impresa/societa-benefit/>.

Qualsiasi società di persone e di capitali, già esistente o di nuova costituzione²²⁶, può essere una società benefit; non si tratta, infatti, di un nuovo tipo sociale, ma di una qualifica attribuibile a tutte le società appartenenti ai tipi societari descritti nel Codice civile dal libro V, titoli V e VI²²⁷.

L'elemento distintivo delle società benefit è, quindi, il beneficio comune inteso, secondo quanto definito dal comma 378 della L. 208/2015, come il “*perseguimento, nell'esercizio dell'attività economica, di un effetto positivo o la riduzione di un impatto negativo su una o più categorie di stakeholder*”²²⁸. Tuttavia, va precisato che la norma non si concentra nel definire specificamente quali debbono essere le finalità di beneficio comune che la società intende perseguire, bensì concede un'ampia libertà nella determinazione di tali finalità. Ruolo di spiccata rilevanza all'interno delle società benefit è ricoperto dagli amministratori, in quanto chiamati ad assumersi un livello di responsabilità fortemente ancorato a profili ESG. Al riguardo, il comma 377 dell'Art. 1 stabilisce che gli amministratori devono adottare una gestione che tenga conto non solo dell'interesse dei soci, ma anche di quello delle persone o dei gruppi potenzialmente influenzati dall'attività sociale²²⁹.

Per concludere sulle società benefit, vale la pena soffermarsi sull'istituzione di nuovi organi e funzioni dedicati esclusivamente alla gestione ed al monitoraggio delle tematiche ESG. Nell'assetto societario di una società che assume la qualifica di benefit dovranno essere nominati uno o più responsabili cui affidare il compito di monitorare il processo volto al perseguimento del beneficio comune: il/i responsabile/i d'impatto²³⁰. Le sue

²²⁶ Per le società già esistenti è richiesta una variazione statutaria o dell'atto costitutivo da comunicare e pubblicare secondo le regole civilistiche proprie di ciascun tipo di società.

²²⁷ Art. 1 comma 377 Legge n. 208/2015. Precisamente: (i) società semplice; (ii) società in nome collettivo; (iii) società in accomandita semplice; (iv) società per azioni; (v) società in accomandita per azioni; (vi) società a responsabilità limitata; (vii) società cooperative; (viii) mutue assicuratrici.

²²⁸ Art. 1 comma 378 Legge n. 208/2015. Con il termine *stakeholder* si intendono tutti quei soggetti che, per qualsiasi ragione, sono interessati all'agire aziendale. Il comma 376 dell'art. 1 fa riferimento a precise categorie di *stakeholder* quali persone, comunità, territorio, ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni. A tali categorie possono aggiungersi anche altri portatori di interesse come lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, investitori, pubblica amministrazione, future generazioni, etc.

L'allegato 5, l. n. 208 del 2015 inserisce la tutela dell'ambiente tra le finalità di beneficio comune.

²²⁹ Art. 1 comma 377 Legge n. 208/2015: “*le finalità di cui al comma 376 sono indicate specificatamente nell'oggetto sociale della società benefit e sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto*”. Questa disposizione introduce nuovi doveri per gli amministratori delle società benefit, il cui mancato adempimento può dar luogo a specifiche responsabilità previste dal Codice civile.

²³⁰ Art. 1 comma 380 Legge n. 208/2015: “*La società benefit è amministrata in modo da bilanciare l'interesse dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie indicate nel comma 376, conformemente a quanto previsto dallo statuto. La società benefit, fermo quanto*

responsabilità includono la raccolta e l'analisi dei dati sugli impatti, il processo di rendicontazione di sostenibilità e la comunicazione dei risultati raggiunti agli *stakeholder*. A ciò si collega l'obbligo, previsto dall'art.1 comma 382, di approvare annualmente una relazione, da allegare al bilancio, inerente al perseguimento delle finalità di beneficio comune di cui si dirà meglio nel capitolo successivo.

Ebbene, il modello delle società benefit rappresenta una risposta concreta alle crescenti aspettative di integrazione dei fattori ESG nelle strategie aziendali. Questo modello consente di affrontare e formalizzare in modo strutturato alcune delle tematiche chiave del dibattito ESG a livello corporate, tra cui: (i) l'inserimento di clausole altruistiche nell'oggetto sociale; (ii) il bilanciamento degli interessi degli *stakeholder*; (iii) l'obbligo di rendicontazione degli impatti²³¹.

4.3.1 Le startup

Con il termine startup, di derivazione anglosassone, si indica letteralmente “fase di partenza o di avvio di qualcosa”. In ambito economico, l'espressione è utilizzata per identificare “*un'impresa neonata a forte connotazione innovativa fondata da uno o più investitori per sviluppare un prodotto o un servizio unico e immetterlo sul mercato*”²³². Anche questo modello societario nasce negli Stati Uniti, dove, dopo la Seconda guerra mondiale, gli investimenti in ricerca e sviluppo hanno favorito la nascita di numerose piccole imprese. Tuttavia, il modello attuale si è affermato tra gli anni '70 e '80, con la *Silicon Valley* come principale motore di crescita, contribuendo alla creazione di migliaia di aziende innovative. Questo modello si è poi diffuso globalmente, dando vita a nuovi ecosistemi imprenditoriali. Secondo il *Global Startup Ecosystem Report 2023*, oggi

disposto dalla disciplina di ciascun tipo di società prevista dal Codice civile, individua il soggetto o i soggetti responsabili a cui affidare funzioni e compiti volti al perseguimento delle suddette finalità”.

²³¹ GIAKOUMELOU A., SALVI A., RANDAZZO R., “*ESG E M&A. Normativa, operazioni, premi per il controllo*”, Giuffrè, 2023, pag. 68.

²³² Dipartimento degli Affari Esteri. Ai sensi del DL 179/2012, art. 25, comma 2, una startup è una società di capitali, anche in forma cooperativa, che rispetta specifici requisiti. Deve essere un'impresa nuova o costituita da non più di cinque anni, avere residenza in Italia o in un altro Paese dello Spazio Economico Europeo con sede produttiva o filiale in Italia, e registrare un fatturato annuo inferiore a cinque milioni di euro. Inoltre, non deve essere quotata in mercati regolamentati o piattaforme multilaterali di negoziazione, né aver distribuito utili. L'oggetto sociale deve riguardare in via esclusiva o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico. Infine, la startup non deve derivare da operazioni di fusione, scissione o cessione di ramo d'azienda.

esistono oltre 290 ecosistemi che ospitano più di 3,5 milioni di startup. Inoltre, il valore dei primi 100 è raddoppiato rispetto al 2022, raggiungendo i 1.500 miliardi di dollari.

Il modello di startup è arrivato in Europa più tardi rispetto agli Stati Uniti, dove già dagli anni '80 esistevano ecosistemi consolidati. Questo ha portato a un ritardo nella regolamentazione da parte dell'UE, che ancora oggi non dispone di una normativa unica per disciplinare le startup. Nel tempo, il Parlamento e il Consiglio europeo hanno adottato diverse leggi che, seppur indirettamente, hanno influenzato il settore. Tra queste, il *Data Act*²³³ del 2023, volto a proteggere i dati commerciali e garantire trasparenza. Tuttavia, non è definita in modo completo il quadro giuridico delle startup, si riserva ai singoli Stati la regolamentazione specifica. In Italia, la disciplina di riferimento è il *D.L. 179/2012* (Legge n. 221/2012)²³⁴, che ha introdotto norme per favorire la nascita e lo sviluppo delle startup innovative. L'art. 25, comma 2, stabilisce i requisiti fondamentali, tra cui la forma giuridica (società di capitali), i limiti di fatturato (massimo 5 milioni di euro dal secondo anno) e la sede legale, che deve essere in Italia o in un Paese dello Spazio Economico Europeo con una filiale nel territorio italiano.

Ciò premesso, l'aspetto di maggiore rilevanza per il presente elaborato è il legame tra le startup e la sostenibilità aziendale. A ben vedere, si potrebbe adottare una prospettiva differente e affermare che non sono le startup ad aver bisogno della sostenibilità all'interno del loro assetto aziendale, bensì è la sostenibilità a necessitare delle startup, delle idee, nonché dei prodotti e servizi innovativi che esse sono in grado di offrire. Le startup innovative e sostenibili stanno infatti contribuendo al cambiamento sociale²³⁵ e aiutando a risolvere le urgenti sfide sociali e ambientali di oggi.

²³³ Regolamento (UE) 2023/2854 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023, recante norme armonizzate in materia di accesso e uso equo dei dati e che modifica il regolamento (UE) 2017/2394 e la direttiva (UE) 2020/1828 (legge sui dati). <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/2854/oj/eng>

²³⁴ Legge 17 dicembre 2012, n. 221 conversione, con modificazioni, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, recante ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese (G.U. n. 294 del 18 dicembre 2012, s.o. n. 208). <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/012G0244/sg>

²³⁵ GEELS F. W., SOVACOO B. K., SORREL S., “*Sociotechnical transitions for deep decarbonization. Accelerating innovation is as important as climate policy*”, Science, 2017, disponibile su <https://www.science.org/doi/10.1126/science.aao3760>

Da un'indagine sulla quota di startup sostenibili negli ecosistemi imprenditoriali²³⁶, si evince che le startup sostenibili cooperano principalmente al raggiungimento dell'Obiettivo di Sviluppo Sostenibile "Salute e benessere" introdotto dall'Agenda 2030²³⁷. Queste realtà si concentrano sull'innovazione in ambito farmaceutico e sanitario, sviluppando nuovi trattamenti e prodotti volti a migliorare la qualità della vita a tutte le età. L'elevata presenza di startup in questo settore è in parte spiegata dall'alto potenziale di guadagno delle imprese mediche e farmaceutiche, così come dalla crescente necessità di soluzioni per numerose problematiche sanitarie. Tuttavia, alcune di queste sfide restano irrisolte a causa della scarsa redditività dello sviluppo di soluzioni per mercati di nicchia. L'Obiettivo "Salute e benessere" si distingue anche per il maggior numero di sottotemi, che spaziano dall'assistenza a bambini, famiglie e anziani fino alla cura di diverse patologie.

5. Introduzione all'approccio ESG

Nel corso del presente capitolo è stato spesso menzionato l'acronimo "ESG" riferendosi ai fattori ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social, Governance*) che, se integrati, qualificano un investimento come sostenibile. Invero, nel proposito di definirne il concetto è stato detto, in sunto, che la "finanza sostenibile" può intendersi come la strategia volta ad integrare gli obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG) all'interno dei processi aziendali, con lo scopo di garantire una gestione orientata alla creazione di valore sostenibile nel tempo.

Questo approccio si basa su una prospettiva di medio-lungo termine, che considera in modo coerente non solo i rischi finanziari, come già affermato, ma anche quelli connessi alle dimensioni ambientale, sociale e di governance. Sono considerati, quindi, anche gli interessi dei vari *stakeholder*, della comunità nella sua totalità e del territorio.

In generale, i tre lemmi che compongono l'espressione "ESG" *Environmental, Social and Governance* (Ambiente, Sociale e Governance) si riferiscono rispettivamente a:

²³⁶ TIBA S., VAN RIJNSOEVER F., HEKKERT M., "Sustainability startups and where to find them: Investigating the share of sustainability startups across entrepreneurial ecosystems and the causal drivers of differences", *Journal of Cleaner Production*, 2021, disponibile su <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652621012737#sec1>

²³⁷ Per l'analisi completa degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile si rimandi al Par. 3.3. sull'Agenda 2030

- *Environmental*: tutela dell'ambiente e, quindi, a temi come il cambiamento climatico, l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, la deforestazione nonché, da ultimo, gli ecosistemi e la biodiversità;
- *Social*: preoccupazioni di carattere sociale in un senso abbastanza ampio, come quelle relative ai diritti umani, alla tutela dei lavoratori, alla parità di genere e ai rapporti con la comunità civile;
- *Governance*: pratiche di governo societario, in senso altrettanto ampio, come la scelta degli amministratori, i presidi di legalità, la prevenzione della corruzione attiva e passiva, le politiche di retribuzione, la presenza di organi competenti per questi temi²³⁸.

Premesso ciò ed esaminato in dettaglio le loro origini e le normative di riferimento, è necessario analizzare ciascuno di questi fattori singolarmente²³⁹.

5.1 Il profilo *Environmental*

Il fattore *Environmental*, nell'ambito dei tre profili ESG, come anticipato, include aspetti quali il cambiamento climatico, la riduzione delle emissioni di CO₂, l'uso di materiali riciclabili, la gestione delle risorse idriche, lo smaltimento dei rifiuti, l'utilizzo di energie rinnovabili, la tutela della biodiversità e la protezione delle specie a rischio di estinzione.

Tra i tre profili, quello ambientale si distingue per un livello di standardizzazione più elevato a livello globale, sia in termini di parametri esaminati, sia per quanto riguarda gli *standard* utilizzati per la sua misurazione. Il maggiore livello di uniformità deriva da due principali elementi: da un lato, il fattore ambientale è storicamente al centro dell'attenzione degli investitori e degli *stakeholder* aziendali, soprattutto per quanto concerne le emissioni di CO₂ e i cambiamenti climatici; dall'altro, è un criterio che può essere misurato in modo scientifico e indipendente dal contesto politico, sociale o

²³⁸ MATTARELLA B. G., “Pubblica amministrazione e fattori ESG”, *Giornale di diritto amministrativo*, 2024, disponibile su <https://onelegale.wolterskluwer.it/document/pubblica-amministrazione-e-fattori-esg/10AR0000301636ART1#TIT00002>

²³⁹ BELLINI M., “ESG: tutto quello che c'è da sapere per orientarsi su Environmental Social, Governance”, 2024, disponibile su <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>

giuridico in cui opera l'azienda. Per questa ragione vi è una maggiore convergenza nelle modalità di rendicontazione e trasparenza riguardo a questo canone²⁴⁰.

Come è stato possibile osservare nei paragrafi precedenti inerenti alle varie fonti normative, il dibattito sugli ESG è dominato proprio dal criterio ambientale, come dimostra ad esempio l'adozione di una tassonomia europea specifica²⁴¹, a differenza degli aspetti sociali e di *governance*. I parametri ambientali, insieme agli altri criteri ESG, rappresentano, quindi, un riferimento fondamentale per identificare aziende, prodotti e servizi sostenibili nei portafogli d'investimento. Ignorare l'impatto ambientale delle proprie attività espone le aziende a significativi rischi finanziari e legali, oltre a compromettere la loro reputazione e a creare insoddisfazione tra gli azionisti.

Un esempio significativo di impresa italiana che punta fortemente sul fattore ambientale è Enel S.p.A., una delle principali *utility* a livello mondiale. Enel S.p.A. si propone di integrare le misure di cambiamento climatico nelle sue politiche, strategie e pianificazione nazionali. Inoltre, mira ad aumentare considerevolmente la quota di energie rinnovabili nel consumo totale di energia.

Per realizzare ciò, si è prefissata i seguenti obiettivi:

1. sviluppo di nuova capacità da fonti rinnovabili per avere un portafoglio di generazione 100% rinnovabile entro il 2040, grazie anche all'uscita dalla generazione termica entro il medesimo anno;
2. abbandono della generazione a carbone entro il 2027 previa autorizzazione delle autorità competenti;
3. uscita dalla vendita di gas al cliente finale entro il 2040 e 100% vendite di energia coperte da fonti rinnovabili entro il 2040;
4. decarbonizzazione del mix di generazione, con il progressivo sviluppo di energia rinnovabile, avvalendosi dell'ibridazione delle rinnovabili con situazioni di

²⁴⁰ DAL FABBRO L., “ESG La Misurazione della Sostenibilità”, Rubbettino Editore, Catanzaro, 2022, pagg. 181-183. Sul punto anche GILIBERTO C., “Cambiamenti climatici: impatti sul sistema economico-finanziario e gestione del rischio”, 2024, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/cambiamenti-climatici-impatti-sul-sistema-economico-finanziario-e-gestione-del-rischio/10AR0000297250ART1?searchId=2799077745&pathId=0a2e4d4459506&offset=4&contentModuleContext=all>

²⁴¹ Trattata nel Par. 3.4 sul Regolamento UE 2020/852 “*Taxonomy Regulation*”

accumulo, e la contestuale uscita dalla produzione di energia elettrica da capacità termoelettrica²⁴².

5.2 Il profilo *Social*

Dopo aver illustrato le caratteristiche del pilastro ambientale, è importante soffermarsi sul secondo criterio che contraddistingue i fattori ESG: il *Social*. L'elemento *Social* riguarda le politiche aziendali che promuovono un impatto positivo sulle comunità locali, con particolare attenzione all'inclusività, diversità, equità, salute e sicurezza sul lavoro. Come indicato dall'Agenda 2030²⁴³, questo fattore può essere suddiviso in due principali aree:

- una dimensione interna, che concerne la gestione delle risorse umane, finalizzata a garantire pari opportunità, pratiche non discriminatorie, nonché la salute e la sicurezza dei lavoratori;
- una dimensione esterna, che si riferisce alle relazioni con le comunità locali, i partner commerciali e la società nel suo complesso. L'obiettivo è sostenere le fasce più vulnerabili della popolazione, promuovere progetti di inclusione e aggregazione, tutelare la salute dei consumatori e, più in generale, rispettare i diritti umani.

Nonostante la loro notevole incidenza sulla gestione aziendale, un articolo di JPMorgan Asset Management²⁴⁴ evidenzia come i fattori sociali siano spesso meno noti a molti investitori rispetto a quelli ambientali e di *governance*. Eppure, un'azienda che non garantisce un ambiente di lavoro sicuro e salubre rischia di avere una forza lavoro meno soddisfatta e produttiva. Allo stesso modo, comportamenti come trascurare la sicurezza dei prodotti, utilizzare pratiche di vendita eticamente discutibili o proteggere in modo

²⁴² ENEL, BILANCIO DI SOSTENIBILITÀ 2023 Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario redatta ai sensi del D.lgs. n. 254/16 Esercizio 2023, disponibile su https://www.enel.com/content/dam/enelcom/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf

²⁴³ *Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*, disponibile su <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

²⁴⁴ GRECO M., J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT, "I fattori sociali: accedere alla componente "S" dell'ESG", 2022, disponibile su <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/esg-social-factors/>

inadeguato i dati personali possono compromettere la reputazione e la *performance* aziendale nel lungo periodo, oltre al rischio di incorrere in sanzioni.

Un caso in cui il fattore Social ha giocato un ruolo cruciale per la rinomanza di una società è quello di Nestlé USA. Nel 2012 sei cittadini del Mali hanno presentato ricorso contro Nestlé USA asserendo di essere stati vittima, da bambini, della tratta di esseri umani e di essere stati trasportati illegalmente in Costa d'Avorio per lavorare nel settore della produzione del cacao, in condizioni deplorevoli²⁴⁵. La disputa legale, oltre a evidenziare una situazione critica, ha permesso a Nestlé di avviare azioni mirate al miglioramento. L'azienda ha cominciato a occuparsi del problema del lavoro minorile e forzato all'interno della propria filiera del cacao, collaborando con la *Fair Labor Association* (FLA), un'organizzazione *no-profit* che riunisce diverse parti interessate per promuovere migliori condizioni lavorative nelle catene di approvvigionamento delle grandi imprese. In seguito, basandosi sulle raccomandazioni della FLA, Nestlé ha implementato un piano d'azione finalizzato a prevenire violazioni dei diritti umani nella sua filiera produttiva²⁴⁶.

Qualche anno dopo, con la Pandemia del 2020 si è verificato il definitivo punto di rottura con questo modello di gestione aziendale, molte imprese hanno infatti prestato maggiore attenzione al capitale umano, concentrandosi su salute, benessere e ambienti di lavoro più puliti, incentivando anche supporti alla salute mentale dei lavoratori. Grazie ad una tutela più estesa, è naturale come all'interno dell'azienda si crei un ambiente più sano dove la fidelizzazione e lo sviluppo dei talenti hanno maggiori margini di crescita.

Un altro punto chiave è quello della diversità, equità e inclusione, su cui ancora si dibatte. Fra gli Obiettivi di sviluppo sostenibile previsti dall'Agenda 2030, il numero 5 chiede ad esempio di “raggiungere l'uguaglianza di genere e l'empowerment di tutte le donne e ragazze”, garantendo “alle donne la piena ed effettiva partecipazione e pari opportunità di leadership a tutti i livelli del processo decisionale nella vita politica, economica e

²⁴⁵ Corte suprema, sentenza nel caso *Nestlé USA, Inc. v. Doe et al.*, No. 19-416, 593 U.S. (2021), del 17 giugno 2021, sulla responsabilità delle società statunitensi per il lavoro minorile all'estero. https://www.cortecostituzionale.it/documenti/segnalazioni_corrente/Segnalazioni_1624265278864.pdf

²⁴⁶ NESTLÉ, “*Creating Shared Value and Sustainability Report*”, disponibile su <https://www.nestle.com/sites/default/files/2023-03/creating-shared-value-sustainability-report-2022-en.pdf>

pubblica”. Il goal 8, dedicato al concetto di lavoro dignitoso, chiede inoltre che “entro il 2030, sia raggiunta la piena e produttiva occupazione e un lavoro dignitoso per tutte le donne e gli uomini, anche per i giovani e le persone con disabilità, e la parità di retribuzione per lavoro di pari valore”. L’obiettivo 10 dedicato alle disuguaglianze, aggiunge l’ambizione di “potenziare e promuovere l’inclusione sociale, economica e politica di tutti, a prescindere da età, sesso, disabilità, razza, etnia, origine, religione, status economico o altro”.

5.3 Il profilo *Governance*

Infine, il fattore *Governance* sta assumendo un ruolo sempre più centrale nell’attenzione di investitori, clienti e *stakeholder* in generale. Questo profilo si riferisce alla struttura interna dell’impresa, nonché al modo in cui essa viene guidata e gestita. Bisogna sottolineare che il concetto di *governance* non può essere approfondito senza considerare il tema del successo sostenibile, già analizzato precedentemente²⁴⁷.

A tal proposito, per ragioni di sintesi espositiva, si richiama brevemente il significato di successo sostenibile, inteso come *la capacità di un ente di creare valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti e tenendo conto degli interessi di tutti gli stakeholder rilevanti per l’impresa*²⁴⁸. In questa prospettiva, il perseguimento di tale obiettivo è demandato all’organo di amministrazione, come espressamente previsto dalle linee guida contenute nel Codice di Corporate Governance.

Dunque, il *purpose* aziendale – e cioè il successo sostenibile – è fondamentale poiché influenza tre macro-variabili che danno sostanza all’approccio di un’impresa verso la sostenibilità: (i) la *governance* della sostenibilità; (ii) le politiche di sostenibilità; (iii) il *management* della sostenibilità. Con il termine «*governance* della sostenibilità», quindi, ci riferiamo al sistema di strutture, organi e meccanismi di governo in grado di regolare e orientare il processo decisionale del vertice aziendale verso temi di sostenibilità.

²⁴⁷ Cfr. Paragrafo 4.2 sul Codice di Corporate Governance

²⁴⁸ BONELLI A., “Codice di Corporate Governance: il ruolo dell’organo amministrativo tra sostenibilità e gestione dei rischi”, Wolters Kluwer, 2021, disponibile su <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/03/17/codice-corporate-governance-ruolo-organo-amministrativo-sostenibilita-gestione-rischi>

I meccanismi di *governance* sono sostanzialmente quattro: (a) le forme di *governance* della sostenibilità; (b) le competenze di sostenibilità del vertice aziendale; (c) il dialogo con gli *stakeholder* aziendali; (d) gli schemi di incentivazione del vertice aziendale.

Le «politiche di sostenibilità» indicano l'insieme di obiettivi, regole e iniziative definite da un'impresa per dare forma al proprio impegno e soddisfare le aspettative dei diversi *stakeholder* aziendali. Tali aspettative possono avere varia natura, ma sono universalmente raggruppate in aspettative di natura economica, sociale o ambientale. Infine, per «*management* della sostenibilità» si intende il sistema di strutture e processi organizzativi che «traducono» a livello gestionale le politiche di sostenibilità stabilite dal vertice aziendale. Ciò viene reso possibile grazie al contributo di tre elementi della struttura organizzativa: (a) il *sustainability manager*; (b) la funzione organizzativa dedicata alla sostenibilità; (c) il comitato manageriale di sostenibilità²⁴⁹. In questa sede ci si limiterà ad analizzare l'approccio della *governance* della sostenibilità.

Ebbene, la *governance* viene definita come il sistema attraverso il quale un'entità prende e attua decisioni per perseguire i suoi obiettivi²⁵⁰, scelte che incidono particolarmente sul successo sostenibile dell'impresa. I sistemi di *governance* possono seguire diversi modelli, in base alla dimensione e al tipo di organizzazione²⁵¹, oltre ad essere influenzati da svariati fattori come contesto economico, politico e ambientale in cui l'impresa opera; in ogni caso ogni *governance* costituisce di per sé una funzione chiave, fondamentale per qualsiasi tipologia di organizzazione in quanto costituisce l'elemento cruciale per consentire all'impresa di assumersi la responsabilità degli impatti delle proprie decisioni e di integrare la responsabilità sociale in tutta l'organizzazione e nelle sue relazioni²⁵².

²⁴⁹ MINCIULLO M., ZACCONE M. C., PEDRINI M., “*La governance della sostenibilità. Esperienze e sfide in atto*”, Egea, Milano, 2022, pag. 20.

²⁵⁰ ISO 26000 2020 Guida alla responsabilità sociale Par. 2.3

²⁵¹ Le aziende possono decidere di non coinvolgere il C.d.A., delegando la gestione dei temi della sostenibilità a livello manageriale. Si ha poi la forma della «Supervisione del C.d.A.», che prevede che il C.d.A. sovrintenda in forma collegiale alle tematiche di sostenibilità, ma senza un'indicazione specifica dell'oggetto di tale supervisione. Un coinvolgimento più intenso del C.d.A. si verifica, invece, quando la sostenibilità viene gestita dai comitati endoconsiliari. Secondo la forma denominata «Comitato con altra delega» un comitato preesistente con deleghe già in essere (per esempio, Comitato Controllo e Rischi) si occupa delle tematiche di sostenibilità solo per gli aspetti attinenti alle stesse deleghe. Si può parlare di «Comitato di sostenibilità» quando la delega alle tematiche di sostenibilità viene formalmente attribuita a un comitato apposito, la cui denominazione fa esplicito riferimento alla sostenibilità.

²⁵² RICCI BASSO J., “ESG: *Governance come fattore cruciale per la responsabilità sociale e lo sviluppo sostenibile*”, 2021, disponibile su <https://www.esg360.it/governance/esg-governance-come-fattore-cruciale-per-la-responsabilita-sociale-e-lo-sviluppo-sostenibile/>

Nel 2020, con l'obiettivo di fornire una guida operativa per tutti i modelli di *governance*, indipendentemente dalla loro dimensione, settore o localizzazione, l'ISO/TMBG *Technical Management Board* ha pubblicato la seconda edizione della ISO 26000 sulla Responsabilità Sociale delle Imprese. La normativa si concentra su principi basilari della responsabilità sociale, sul coinvolgimento degli *stakeholder*, sui temi e aspetti specifici della responsabilità sociale, e su come integrare comportamenti responsabili nella *governance*. Tra i sette temi fondamentali della responsabilità sociale²⁵³, quello della *governance* è considerato cruciale, in quanto un sistema di governo efficace consente all'ente di intraprendere azioni consapevolmente in linea con i principi di responsabilità sociali, quali

- a. la trasparenza: l'ente deve comunicare in modo chiaro e completo le proprie *performance* ESG, rendendo disponibili informazioni dettagliate sul proprio impatto sociale e ambientale;
- b. il comportamento etico: porre in atto sistemi di controllo interno efficaci per prevenire conflitti di interesse, la corruzione, la frode e altre condotte illecite, basando i propri comportamenti su valori quali onestà, equità ed integrità;
- c. responsabilità di rendere conto (*accountability*): gli organi di amministrazione e controllo sono responsabili della definizione e della motivazione della strategia di sostenibilità adottata dall'organizzazione e dei relativi impatti;
- d. relazioni con gli *stakeholder*: l'organizzazione dialoga in modo trasparente e coinvolgente con gli investitori, informandoli sulle proprie *performance* ESG e sulle prospettive future, tenendo conto dei loro interessi;
- e. principio di legalità e delle norme internazionali di comportamento: l'organizzazione deve rispettare le prescrizioni legali in tutte le giurisdizioni nell'ambito delle quali opera;

²⁵³ I temi fondamentali della responsabilità sociale sono: *governance*; diritti umani; rapporti e condizioni di lavoro; ambiente; corrette prassi gestionali; aspetti specifici relativi ai consumatori; coinvolgimento e sviluppo della comunità.

- f. diritti umani: il sistema di *governance* deve rispettare i diritti definiti nella Carta internazionale dei diritti umani e riconoscerne l'importanza e l'universalità²⁵⁴.

Stabilire i principi che guideranno la *governance* e le decisioni dell'organizzazione rappresenta solo il primo passo per integrare in modo efficace la responsabilità sociale nelle pratiche quotidiane. La ISO, infatti, suggerisce che la *governance* determini le priorità per questa integrazione, assicurandosi di coinvolgere gli *stakeholder*, e raccomanda di procedere in modo strutturato, definendo un piano chiaro con tempi, modalità e pratiche per l'attuazione dell'integrazione²⁵⁵.

Già citata come modello di impresa sostenibile nel paragrafo dedicato al profilo ambientale²⁵⁶, Enel S.p.A. è un esempio di società italiana che ha implementato con successo la propria *governance* sostenibile adottando diverse *best practices*²⁵⁷ in materia. Innanzitutto, come modello di organizzazione ha scelto di istituire un Comitato per la Sostenibilità che risponde direttamente al C.d.A. e monitora le *performance* in ambito ESG; il comitato si occupa di definire gli obiettivi sostenibili dell'azienda e implementare politiche ambientali e sociali, gestire i rischi legati a queste tematiche. Poi, oltre gli obiettivi ambiziosi per combattere il cambiamento climatico, già affrontati nella giusta sede, Enel S.p.A. pubblica annualmente il suo Bilancio di Sostenibilità redatto secondo gli *standard* internazionali GRI (Sustainability Reporting Standards²⁵⁸) garantendo trasparenza e rendicontazione. La società adotta una *governance* partecipativa, in quanto coinvolge tutti gli *stakeholder* nei suoi processi decisionali e attenta alle politiche di diversità ed inclusione, poiché, tra le varie iniziative, si impegna ad aumentare la parità di genere, garantendo pari opportunità per tutti i dipendenti.

²⁵⁴ ISO 26000 2020 Guida alla responsabilità sociale Cap. 4.

²⁵⁵ ISO 26000 2020 Guida alla responsabilità sociale Cap. 7 pag. 87.

²⁵⁶ Cfr. Par. 5.1

²⁵⁷ Con il termine "*best practices*" si intende l'insieme delle attività (procedure, comportamenti, abitudini ecc.) che, organizzate in modo sistematico, possono essere prese come riferimento e riprodotte per favorire il raggiungimento dei risultati migliori in ambito aziendale.

²⁵⁸ Gli Standard GRI, pubblicati nel 2021 e in vigore dal 1° gennaio 2023, rappresentano le buone pratiche per la reportistica pubblica in merito a una gamma di impatti economici, ambientali e sociali. La rendicontazione di sostenibilità basata sugli standard fornisce informazioni sui contributi positivi o negativi di un'organizzazione allo sviluppo sostenibile.

6. I rischi legati ai fattori ESG

Una volta esaminati in dettaglio i tre profili ESG, è necessario approfondire, in ordine, i rischi e i benefici connessi alla loro integrazione. In generale, per “rischi ESG” si intendono le potenziali problematiche derivanti dai fattori ambientali, sociali e di *governance* che potrebbero avere un impatto negativo sul successo finanziario e sulla gestione strategica di un’impresa.

Più nello specifico, gli effetti degli eventi fisici e la necessaria transizione – ecologica e normativa – verso un’economia a basse emissioni di carbonio, più efficiente nell’uso delle risorse e sostenibile, stanno influenzando sempre più il settore finanziario. Inoltre, fattori sociali, quali i diritti umani, la salute e le condizioni di lavoro, insieme a fattori di *governance*, come la qualità della *leadership* esecutiva e il rischio di corruzione, possono avere ripercussioni finanziarie dirette sulle controparti bancarie e sugli *asset* investiti, rappresentando fonti di rischio che non possono essere sottovalutate²⁵⁹.

Partendo dai rischi connessi ai cambiamenti climatici e alle problematiche ambientali, essi sono molteplici e possono avere effetti devastanti su un’impresa. Catastrofi naturali come alluvioni, periodi di siccità o incendi boschivi, derivanti dal cambiamento climatico, possono arrecare danni ingenti alle infrastrutture aziendali, causare rallentamenti nella produzione e interrompere la continuità della catena di approvvigionamento. Inoltre, la crescente domanda di risorse naturali, unita a un utilizzo non sostenibile delle stesse, può generare una maggiore volatilità nei prezzi delle materie prime e limitare l’accesso a queste risorse fondamentali, con conseguente aumento dei costi e intensificazione delle pressioni ambientali. Anche l’emissione di gas serra, più volte ricordata, costituisce un fattore di rischio rilevante, in quanto contribuisce al surriscaldamento globale e rischiano di incorrere in costi aggiuntivi derivanti dall’introduzione di normative più severe o da sanzioni per il mancato rispetto degli obiettivi di riduzione delle emissioni. Infine, le modifiche alle normative ambientali, come la recentissima CSDDD²⁶⁰, possono

²⁵⁹ GILIBERTO C., “Nuova finanza: investimenti sostenibili e fattori ESG”, 2024, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/nuova-finanza-investimenti-sostenibili-e-fattori-esg/10AR0000301063ART1?searchId=2802095546&pathId=a3485bd1d04a8&offset=27&contentModuleContext=all>

²⁶⁰ Direttiva (UE) 2024/1760 “*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*” relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, cfr. Par. 3.6.

comportare oneri economici aggiuntivi, quali sanzioni pecuniarie o la necessità di adattarsi a quanto stabilito dalle nuove disposizioni legislative.

Una breve menzione spetta al fenomeno – sempre più ricorrente – del *greenwashing*, che si manifesta quando un ente presenta al consumatore progetti o prodotti più sostenibili di quanto siano in realtà. Più precisamente, nel settore finanziario il *greenwashing* è dire o fare cose che non riflettono in modo chiaro e corretto il profilo di sostenibilità di un ente (chi crea, emette o distribuisce prodotti finanziari come banche, società d'investimento, compagnie assicurative), un prodotto finanziario (azioni, obbligazioni, prestiti, assicurazioni) o un servizio finanziario (come la consulenza). È una pratica che può essere fuorviante per i consumatori, gli investitori e gli altri partecipanti al mercato, su cui l'UE sta mettendo a punto nuove regole e controlli per garantire una tutela adeguata²⁶¹.

Proseguendo con i rischi sociali, come si è già detto, incidono particolarmente sulla reputazione e sulla stabilità finanziaria dell'impresa. Le violazioni dei diritti umani, come la discriminazione, lo sfruttamento o condizioni di sicurezza inadeguate sono tutte cause di danno all'immagine dell'ente, che comportano gravi implicazioni legali²⁶². Un altro possibile rischio collegato a cattive politiche aziendali riguarda la collaborazione con fornitori che non rispettano gli *standard* etici o di responsabilità.

In ultimo, i rischi legati ad una *governance* inadeguata sono molteplici. Nel paragrafo precedente si è già evidenziato come una cattiva gestione, la presenza di conflitti di interesse e la mancanza di trasparenza minano la fiducia degli investitori e degli altri *stakeholder*, compromettendo la reputazione e la stabilità finanziaria dell'azienda. Inoltre, attività illecite come la corruzione e la frode all'interno dell'organizzazione espongono

²⁶¹ Definizione elaborata dalle attività che vigilano sul settore finanziario dell'Unione europea (le *European Supervisory Authorities, ESAs*). Sul punto Banca d'Italia in <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/che-cos-il-greenwashing-e-come-ci-inganna/?dotcache=refresh> e CRESCENZO D., “*I rischi penali del greenwashing e la compliance ESG*”, 2025, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/i-rischi-penali-del-greenwashing-e-la-compliance-esg/10AR0000301709ART1?searchId=2800535392&pathId=005dd1764819c&offset=4&contentModuleContext=all>

²⁶² Si prenda ad esempio il caso *Nestlé USA, Inc. v. Doe et al.*, No. 19-416, 593 U.S. (2021) citato al par. 5.2.

l'impresa a sanzioni legali significative e a una perdita di reputazione, con impatti negativi sia sul piano economico che operativo²⁶³.

7. I benefici dei fattori ESG

Nel presente studio si è ampiamente discusso del piano europeo volto ad una transizione ecologica progressiva. Tuttavia, la crescita degli investimenti sostenibili è supportata non solo dalla spinta dell'Unione Europea, ma altresì dalla ricerca di profili di rischio-rendimento stabili. Sebbene la letteratura non sia unanime, diversi studi²⁶⁴ dimostrano come le aziende con buone *performance* in ambito di sostenibilità riescono a sovraperformare rispetto alle aziende con valutazioni più scarse e a garantire un rapporto rischio-rendimento più stabile con una maggiore capacità di mitigare rischi e impatti esogeni²⁶⁵. Ebbene, giunti a questo punto dell'elaborato ed esaminati i possibili rischi legati ai fattori ESG, risulta opportuno giungere ad una valutazione complessiva dei vantaggi derivanti dall'adozione di questi pilastri della finanza sostenibile finora esaminati.

Per un'impresa investire nella sostenibilità significa:

- a. riduzione dei costi connessi alla riduzione dei rifiuti e del consumo di energia: numerose organizzazioni si sono imposte l'obiettivo di produrre zero rifiuti in discarica, investendo per l'efficientamento energetico, sostituendo impianti obsoleti e adottando tecniche innovative;
- b. differenziarsi nel mercato: le aziende e le comunità sono sempre alla ricerca di modi per differenziarsi dalla concorrenza. La sostenibilità, infatti, finché non diventa pratica standard, può rappresentare un modo per distinguere la propria organizzazione;

²⁶³ Governance finanziaria, disponibile su <https://www.wolterskluwer.com/it-it/solutions/cch-tagetik/glossary/financial-governance#:~:text=Una%20governance%20finanziaria%20inadeguata%20comporta,fiducia%20da%20parte%20degli%20stakeholder>.

²⁶⁴ Banca d'Italia, LANZA A., BERNARDINI E., FAIELLA I., “*Mind the gap! Machine learning, ESG metrics and sustainable investment*”, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0561/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>

²⁶⁵ GIANI F., MIGLIORINI C., DAL POZZO E., GROSSO G., “*Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale*”, pubblicato su Edicola Fisco, 2022, pagg. 94-99.

- c. anticipare le norme future: adottare pratiche sostenibili aiuta l'impresa a rispettare le normative ambientali, sociali e di *governance* in continua evoluzione. Essere proattivi nell'adeguarsi a leggi e regolamenti previene il rischio di incorrere in sanzioni, multe o contenziosi legali;
- d. creare nuovi prodotti o processi innovativi: anche in questo caso la sostenibilità può incentivare lo sviluppo di nuovi prodotti o processi garantendo all'impresa un profilo rivoluzionario;
- e. aprire nuovi mercati: in alcuni settori, come quello dell'energia, dell'agricoltura o dei prodotti di consumo, l'accesso a determinati mercati è regolato da criteri di sostenibilità. Un'impresa che adotta pratiche responsabili può accedere più facilmente a questi mercati o contratti pubblici che premiano comportamenti virtuosi;
- f. attirare e trattenere i migliori dipendenti: molti dei dipendenti di oggi preferiscono lavorare in ambienti lavorativi che condividono i loro valori. Inoltre, la sostenibilità può suscitare un senso di passione tra i dipendenti che difficilmente può essere raggiunto con altre iniziative di cambiamento organizzativo.
- g. migliorare la vostra immagine presso gli azionisti e l'opinione pubblica: come già detto in tema di *governance*, un sistema organizzativo improntato alla sostenibilità può mettere in posizione di avanguardia l'impresa;
- h. ridurre il rischio legale e i costi assicurativi: adottare una gestione sostenibile dei diritti dei lavoratori, della diversità e dell'inclusione aiuta a prevenire conflitti legali legati a discriminazione, sicurezza sul lavoro e altre problematiche relative ai diritti umani²⁶⁶.

8. Prospettive future

Alla luce di quanto esposto nei paragrafi precedenti, è evidente come l'integrazione degli aspetti di natura ambientale, sociale e di *governance* (ESG) stia assumendo un ruolo sempre più centrale nel processo di investimento, favorendo così l'innovazione e la crescita della finanza sostenibile. Quest'ultima, infatti, applica il concetto di sviluppo sostenibile alle attività finanziarie, con l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo

²⁶⁶ BOTTI A., FELICI G., PETA M., SANTORI F., VALLA V., “SOSTENIBILITÀ E VALORE ESG. Strategie per professionisti e imprese”, Maggioli Editore, 2023, pagg. 295-299.

indirizzando i capitali verso settori, progetti e iniziative funzionali alla transizione dell'economia verso modelli più sostenibili, integrando l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo societario²⁶⁷.

Oltretutto, è innegabile che il cambiamento climatico stia ponendo sfide di portata globale per l'intera comunità internazionale. L'Europa, in particolare, con diversi provvedimenti ha posto la lotta al cambiamento climatico al centro della sua agenda, riconoscendo che le aziende non possono più limitarsi al soddisfacimento dei portatori di capitale, gli *shareholder*, ma debbano considerare tutti i partecipanti all'attività aziendale, ovvero gli *stakeholder*. Non si tratta, quindi, solo di cercare rendimenti economici immediati, ma di investire in un futuro prospero e responsabile per tutte le parti interessate.

In questo contesto, la valutazione della *performance* aziendali non potrà più essere circoscritta alla sostenibilità nella dimensione economico-finanziaria delle scelte aziendali, ma dovrà considerarne anche la sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (ESG)²⁶⁸.

Sebbene i risultati ottenuti finora siano significativi, è fondamentale considerare come evolveranno nei prossimi anni. Dal punto di vista normativo, in particolare, l'Autorità Europea degli Strumenti e dei Mercati Finanziari (ESMA) ha recentemente rilasciato un'"Opinion"²⁶⁹ riguardante l'efficacia del quadro normativo europeo sulla finanza sostenibile. In essa, ESMA evidenzia i significativi progressi realizzati negli ultimi anni nella costruzione di tale *framework*, con il completamento della maggior parte delle iniziative normative ad esso connesse. Secondo l'Autorità, il quadro normativo, pur essendo già ben sviluppato con importanti misure contro il *greenwashing*, tema affrontato in materia di rischi legati ai fattori ESG (par. 6), possa e debba essere rafforzato. In

²⁶⁷ BOTTANI P., "Sustainability-Linked Bond: anche la finanza innova e ricerca la sostenibilità", 2024, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/sustainability-linked-bond-anche-la-finanza-innova-e-ricerca-la-sostenibilita/10AR0000297244ART1?searchId=2804855449&pathId=9919d831c0973&offset=8&contentModuleContext=all>.

²⁶⁸ TAMI A., "Sostenibilità: utopia o target?", 2024, disponibile su <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/sostenibilita-utopia-o-target-possibile/10AR0000299411ART1?searchId=2804843529&pathId=dfdfa133c0843&offset=3&contentModuleContext=all#TIT00012>.

²⁶⁹ ESMA, "Opinion. Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term", disponibile su [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587 Opinion on the functioning of the Sustainable Finance Framework.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587%20Opinion%20on%20the%20functioning%20of%20the%20Sustainable%20Finance%20Framework.pdf)

particolare, l'ESMA suggerisce alla futura Commissione di rendere la Tassonomia l'unico punto di riferimento per la valutazione della sostenibilità²⁷⁰, incorporandola in tutta la legislazione sulla finanza sostenibile. Tra le altre misure che l'ESMA segnala da introdurre e/o rafforzare, si sottolineano quelle a supporto della transizione e quelle finalizzate a migliorare la trasparenza²⁷¹ e la qualità²⁷² dei dati ESG²⁷³.

²⁷⁰ Capitolo 4 dell'Opinion dell'ESMA. Sulla Tassonomia si concentra l'intero paragrafo 3.4 dell'elaborato.

²⁷¹ Capitolo 6 dell'Opinion dell'ESMA.

²⁷² Capitolo 8 dell'Opinion dell'ESMA.

²⁷³ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, “*Prospettive future per la finanza sostenibile e reporting di sostenibilità. Pubblicato il report ESMA sul quadro normativo per la finanza sostenibile. Presentato il report EFRAG sull'implementazione degli ERS*”, 2024, <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/ffs-prospettive-future-finanza-sostenibile.htm>.

CAPITOLO 3: L'IMPATTO DEI FATTORI ESG NELLE OPERAZIONI DI M&A

1. Premessa

Le operazioni di M&A rappresentano uno strumento strategico per le imprese, consentendo loro di evolversi, innovare e crescere in un ambiente economico in costante evoluzione. Ma vi è di più. L'orizzonte delle operazioni di M&A si sta ampliando oltre le tradizionali logiche finanziarie e competitive, mediante il perseguimento di finalità legate anche alla sostenibilità. In questo contesto, i fattori ESG assumono un ruolo centrale, configurandosi come elementi chiave nella valutazione degli investimenti e nella definizione delle strategie aziendali²⁷⁴. Sulla base di diversi *report* e studi riguardanti tale connessione, il presente capitolo si propone di analizzare quale sia la relazione tra i fattori ESG e le operazioni di M&A. Al fine di avvalorare tali considerazioni, verrà approfondito, quale esempio concreto di integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A, il caso dell'acquisizione del gruppo ReLife da parte di F2i Fondi Italiani per le infrastrutture SGR S.p.A. ("F2i"); in particolare, tale caso mostra utilmente come i fattori ESG stiano influenzando in modo crescente le operazioni di M&A. L'operazione appare di particolare interesse in quanto non solo risponde alle logiche finanziarie, competitive e più in generale al ventaglio di finalità tradizionalmente perseguite dalle società nell'ambito delle operazioni di M&A, bensì è anche ispirata dalla volontà di investire in un settore strategico per la transizione ecologica, ossia quello dell'economia circolare²⁷⁵ e della gestione sostenibile dei rifiuti. In altri termini, in un'ottica di sostenibilità, l'investimento in un settore strategico di questa portata non pare costituire un mero

²⁷⁴ BROWNSTEIN R. A., LU C. X.W., "*ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation*", THE HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE, 2022, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/24/esg-and-ma-in-2022- from-risk-mitigation-to-value-creation/>

²⁷⁵ L'economia circolare è un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo. Una volta che il prodotto ha terminato la sua funzione, i materiali di cui è composto vengono infatti reintrodotti, laddove possibile con il riciclo. Così si possono continuamente riutilizzare all'interno del ciclo produttivo generando ulteriore valore. I principi dell'economia circolare contrastano con il tradizionale modello economico lineare, fondato invece sul tipico schema "estrarre, produrre, utilizzare e gettare". Il modello economico tradizionale dipende dalla disponibilità di grandi quantità di materiali ed energia facilmente reperibili e a basso prezzo. Definizione del Parlamento europeo <https://www.europarl.europa.eu/topics/it/article/20151201STO05603/economia-circolare-definizione-importanza-e-vantaggi>

“effetto collaterale” o comunque “irrilevante” dell’operazione, bensì una delle ragioni principali, se non il principale motivo che determina la sua realizzazione. L’analisi di questo caso consente, dunque, di mostrare come, in concreto, l’integrazione dei criteri ESG nelle operazioni di M&A non costituisca semplicemente un elemento accessorio o eventuali di tali operazioni, bensì possa diventare parte integrante di una strategia di investimento, influenzandone le relative decisioni. Evidenziata la correlazione tra i fattori ESG e le operazioni di M&A, a fronte anche del caso pratico, l’elaborato si pone l’obiettivo di esaminare se e come tali fattori modifichino i processi di selezione e valutazione delle società *target*²⁷⁶, nonché evidenziandone le principali differenze rispetto ai modelli tradizionali.

In particolare, verranno approfonditi quattro aspetti fondamentali. Il primo aspetto riguarda all’evoluzione del modello di *due diligence*, che si arricchisce di nuovi parametri di analisi volti a misurare la sostenibilità dell’azienda oggetto di acquisizione, non solo dal punto di vista economico-finanziario, ma anche sotto il profilo ambientale, sociale e di *governance*²⁷⁷; il secondo aspetto è relativo al *rating* ESG, strumento in grado di fornire un punteggio indicativo del profilo di sostenibilità di un’impresa o di uno strumento finanziario, valutandone l’impatto sulla società e sull’ambiente e l’esposizione ai rischi ambientali²⁷⁸. Il terzo aspetto attiene al *pricing*, che rappresenta la traduzione concreta in termini di quantificazione di rendimento economico-finanziario del valore ESG emerso in fase di *due diligence*. Infine, il quarto aspetto riguarda il cambiamento nel rapporto tra azionisti e *stakeholder*: la crescente attenzione agli aspetti ESG impone infatti un dialogo più ampio e strutturato con tutte le parti interessate, contribuendo a ridefinire le priorità strategiche e a rendere le operazioni di M&A sempre più orientate verso una crescita

²⁷⁶ MCGUIRE F. A., BURTON T. R., “*ESG Considerations in M&A Transactions*”, Mintz, 2022, disponibile su <https://www.mintz.com/insights-center/viewpoints/2871/2022-10-13-esg-considerations-ma-transactions>. V. anche COLOSIMO C., “*The growing importance of ESG and How it affects M&A transactions*”, in “*The journal of impact and ESG investing*”, 2024, disponibile su <https://www.pmr-research.com/content/pmrjesg/4/3/37>

²⁷⁷ Durante il processo di *due diligence*, infatti, le imprese devono valutare con maggiore attenzione il rispetto delle normative ESG da parte della società *target*, per evitare di ereditare passività legali o reputazionali derivanti da pratiche non conformi.

²⁷⁸ REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/11/19/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-greenlights-new-regulation/>

sostenibile e responsabile. Infine, verranno espone delle considerazioni sui rischi e i benefici che possono derivare da questa integrazione.

2. Oltre la finanza: come l'ESG ridefinisce il mondo delle fusioni e acquisizioni

Prima di esaminare dettagliatamente l'impatto dei fattori ESG nelle operazioni di M&A, appare utile guardare alcuni dati per comprendere, in generale, quale sia stata negli ultimi anni l'evoluzione delle operazioni di M&A e, dunque, definire il contesto ed i presupposti della presente indagine. Dopo la crisi scaturita dalla pandemia da Covid-19, il mercato delle fusioni e acquisizioni in Italia ha registrato una costante espansione²⁷⁹. Secondo un *report* di Ernst & Young²⁸⁰ sull'andamento delle operazioni di M&A, il 2024 si è chiuso con un totale di 1.365 *deals*, in aumento del 13% rispetto alle 1.210 registrate nel 2023. Questa tendenza evidenzia come le operazioni di M&A rappresentino per le imprese sempre di più un'opportunità di crescita e trasformazione dei modelli di *business*²⁸¹. Secondo Generali S.p.A., basandosi sul rapporto 2021 Insurance M&A Outlook di Deloitte²⁸², “*tra i fattori che stanno trainando le attività di M&A a livello globale, la digitalizzazione e gli ESG (Environmental, Social and Governance) stanno diventando sempre più parte integrante delle decisioni di investimento per aumentare la resilienza delle aziende*”²⁸³. In realtà, questa relazione era già stata dedotta nel 2015, quando autori come Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen avevano analizzato oltre 2.000 studi empirici condotti dagli anni Settanta, e avevano evidenziato che circa il 90% di queste ricerche aveva riscontrato una relazione non negativa tra i criteri ESG e la *performance* delle imprese, con la maggioranza che riportava risultati positivi e stabili

²⁷⁹ GENERALI, “*M&A sostenibili: il valore dei fattori ESG*”, disponibile su <https://www.generali.com/it/info/discovering-general/all/2021/Sustainable-M-and-A-the-value-of-ESG>

²⁸⁰ DAVIDDI M., EY, “*Report M&A 2024*”, 2025, disponibile su https://www.ey.com/it_it/newsroom/2025/01/ey-ma-barometer-review-2024-preview-2025

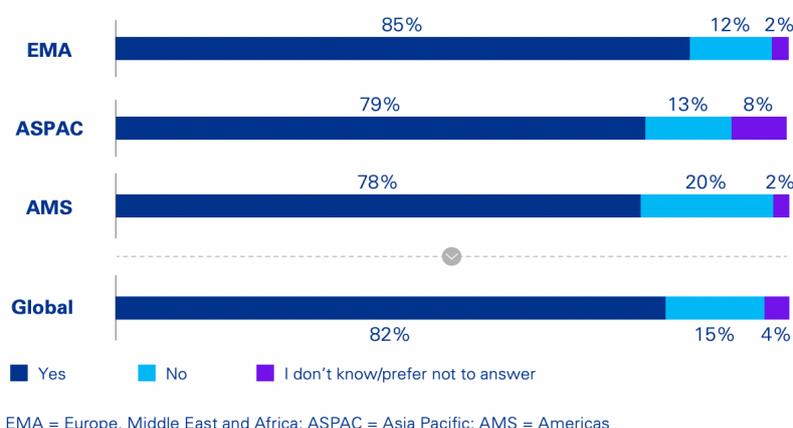
²⁸¹ Da un'analisi dei principali settori *target* svolta da KPMG, il 2024 ha visto come protagonisti Technology, Media & Telecom (TMT), Energy & Utilities e Financial Services che rappresentano il 65% del controvalore del mercato M&A italiano. Si veda il comunicato KPMG, “*Mercato M&A in Italia nel 2024: volumi record con oltre 1.360 operazioni per 73 miliardi di valore*”, 2025, disponibile su <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/12/mercato-m-a-in-italia-nel-2024--volumi-record-con-oltre-1-360-op.html>

²⁸² Deloitte, “*2021 insurance M&A outlook. Poweing through disruption*”, disponibile su <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-2021-insurance-ma-outlook.pdf>

²⁸³ *Ibid.* supra nota 6

nel tempo²⁸⁴. A riprova di ciò, un ulteriore e più recente studio viene offerto da KPMG²⁸⁵, che ha condotto un sondaggio che ha coinvolto più di 600 *dealmaker* operanti nel mondo delle operazioni straordinarie tra investitori aziendali, investitori finanziari e finanziatori delle attività di M&A, nelle Americhe (AMA), nell'Europa, Medio Oriente e Africa (EMA) e nell'Asia Pacifica (ASPAC). Lo studio aveva l'obiettivo di comprendere come le tematiche ESG influenzino le loro transazioni di fusione e acquisizione. Dai sondaggi è emerso che 4 *dealmakers* su 5 hanno affermato che le considerazioni ESG sono all'interno delle loro agende di investimento. Questa tendenza è riscontrata nell'EMA con l'85% degli intervistati favorevoli all'ESG, nell'AMS con il 78%, e nell'ASPAC con il 79%. Globalmente si registra un impegno nell'integrazione ESG dell'82%²⁸⁶. “*La lente ESG sta diventando sempre più importante per gli investitori e i clienti.*”, afferma Craig Mennie, Global Head of Transaction Services presso KPMG Australia²⁸⁷. Vi è, quindi, una progressiva tendenza ad incorporare le considerazioni ESG nel programma di fusioni e acquisizioni degli investitori.

Figura n. 6: le considerazioni ESG nell'agenda di M&A²⁸⁸



²⁸⁴ FRIEDE G., BUSCH T., BASSEN A., “*ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*”, in Journal of Sustainable Finance&Investment, Vol. 5, pagg. 210-233, 2015. Disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610

²⁸⁵ KPMG, “Global ESG due diligence study 2024. Moving from risk to value creation”, 2024, pag. 5, disponibile su <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2024/07/esg-due-diligence.pdf>

²⁸⁶ KPMG, “Global ESG due diligence study 2024. Moving from risk to value creation”, 2024, pag. 6, disponibile su <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2024/07/esg-due-diligence.pdf>

²⁸⁷ *Idem*

²⁸⁸ *Idem*

I risultati dei report e degli studi sopracitati evidenziano – giustappunto – il ruolo cruciale che le considerazioni ESG stanno svolgendo nelle strategie di fusione e acquisizione e la crescente consapevolezza degli investitori riguardo a tali fattori nell’ambito delle transazioni economiche²⁸⁹. Pertanto, l’integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A rappresenta un cambiamento strutturale nel modo in cui gli investitori e gli operatori del settore valutano le opportunità di acquisizione e fusione. Tradizionalmente, le operazioni di M&A erano guidate quasi esclusivamente da metriche finanziarie e industriali, ma negli ultimi anni si è diffusa la consapevolezza che la sostenibilità rappresenti un elemento da considerare attentamente durante i processi di investimento o trasformazione della società, come nel caso delle operazioni di M&A. Adesso, invece, sempre più investitori istituzionali e fondi di *private equity* – come nel caso pratico che si approfondirà in seguito – considerano la sostenibilità non solo come un requisito etico, ma come un indicatore fondamentale della resilienza²⁹⁰ dell’impresa e della sua competitività a lungo termine²⁹¹.

2.1 I nuovi parametri nelle fasi di selezione e valutazione

A questo punto, è logico domandarsi da quali punti di vista i fattori ESG stiano assumendo un ruolo sempre più rilevante nei processi di M&A. Ebbene, nel contesto delle operazioni di M&A, i fattori ESG in particolare sono diventati parametri chiave sia nella fase di selezione che nella valutazione strategica delle società *target*²⁹². L’attenzione dell’investitore si concentra sulla capacità di un’azienda di adattarsi alle nuove regolamentazioni ambientali, sulla solidità della sua *governance* e sul suo impatto sociale; dunque, su tutti gli elementi che possono influenzare direttamente la sua *performance* economica e il suo valore di mercato.

²⁸⁹ GAETANI A., BALSANI C., MINERVINI A., “Integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A e nell’accesso al credito dell’azienda”, Il Sole 24 Ore, estratto da Edicola Fisco, 2023, pagg. 103-108.

²⁹⁰ Con il termine “resilienza” si intende la capacità dell’impresa di anticipare, adattarsi e rispondere efficacemente ai rischi e alle opportunità legate ai fattori ESG, garantendo la sostenibilità del proprio modello di business nel lungo periodo

²⁹¹ *Idem* Questa tendenza, supportata da evidenze empiriche che verranno approfondite nei paragrafi seguenti, si basa sulla convinzione che migliori performance ESG possano favorire rendimenti finanziari più elevati nel medio-lungo periodo, contribuendo al contempo alla mitigazione dei rischi.

²⁹² BELLUCO I. A., TRANI V., “I fattori ESG quali parametri di valutazione delle operazioni di M&A”, in “Non solo diritto bancario”, 2024, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/i-fattori-esg-quali-parametri-di-valutazione-delle-operazioni-di-ma/>

In particolar modo, gli aspetti che risultano innovati, e che verranno approfonditi nel presente capitolo, sono:

- a. *La fase di due diligence*: il tema della *due diligence* è già stato esaminato quando si è affrontata l'analisi del processo di acquisizione²⁹³, ma come sostenuto da Ernst & Young “*nel corso degli ultimi anni è notevolmente aumentato il numero di deal/operazioni che hanno previsto una attività specifica di due diligence sulle tematiche di sostenibilità*”²⁹⁴. A tale fase è ora attribuita la funzione di: i) indentificare i rischi e le opportunità ESG²⁹⁵, comprendendo gli impatti ambientali, sociali e di governance di un'organizzazione o impresa e alla *governance*; ii) prevenire responsabilità legali e reputazionali, garantendo la conformità normativa e riducendo così il rischio di sanzioni o contenziosi; e iii) valutare la sostenibilità aziendale, assicurandosi che l'organizzazione sia allineata agli standard e alle aspettative ESG del mercato²⁹⁶.
- b. *L'adozione del rating ESG*: è ormai imprescindibile svolgere un'ulteriore indagine, all'interno della *due diligence*, sulla *performance* di sostenibilità della *target*, che va dall'analisi delle strategie interne di *Corporate Social Responsibility (o CSR)*²⁹⁷ alla valutazione ESG effettuata da agenzie di *rating* esterne²⁹⁸ che certificano, attraverso l'attribuzione di un punteggio (c.d. *score ESG*), il *commitment* e l'allineamento delle strategie aziendali rispetto ai fattori ambientali, sociali e di *governance*, nonché la loro *compliance* alle normative in materia di sostenibilità²⁹⁹.

²⁹³ Cfr. Cap. 2, Par. 6.2.2

²⁹⁴ GIACOMELLI R., “*Due diligence di sostenibilità*”, https://www.ey.com/it_it/services/ey-private/sustainability/due-diligence-sostenibilita

²⁹⁵ Cfr. Cap. 2, Paragrafi 6 e 7

²⁹⁶ PAPINI L., “*Due diligence ESG, come condurla e cosa valutare: una guida pratica*”, 2024, disponibile su <https://www.diritto.it/due-diligence-esg-condurla-valutare-guida-pratica/#block-37d2499f-1c37-4bc0-b2b5-485081d7f3fc>

²⁹⁷ Con strategie interne di CSR ci si riferisce a pratiche comportamenti che un'impresa adotta volontariamente, tenuto conto del contributo che la propria attività fornisce alla qualità dell'ambiente e al benessere sociale, prestando attenzione ai rapporti con i propri collaboratori, clienti, fornitori, partner, etc. L'impresa agisce in modo socialmente responsabile nella convinzione di ottenere dei risultati che possano arrecarle benefici e vantaggi.

²⁹⁸ Le principali agenzie per la valutazione delle performance ESG sono Bloomberg ESG Data Services, Sustainalytics, ESG Risk Ratings, JUST Capital, MSCI, Refinitiv, Dow Jones Sustainability Index Family e RepRisk.

²⁹⁹ *Ibid. supra* nota 292

- c. *Il pricing*: rappresenta la traduzione concreta in termini di quantificazione di rendimento economico-finanziario del valore ESG emerso in fase di *due diligence*³⁰⁰. Nonostante le metriche per valutare l'impatto ESG sul valore di un'operazione di M&A siano ancora in fase di sviluppo e complesse da elaborare, ricerche di mercato³⁰¹ indicano che esiste una correlazione diretta tra il valore ESG di un'azienda e il premio di acquisizione³⁰².
- d. *rapporto con gli stakeholder*³⁰³: il coinvolgimento degli *stakeholders* assume un rilievo non indifferente per un'impresa in quanto permette alla stessa di comprendere meglio le necessità dei portatori di interesse, facilitando l'instaurazione di relazioni basati su fiducia e credibilità. In questo modo, l'impresa può ottimizzare risorse ed energie in modo più efficace e, allo stesso tempo, può migliorare la propria reputazione. Tale strategia comporta un altro vantaggio e cioè quello di identificare in anticipo i potenziali rischi e sfide che possono poi tramutarsi in criticità ancora più serie nel tempo³⁰⁴.

Questa attenzione da parte degli investitori trova spiegazione nell'introduzione di diverse normative dell'Unione europea a riguardo, analizzate nel capitolo precedente, come la direttiva (UE) 2022/2464 *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD)³⁰⁵ in tema di informativa non finanziaria, o la successiva direttiva (UE) 2024/1760 *Corporate*

³⁰⁰ *Idem*

³⁰¹ La maggior parte degli operatori è disposta ad attribuire un incremento del prezzo d'acquisto compreso tra il 10% e il 20% per le imprese che dimostrano un adeguato impegno verso la sostenibilità, con alcuni casi più rari in cui tale incremento può raggiungere il 40%. V. INTRALINKS, “*Global M&A Dealmakers, Report 2022*”, 2022, pagg. 16-19, disponibile su <https://www3.intralinks.com/rs/414-BKN-706/images/intralinks-dealmakers-survey-report-2022.pdf>

³⁰² Per “premio di acquisizione (*acquisition premium*)” si intende la differenza tra il prezzo pagato per una società *target* in una fusione o acquisizione e il valore di mercato stimato della società *target*. Rappresenta l'importo in eccesso rispetto al valore equo di tutte le attività identificabili pagato da una società acquirente. In questo caso si parla di “*ESG Premium*”.

³⁰³ Con il termine *stakeholder* si intendono tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un'iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell'esecuzione, o dall'andamento, dell'iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un'organizzazione.

³⁰⁴ “*Stakeholder: significato, tipologie ed esempi*”, 2024, disponibile su https://esgnews.it/governance/stakeholder-significato-e-definizione/#Perche_e_necessario_coinvolgere_gli_stakeholder

³⁰⁵ DIRETTIVA (UE) 2022/2464 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022L2464>

Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)³⁰⁶ relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità. La prima è di particolare rilevanza in questo nuovo scenario in quanto ha reso la trasparenza sui fattori ESG un requisito imprescindibile aumentando il livello di rendicontazione e standardizzando le informazioni disponibili per gli investitori. Questo ha avuto un impatto diretto sulle operazioni di M&A, spingendo le aziende a adottare modelli di business sostenibili³⁰⁷ e a dimostrare con maggiore chiarezza il loro impegno verso la sostenibilità³⁰⁸. Inoltre, gli istituti finanziari e le banche d'investimento, sempre più orientati a strategie di finanziamento sostenibile, tendono a favorire operazioni che rispettino criteri ESG, influenzando direttamente la disponibilità di capitali per le operazioni di acquisizione. La CSRD, andando a sostituire quella che era la dichiarazione non finanziaria della direttiva n. 2014/95 *Non financial Reporting Directive* (NFRD), ha fatto sì che per gli investitori sia necessario disporre di dati sulle aziende, quantitativamente e qualitativamente, attendibili e comparabili ai fini della valutazione della società *target* e delle opportunità relative alle attività di investimento³⁰⁹. La CSDDD, d'altro canto, ha assunto un ruolo cruciale nell'identificazione dei confini della nuova concezione *due diligence*, andando ad ampliarne il contenuto.

2.2 La creazione del valore ESG

Quando i *dealmaker* scelgono di adottare una strategia sostenibile e, quindi, di integrare i fattori ESG, non lo fanno esclusivamente perché obbligati – ad esempio, a causa di normative³¹⁰, come quelle citate pocanzi – ma, anche per la significativa opportunità

³⁰⁶ DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202401760

³⁰⁷ Come nel caso di una società che ha come scopo la realizzazione dell'economia circolare. Si prenda ad esempio il caso di ReLife Group, oggetto del caso esaminato nel presente elaborato.

³⁰⁸ Tramite la pubblicazione, ad esempio, del Bilancio integrato di sostenibilità o della Policy ESG adottata dalla società.

³⁰⁹ *Ibid. supra* nota 292

³¹⁰ Si fa riferimento ai i principali corpi normativi, “figli” del *Green Deal*, che hanno reso della sostenibilità una necessità per i nuovi modelli di *business*; si menzionano soprattutto: l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni unite³¹⁰. Questi atti, lo si ricorda, fissando gli obiettivi da perseguire in tema di investimento sostenibile, mirano: (i) ad un orientamento degli investimenti verso un modello economico più sostenibile; (ii) alla gestione dei rischi legati a questioni ambientali; e (iii) al miglioramento della trasparenza nelle attività economiche.

che la suddetta integrazione offre per creare nuovo valore³¹¹. Difatti, molti studi mostrano una correlazione tra aziende che ottengono buoni risultati in termini di parametri ESG e aziende che generano rendimenti per gli azionisti più elevati rispetto alle loro pari³¹².

Al momento, però, secondo KPMG³¹³, ci sono poche prove che collegano direttamente la *performance* ESG al valore per gli azionisti. La società di consulenza olandese si domanda se le aziende che ottengono buoni risultati in termini di parametri ESG sono semplicemente gestite meglio, o se gestiscono meglio il loro denaro. Oppure se sono migliori innovatori. KPMG sostiene che, al momento, ciò che è possibile misurare è come specifiche iniziative ESG, come i programmi di decarbonizzazione, possano creare valore per gli azionisti e come alcune iniziative possano evitare di distruggere valore. Come funziona questo meccanismo? Un'azienda manifatturiera, ad esempio, potrebbe accelerare la crescita delle vendite sviluppando prodotti sostenibili, che possono anche essere venduti a prezzi più alti e favorire una maggiore fidelizzazione dei clienti. La riduzione degli sprechi e l'efficienza energetica possono portare a risparmi nei costi operativi. Affrontare il rischio climatico nelle catene di approvvigionamento e nelle infrastrutture fisiche può inoltre contribuire a prevenire perdite, ridurre i costi assicurativi ed evitare impatti negativi sul valore per gli azionisti dovuti a svalutazioni. Gli investimenti ESG possono anche ridurre le imposte e il costo del capitale. Gli investimenti in edifici ad alta efficienza energetica, veicoli elettrici e altri asset che supportano gli sforzi di decarbonizzazione spesso beneficiano di incentivi fiscali e crediti d'imposta, contribuendo ad aumentare i margini netti. Inoltre, le aziende con solidi programmi ESG sono percepite come meno rischiose e possono ottenere valutazioni creditizie più elevate. I "green bond"³¹⁴, emessi specificamente per progetti

³¹¹ DELOITTE, "Four ways ESG is reshaping M&A. How ESG is influencing M&A valuation, risk and more", 2023, pagg. 3-6, disponibile su <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/esg-in-m-and-a.html>

³¹² WHELAN T., ATZ U., CLARK C., "ESG e performance finanziaria: scoprire la relazione aggregando le prove da oltre 1.000 studi pubblicati tra il 2015 e il 2020", Rockefeller Asset Management e NYU Stern Center for Sustainable Business, 2021.

³¹³ KPMG, "How to determine where ESG can create value", 2022. Disponibile su <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/mt/pdf/2022/06/how-to-determine-where-esg-can-create-value.pdf>

³¹⁴ Le "obbligazioni verdi", o Green Bond, sono strumenti finanziari relativamente nuovi. Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc.

ambientali, generalmente offrono tassi di interesse inferiori di 10-45 punti base rispetto ad altri strumenti di debito societario³¹⁵.

Figura n.7: le iniziative ambientali hanno il maggiore impatto finanziario³¹⁶

	Ambientale	Sociale	Governo
Quali sono i problemi?	<ul style="list-style-type: none"> • Cambiamento climatico • Emissioni di gas serra (GHG) • Esaurimento delle risorse naturali • Rifiuti e inquinamento • Deforestazione • Materiali pericolosi • Biodiversità 	<ul style="list-style-type: none"> • Condizioni di lavoro, tra cui schiavitù e lavoro minorile • Impatto sulle comunità locali • Regioni di conflitto • Salute e sicurezza • Relazioni con i dipendenti e diversità • Vendita scorretta del prodotto • Protezione dei dati 	<ul style="list-style-type: none"> • Stipendio dei dirigenti • Corruzione e tangenti • Lobbying politico e donazioni • Diversità e struttura del consiglio di amministrazione • Strategia fiscale • Violazioni dei dati
Come affrontare questi problemi?	<ul style="list-style-type: none"> • Ridurre le emissioni di gas serra passando a fonti di energia rinnovabili • Aumentare l'uso di risorse ad alta efficienza energetica • Smaltire correttamente i rifiuti e ridurre l'inquinamento 	<ul style="list-style-type: none"> • Attuare politiche per il lavoro minorile e i diritti umani • Innovare con prodotti sicuri e di alta qualità • Avviare programmi di sicurezza per i dipendenti 	<ul style="list-style-type: none"> • Collegare le metriche ESG ai piani di incentivazione • Aumentare la presenza delle donne e dei gruppi sottorappresentati nei comitati del consiglio di amministrazione • Aumentare la trasparenza fiscale
Qual è l'impatto?	<ul style="list-style-type: none"> • Notizie positive sul capitale naturale: impatto positivo sul prezzo delle azioni • Notizie negative sul capitale naturale: impatto negativo sul prezzo delle azioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Notizie positive sul capitale umano o sociale: impatto positivo sul prezzo delle azioni • Notizie negative sul capitale sociale o umano: impatto negativo sul prezzo delle azioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Notizie positive o negative su governance e leadership: impatto limitato sul prezzo delle azioni
Dov'è il valore?	<ul style="list-style-type: none"> • Significativo valore finanziario diretto in gioco 	<ul style="list-style-type: none"> • Valore reputazionale e indiretto in gioco 	<ul style="list-style-type: none"> • Opportunità limitata di creare valore

Dalla tabella emerge che il collegamento più diretto al valore finanziario è attraverso gli sforzi ambientali, in particolare la decarbonizzazione e la riduzione dei rifiuti. Investire in energia rinnovabile richiede costi di capitale iniziali, ma questi possono essere compensati tramite incentivi fiscali e condizioni di finanziamento favorevoli. Gli sforzi di decarbonizzazione possono migliorare l'efficienza energetica, che ha un impatto diretto sui costi operativi e sui margini³¹⁷.

³¹⁵ *Ibid. supra* nota 313

³¹⁶ Analisi KPMG, dati del sondaggio "Le notizie ESG positive aiutano il prezzo delle azioni di un'azienda?", Kellogg Insight, 2021

³¹⁷ *Ibid. supra* nota 313

Per completezza dello studio, si riportano anche i dati di un'altra ricerca condotta questa volta da McKinsey Quarterly³¹⁸. I risultati evidenziano che i fattori ESG contribuiscono alla creazione di valore in cinque modi diversi:

1. favoriscono la crescita dei ricavi facilitando l'accesso a nuovi mercati e migliorando la fiducia dei consumatori. Quando le autorità governative si fidano degli attori aziendali, è più probabile che concedano loro l'accesso, le autorizzazioni e le licenze che offrono nuove opportunità di crescita³¹⁹. Anche i clienti ripongono più attenzione nei confronti di aziende *green*, essendo disposti a pagare di più per un prodotto e/o servizio³²⁰;
2. riducono i costi attraverso una maggiore efficienza nell'uso delle risorse e minori sprechi. L'integrazione degli ESG può aiutare a combattere l'aumento delle spese operative, che secondo gli autori della ricerca, possono incidere sugli utili profitti operativi fino al 60%;
3. limitano le interferenze normative e legali, riducendo il rischio di sanzioni e aumentando la libertà strategica dell'azienda. In particolare, si fa riferimento all'ipotesi di *greenwashing*, di cui si era già parlato nel capitolo precedente³²¹. Questo fenomeno ha, invero, delle conseguenze giuridiche che rientrano nel quadro normativo della concorrenza sleale disciplinata dall'art. 2598 c.c.³²²;

³¹⁸ HENISZ W., KOLLER T., NUTTALL R., “*Fovee ways that ESG creates value*”, McKinsey Quarterly, 2019,

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>

³¹⁹ FELICI G., PELLEGRINI F., “ESG: rischio o opportunità”, 2022, <https://www.economia-italia.it/esg-rischio-o-opportunita/>

³²⁰ *Ibid. supra* nota 23. La ricerca condotta da McKinsey ha dimostrato che i clienti sono disposti a pagare per “diventare verdi”. Anche se nella pratica ci possono essere ampie discrepanze, tra cui clienti che si rifiutano di pagare anche solo l'1% in più, si è scoperto che oltre il 70% dei consumatori intervistati per acquisti in diversi settori, tra cui quello automobilistico, edilizio, elettronico e degli imballaggi, ha dichiarato che pagherebbe il 5% in più per un prodotto verde se soddisfacesse gli stessi standard di prestazione di un'alternativa non verde. In un altro studio, quasi la metà (44%) delle aziende intervistate ha individuato nelle opportunità di business e di crescita la spinta per avviare i propri programmi di sostenibilità.

³²¹ Cfr. *supra* Cap. 2, Par. 6.

³²² PIRELLI B., “*Greenwashing e greenhushing: quali conseguenze giuridiche?*”, in NT+Diritto, 2024, <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/greenwashing-e-greenhushing-quali-conseguenze-giuridiche-AFonlqYC>

4. migliorano la produttività dei dipendenti, aumentando la loro motivazione e attrattività verso talenti qualificati. Sembrerebbe ormai comprensibile come i dipendenti soddisfatti dell'ambiente lavorativo generino risultati migliori; e infine
5. ottimizzano gli investimenti e la gestione degli *asset*, orientando le risorse verso soluzioni più sostenibili e redditizie nel lungo periodo. L'applicazione dei fattori ESG aiuta le imprese ad evitare investimenti destinati a perdere valore nel tempo a causa di problematiche ambientali di lungo periodo, come il deprezzamento delle petroliere.

2.3 Accesso a nuovi finanziamenti

Un'altra ragione sulla quale si fonda questa nuova dinamica è la crescente disponibilità di capitali dedicati all'ESG. *"Le aziende che non riescono ad affrontare in modo significativo l'ESG con strategie attuabili e una rendicontazione chiara dovranno affrontare maggiori difficoltà nell'accesso ai finanziamenti"*, afferma Doron Telem, leader nazionale per l'ESG presso KPMG in Canada³²³. L'*Harvard Law School* sostiene che fondi di investimento, banche e investitori istituzionali stanno aumentando le risorse destinate a imprese con solidi profili ESG, rendendo più conveniente per le aziende integrare questi criteri nelle loro strategie di crescita. Allo stesso tempo, la pressione di regolatori e investitori per una maggiore trasparenza sulle prestazioni ESG e per la definizione di obiettivi chiari, in particolare sulla riduzione delle emissioni di carbonio, sta incentivando ulteriormente le aziende a migliorare la loro posizione in questo ambito³²⁴.

A questo punto, sempre più aziende, sia in veste di acquirenti che, come potenziali *target*, stanno cercando di ottenere i vantaggi strategici suddetti allineando i loro profili ESG, sfruttando sinergie derivanti da valori, pratiche e obiettivi condivisi in questo ambito. L'integrazione dei criteri ESG, dunque, non solo migliora la sostenibilità

³²³ KPMG, "Why ESG performance will affect companies' access to capital", 2023, <https://kpmg.com/ca/en/home/insights/2023/03/why-esg-performance-will-affect-companies-access-to-capital.html>

³²⁴ BROWNSTEIN R. A., LU C. X.W., "ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation", HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE, 2022, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/24/esg-and-ma-in-2022-from-risk-mitigation-to-value-creation/> Sul punto v. anche IAZZOLINO G., BRUNI M.E., VELTRI S., MOREA D., "The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios", 2023, disponibile su <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2463>

e la responsabilità sociale di un'azienda, ma la rende anche più attraente per *partner* e investitori da un punto di vista finanziario. Un'azienda che adotta pratiche ESG solide tende a ridurre i rischi operativi e normativi, migliorare la reputazione e accedere più facilmente a capitali a condizioni vantaggiose. Questi fattori aumentano il suo valore di mercato e la rendono un *target* più interessante in operazioni di fusione e acquisizione, in quanto gli investitori riconoscono il potenziale di crescita sostenibile e la capacità di generare valore nel lungo periodo.

3. Introduzione al caso F2i e ReLife Group

Come si è in precedenza esaminato, il mondo dell'M&A si sta ampliando oltre le tradizionali logiche finanziarie e competitive, abbracciando sempre più obiettivi legati alla sostenibilità. E passo dopo passo, normativa dopo normativa, i fattori ESG si stanno integrando in questo nuovo contesto di finanza sostenibile. In questo scenario, l'acquisizione nel 2021 del gruppo ReLife³²⁵ da parte del fondo infrastrutturale F2i, non risponde solo a criteri economici e strategici, ma si inserisce in una visione di lungo periodo orientata alla sostenibilità. Esaminando adesso il caso, le parti coinvolte sono F2i, acronimo di Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR S.p.A. e ReLife Group.

F2i Sgr, costituito nel 2007 opera nel settore degli investimenti infrastrutturali in Italia e in Europa con fondi *equity* e debito, integrando gli aspetti ESG all'interno delle strategie e dei processi di investimento. Con fondi *equity* – come il Fondo per le Infrastrutture Sostenibili – F2i prevede l'acquisizione di quote azionarie, tipicamente di controllo, al fine di *a)* creare valore consolidando leader di settore attraverso processi di aggregazione e *b)* di promuovere un percorso virtuoso in ambito ESG, all'interno delle società partecipate per favorirne un modello di sviluppo sostenibile. Con fondi debito F2i, invece, promuove lo sviluppo e il rinnovo delle infrastrutture essenziali per la società e nell'ambito delle sostenibilità, attraverso finanziamenti senior e junior tramite *loan* e *bond*. La stessa F2i Sgr dichiara che gestire correttamente rischi e opportunità delle tematiche ambientali, sociali e di *governance* in tutto il ciclo di investimento permette di ridurre il rischio di *business* e finanziario e migliori i risultati finanziari del proprio portafogli. Nell'ottica di adottare un approccio ESG, nel 2021 F2i Sgr ha istituito il Fondo

³²⁵ RELIFE GROUP, <https://relifegroup.com/>

per le Infrastrutture Sostenibili³²⁶ (o “Fondo”) con un obiettivo di 1,5 miliardi di euro. Ciò significa che il fondo puntava a raccogliere capitali dagli investitori per destinarli a investimenti in settori infrastrutturali strategici con un forte orientamento ESG³²⁷.

A riprova di quanto appena detto, come si evince dallo stesso comunicato stampa a seguito dell’operazione condiviso da F2i Sgr “*L’approccio alla sostenibilità di FIS (Fondo per le Infrastrutture Sostenibili) si basa sull’individuazione di aziende operanti nel comparto infrastrutturale che possano coniugare la crescita industriale con un progressivo e continuo miglioramento dei parametri ambientali, sociali e di governance (ESG)*”³²⁸.

A questo profilo corrisponde il gruppo ReLife, l’altra parte coinvolta nell’operazione. Il gruppo ReLife è uno dei più innovativi *player* dell’economia circolare³²⁹ in Italia. Fondato nel 2018, da un’idea nata nel 2014 e basato a Genova, gestisce con circa 650 dipendenti 56 impianti in 18 siti nel nord Italia (Liguria, Piemonte, Lombardia, Veneto e Toscana). Si compone di quattro divisioni: Recycling, Paper Mill, Paper Packaging e Plastic Packaging, tramite le quali produce nuovi imballaggi, beni e prodotti attraverso la trasformazione di ciò che altrimenti sarebbe un costo economico e un danno ambientale. Tale suddivisione amplia il concetto classico di azienda che gestisce solo il servizio di raccolta e avvio al riciclo, proiettandosi verso una nuova partnership industriale con i produttori di rifiuti che, diventano parte integrante di un’evoluzione in linea con i principi dell’economia circolare³³⁰. Il modello di *business* adottato dalla società concretizza operativamente il modello di economia circolare previsto dagli orientamenti di *policy*

³²⁶ F2i – Fondo per le infrastrutture sostenibili è un prodotto che rientra nell’ambito dell’art. 8 del Regolamento (UE) n. 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. Regolamento Disclosure o anche “SFDR”).

³²⁷ L’obiettivo di 1,5 miliardi di euro indica il target di raccolta, ovvero la somma di denaro che il fondo intende raccogliere per poi investire in aziende e progetti infrastrutturali sostenibili, come energia rinnovabile, gestione dei rifiuti, mobilità sostenibile e digitalizzazione.

³²⁸ Comunicato stampa F2i Sgr, https://www.f2isgr.it/static/upload/202/20201126_closingf2i_relife.pdf

³²⁹ L’economia circolare è un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo. Una volta che il prodotto ha terminato la sua funzione, i materiali di cui è composto vengono infatti reintrodotti, laddove possibile con il riciclo. Così si possono continuamente riutilizzare all’interno del ciclo produttivo generando ulteriore valore. I principi dell’economia circolare contrastano con il tradizionale modello economico lineare, fondato invece sul tipico schema “estrarre, produrre, utilizzare e gettare”.

³³⁰ *Ibid. supra* nota 325

europei e nazionali³³¹. Lo scopo perseguito è il c.d. “zero landfill”³³². Il gruppo, infatti, è attivo nei seguenti comparti relativi ai prodotti della carta e della plastica: raccolta, selezione e trattamento di rifiuti; produzione, da materiale riciclato, di cartone per uso industriale e di imballaggi di cartone; produzione da materiale riciclato di imballaggi di plastica; conversione della parte dei rifiuti trattati e non riciclabili in combustibile solido secondario (CSS) utilizzato nei processi produttivi industriali in sostituzione di combustibili di origine fossile³³³. La filosofia aziendale del Gruppo ReLife è supportata da investimenti in tecnologie che mirano a ridurre la *carbon footprint* e l’impatto sull’ambiente delle attività industriali e contribuiscono a reimmettere nel ciclo economico prodotti realmente ecocompatibili³³⁴.

Figura n.8: la strategia del Gruppo ReLife³³⁵

Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs)

	AMBIENTE (E)	SOCIALE (S)	Società coinvolte
Driver	<p>Economia circolare, rigenerare i materiali in nuove risorse</p> <p>Tendere verso la neutralità carbonica e attuare azioni di mitigazione e riduzione del rischio «climate change»</p>	<p>Essere capaci di promuovere progressi, valori e benessere alle nostre persone e ai territori di azione</p>	<p>Innovazione, condivisione e resilienza: costruzione di valore con gli stakeholders</p>
Area di impatto	<p>Continuare a realizzare l'economia circolare, aumentare il riciclo ridurre lo smaltimento (discarica)</p> <p>Tutela del suolo, dell'aria e della biodiversità</p>	<p>Valorizzazione delle persone, mediante azioni che assicurino la tutela della parità di genere, i valori di integrità, legalità, sicurezza e salubrità sui luoghi di lavoro</p>	<p>Promuovere un modello di business che operi con etica, integrità, trasparenza e in conformità a norme e regolamenti</p> <p>Sviluppo occupazionale, nuove competenze, inclusione e parità di genere</p>
	<p>Promuovere uso razionale dell'energia ed efficienza energetica</p> <p>Transizione energetica verso le rinnovabili e la «carbon neutrality»</p>	<p>Sviluppo di una specifica strategia di coinvolgimento delle comunità locali tramite progetti ed eventi a impatto sociale focalizzate all'accrescimento del sapere collettivo verso l'economia circolare e la sostenibilità</p>	<p>Innovazione, digitalizzazione e trasparenza</p>

Renato Ravanelli, amministratore delegato di F2i ha dichiarato che, dato il profilo altamente in linea con l’obiettivo del Fondo per le Infrastrutture Sostenibili F2i, quest’ultimo ha deciso di investire in ReLife: “*per sostenerla nella crescita attraverso lo sviluppo di infrastrutture diffuse sul territorio e l’adozione di tecnologie all’avanguardia,*

³³¹ *Idem*

³³² Con “zero landfill” è un termine comunemente usato nel settore della gestione dei rifiuti che racchiude una filosofia rispettosa dell’ambiente volta a ridurre la quantità di rifiuti che finisce in discarica.

³³³ ReLife group, “F2i completa l’acquisizione di ReLife”, <https://relifegroup.com/f2i-completa-acquisizione-di-relife/>

³³⁴ *Ibid. supra* nota 325

³³⁵ Bilancio di sostenibilità 2023 ReLife, <https://relifegroup.com/bilancio-di-sostenibilita-2023/>

indispensabili per rispondere alla crescente domanda dei produttori e dei consumatori di soluzioni e servizi efficienti a tutela dell'ambiente, del benessere dei cittadini e della bellezza del territorio"³³⁶.

3.1 L'approccio alla sostenibilità di F2i Sgr

Sin dal 2018, F2i si impegna a adottare una politica in materia di sostenibilità ESG (*policy* ESG)³³⁷, finalizzata ad integrare i fattori ambientali, sociali e di governo societario nelle attività svolte dalla Sgr. La *policy* ESG del 2018 ha costituito un primo indispensabile passo per affermare e declinare l'impegno di F2i in merito all'integrazione dei criteri e fattori ESG nelle strategie e nei processi di investimento e nel monitoraggio e nell'engagement delle società in portafoglio. La Policy ESG è stata successivamente aggiornata nel 2021 e nel 2023 in considerazione dell'evoluzione dell'impegno di F2i sugli aspetti ESG, nonché degli aggiornamenti normativi e organizzativi intersorsi. La Policy ESG: *a)* individua i ruoli e le responsabilità nella gestione delle tematiche ESG³³⁸; e *b)* illustra l'approccio ESG di F2i nelle attività di investimento, e descrive le attività di monitoraggio, *reporting* ed *engagement* rispetto agli *asset* detenuti nel portafoglio dei fondi gestiti, evidenziando a tal fine obiettivi e criteri utilizzati.

Infine, il processo di investimento responsabile del Fondo, tramite il quale quest'ultimo integra i fattori ESG, è riassumibile in sei fasi principali³³⁹:

1. *Scouting e screening*: si tratta del processo che prevede l'eliminazione dei potenziali investimenti che ricadono all'interno dei c.d. "settori esclusi"³⁴⁰ e degli

³³⁶ ReLife Group, <https://relifegroup.com/f2i-verso-leconomia-circolare-con-relife/#:~:text=F2i%20acquisisce%20il%2070%25%20di%20Relife%20per%20sviluppare%20l'economia%20circolare>

³³⁷ Policy ESG sulla integrazione dei fattori e rischi di sostenibilità, https://www.f2isgr.it/static/upload/pol/policy-esg_f2i-sgr-s-p-a-.pdf

³³⁸ Il Consiglio di amministrazione di F2i è responsabile in ultima istanza dell'approvazione, revisione e valutazione della corretta attuazione delle politiche aziendali di F2i, incluse la Policy ESG. In considerazione della crescente rilevanza per F2i degli aspetti ESG, a gennaio 2023 sono state ampliate le responsabilità del comitato endoconsiliare "Controllo e Rischi" ai temi relativi alla sostenibilità ESG³⁹, modificandone la denominazione in "Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità" (CCRS).

³³⁹ Rapporto di sostenibilità integrato, 2023 https://www.f2isgr.it/static/upload/f2i/f2i_rsi-2023_ita.pdf e F2i Policy ESG sulla integrazione dei fattori e rischi di sostenibilità https://www.f2isgr.it/static/upload/f2i/f2i-sgr-policy-esg_20-12-2023.pdf

³⁴⁰ F2i SGR non effettua investimenti diretti e non acquisisce esposizioni in società coinvolte (i) nella produzione o commercio di tabacco, armi e munizioni; (ii) nella produzione, commercio o distribuzione di alcolici; (iii) nel gioco d'azzardo o nella produzione o commercio di prodotti correlati allo stesso; (iv) in pornografia, prostituzione o attività similari, (v) nella produzione di sostanze illecite; (vi) nella produzione o commercio di prodotti o servizi che promuovano la cessazione della vita umana; (vii) nella produzione o

investimenti aventi un eccessivo impatto negativo rispetto a tematiche ESG (*negative screening*), e la valorizzazione degli investimenti che possono dare un contributo positivo in termini ESG (*positive screening*).

2. *Due diligence* ESG: si è già anticipato alla *due diligence* nel paragrafo precedente e verrà poi approfondita nel paragrafo seguente. In questa sede ancora introduttiva, ci si limita a dire che si tratta di quel processo di analisi volto a misurare la sostenibilità dell'azienda oggetto di acquisizione, non solo dal punto di vista economico-finanziario, ma anche sotto il profilo ambientale, sociale e di *governance*³⁴¹. La *due diligence* assume un ruolo cruciale nel processo di investimento, in quanto è quel momento del procedimento di valutazione della *target* dove si identificano i potenziali rischi di sostenibilità, definiti come qualsiasi evento o condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che possa provocare un impatto negativo significativo sul valore degli investimenti³⁴². Ad esito di tale fase viene predisposta (all'interno del Memorandum di Investimento³⁴³) una sezione dedicata ai risultati emersi dall'analisi degli aspetti ESG, di modo che i principali profili di sostenibilità diventino parte integrante del processo decisionale di F2i SGR sugli investimenti.
3. *Rating* ESG: l'attività di *rating*, come già anticipato, consiste nel fornire un parere o un punteggio sul profilo di sostenibilità di un'impresa o di uno strumento finanziario, valutandone l'impatto sulla società e sull'ambiente e l'esposizione ai

estrazione del carbon fossile; (viii) nella produzione o commercio di prodotti o servizi che siano (a) illegali nell'ordinamento in cui la società ha sede o (b) in contrasto con convenzioni, accordi o divieti internazionali nella misura in cui gli stessi siano applicabili a tali società; (ix) in violazione di diritti umani; ovvero (x) in società che derivano oltre il 20% dei propri ricavi (a) dalla produzione di energia elettrica da carbone, (b) da controverse attività di estrazione di idrocarburi (ad esempio shale gas, shale oil e arctic drilling), (c) dalla gestione di asset di trasporto e processo di idrocarburi che provengono direttamente da controverse attività di estrazione; (d) dal trasporto di carbone, inclusa la costruzione di moli, terminal, porti o uso di imbarcazioni specificatamente destinati al trasporto del carbone; (e) dalla produzione di idrocarburi liquidi che prevedono la combustione continua di gas emessi durante lo sfruttamento del giacimento (routine flaring). Alla data di approvazione della presente Policy ESG, F2i SGR non investe inoltre in Paesi diversi dall'Eurozona, il che esclude per definizione possibilità di investimenti in Paesi presenti in black list per violazione di diritti fondamentali o finanziamento di attività di terrorismo.

³⁴¹ Cfr. Cap.1, Par. 2.

³⁴² Art. 2 "Definizioni" Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=it>

³⁴³ Il Memorandum di Investimento il primo documento formale che consente di presentare l'opportunità di compravendita, di locazione e d'investimento al mercato.

rischi associati alle questioni di sostenibilità ³⁴⁴. Tale fase viene elaborata al fine di (i) garantire l'aderenza degli investimenti dei fondi gestiti alle normative di riferimento e alla Policy ESG vigente, e (ii) individuare, gestire e mitigare eventuali rischi finanziari e reputazionali potenzialmente derivanti da investimenti esposti a rischi ESG. Quest'attività è devoluta al *risk manager* di F2i, un professionista responsabile dell'identificazione, valutazione e gestione dei rischi a cui è esposta un'azienda o, come in questo caso, un fondo di *private equity*³⁴⁵. Per gli investimenti dei fondi equity, il rating ESG, denominato “*Environmental Social and Governance Indicator*” (“ESGI”), è costruito dal risk manager partendo dalla metodologia Morgan Stanley Capital International (MSCI), considerata la più idonea sia per l'ampio campo di applicazione che per la riconosciuta credibilità di MSCI nell'ambito dell'elaborazione di investment index. La valutazione di ciascuna società target viene effettuata sulla base di una matrice costituita da 3 categorie ESG e 13 sottocategorie³⁴⁶. Il rating ESG complessivo che ne risulta è suddiviso in 4 classi: *Good* (valori compresi tra 0 e 18); *Fair* (valori compresi tra 18 e 34); *Poor* (valori compresi tra 34 e 54); e *Bad* (valori compresi tra 54 e 110). Nell'ipotesi in cui il rating ESG si collochi nella classe “*Bad*”, F2i SGR non procederà all'investimento di cui si tratta, in tal caso infatti la proposta di investimento non sarà neanche sottoposta al Consiglio di amministrazione.

4. *Piano di azione*: laddove l'investimento dei fondi *equity*, pur non ricadendo nella classe “*Bad*”, presenti criticità ESG, il Comitato ESG può proporre la definizione di un Piano di Azione (PdA) da concordare col *management* della società *target* entro sei mesi dal perfezionamento dell'investimento, per rimediare gradualmente le principali lacune rispetto alle tematiche ESG.

³⁴⁴ I rating ESG forniscono un parere sul profilo di sostenibilità di un'impresa o di uno strumento finanziario, valutandone l'impatto sulla società e sull'ambiente e l'esposizione ai rischi associati alle questioni di sostenibilità. Consiglio dell'Unione europea, <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/11/19/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-greenlights-new-regulation/#:~:text=I%20rating%20ESG%20forniscono%20un,associati%20alle%20questioni%20di%20sostenibilit%C3%A0>

³⁴⁵ Rapporto di sostenibilità integrato, 2023 https://www.f2isgr.it/static/upload/f2i/f2i_rsi-2023_ita.pdf

³⁴⁶ Le 13 sottocategorie ESG sono: cambiamento climatico, gestione delle risorse naturali, inquinamento e rifiuti, efficienza energetica, biodiversità e uso del suolo (per la categoria Ambientale); diritti umani, condizioni di lavoro, diversità e inclusione, coinvolgimento della comunità, privacy e sicurezza dei dati (per la categoria Sociale); struttura del consiglio di amministrazione, etica aziendale e corruzione, diritti degli azionisti (per la categoria Governance).

5. *Engagement e monitoraggio*: effettuato l'investimento, F2i continua, attraverso l'attività di *engagement*, ad accompagnare le società in portafoglio verso un percorso di miglioramento dei fattori ESG.
6. *Reporting*: infine, i risultati delle *performance* ESG sono riportati principalmente nel Rapporto di Sostenibilità, nella Relazione dei fondi e nella Dichiarazione sui Principali Impatti Negativi³⁴⁷.

3.2 Descrizione dell'operazione

L'investimento di F2i avviene nel contesto di chiari orientamenti del Governo nazionale che con il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza³⁴⁸ ha destinato risorse per lo sviluppo di iniziative riguardanti il riciclo delle materie prime e dei prodotti. *“L'obiettivo principale dell'accordo tra F2i e ReLife, dunque, è chiaramente quello di puntare sull'economia circolare, ossia su un “modello di produzione e consumo caratterizzato da riutilizzo, riciclo, ricondizionamento e riparazione delle materie prime e dei prodotti finiti, per limitare l'utilizzo di materie vergini”*, ha spiegato Renato Ravanelli. L'operazione si è sviluppata in un'acquisizione da parte di F2i Sgr, in nome, per conto e nell'interesse del Fondo per le Infrastrutture Sostenibili (o F2i), del controllo esclusivo di ReLife attraverso una serie di passaggi intermedi che coinvolgono anche la costituzione di una società veicolo che poi è stata fusa per incorporazione in ReLife.

Prima di analizzare nel dettaglio l'operazione, si specifica che allo stato dei fatti non è stato possibile rinvenire informazioni certe e analitiche su ogni fase del processo di acquisizione; pertanto, per ragioni espositive, le seguenti fasi vengono ricondotte al modello standard del processo di acquisizione, basandosi inoltre sul processo di investimento sostenibile descritto nel Rapporto di Sostenibilità integrato di F2i e sulla Policy ESG sull'integrazione dei fattori di rischi di sostenibilità di F2i.

³⁴⁷ Adempimento obbligatorio ai sensi dell'art. 4 del Regolamento UE 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=it>

³⁴⁸ Cfr. Cap. 2, Par. 4.2.

Ebbene, le fasi sono le seguenti:

1. *Fase di scouting e screening*: la prima fase di un'acquisizione consiste nell'identificazione e nella valutazione preliminare delle opportunità di investimento. In questa fase, l'acquirente analizza il mercato e seleziona i potenziali target in base a criteri strategici, finanziari e operativi. Quando un'operazione di M&A, in questo caso un'acquisizione, ha un focus sui fattori ESG, il soggetto interessato si concentra su potenziali investimenti diretti e indiretti attinenti alla produzione di energia solare, eolica e da biomasse, al trasporto merci via ferrovia, all'economia circolare. Pertanto, viene realizzata una verifica circa il rispetto di norme, *labels* e *standard* internazionali da parte delle società *target*, nonché la comprovata maturità in termini di *framework* e consapevolezza delle pratiche ESG adottate³⁴⁹.
2. *Negoziazione e strutturazione accordo*: una volta individuata una società *target* idonea, si avvia la fase di negoziazione tra le parti coinvolte. Durante questa fase vengono discusse le condizioni economiche e operative dell'operazione, inclusi il prezzo, la *governance* post-acquisizione, le eventuali sinergie e gli obblighi reciproci.
3. *Lettera d'intenti*: al termine delle trattative preliminari, viene sottoscritta una Lettera d'Intenti, che rappresenta un accordo non vincolante tra acquirente e *target*. In questo documento si delineano i termini principali dell'operazione e si stabilisce un periodo di esclusiva durante il quale l'acquirente può svolgere le verifiche necessarie senza il rischio di concorrenza da parte di altri soggetti.
4. *Fase di due diligence*: dopo la firma della LOI, si passa alla fase di *due diligence*, un processo di analisi approfondita della società *target*. Durante questa fase la società acquirente reperisce le informazioni relative al posizionamento ESG dell'*asset target*, presso la società stessa, attraverso eventuali dati ed informazioni reperibili da fonti pubbliche ed eventualmente avvalendosi del supporto di terzi specializzati nell'ambito della fase di due diligence³⁵⁰.

³⁴⁹ Policy ESG sulla integrazione dei fattori e rischi di sostenibilità, pag. 10 https://www.f2isgr.it/static/upload/pol/policy-esg_f2i-sgr-s-p-a-.pdf

³⁵⁰ Considerato il successo dell'operazione, si presume che ReLife abbia evidenziato un profilo solido dal punto di vista di sostenibilità, evitando così la possibile esposizione di F2i a rischi tipici ESG, di tipo economico-finanziario, ma anche di carattere reputazionale e legale. Come si nota dal Bilancio di

5. *Rating*: durante la *due diligence*, l'acquirente può avvalersi di una valutazione di terzi sul profilo di sostenibilità di un'impresa o di uno strumento finanziario, che verte nello specifico sull'impatto della target sulla società e sull'ambiente e l'esposizione ai rischi associati alle questioni di sostenibilità (c.d. *rating*)³⁵¹.
6. *Closing*: svolte tutte le analisi appena esposta, l'operazione si conclude con il *closing*, ovvero con la sottoscrizione del contratto di compravendita. Il *closing* rappresenta il culmine di un processo articolato e strategico che richiede attenzione ai dettagli, competenza tecnica e una gestione efficace dei rischi. Al momento del *closing*, gli obblighi contrattuali sono diventati esecutivi. L'operazione ha comportato l'acquisto da parte di F2i Sgr, nella sua qualità di gestore di F2i V, del 70% del capitale sociale di ReLife³⁵². Le rimanenti azioni vengono detenute da una serie di persone fisiche e giuridiche che detenevano già in precedenza quote del capitale sociale di ReLife (e, in particolare le famiglie Benfante, Ghigliotti, Malaspina che saranno collettivamente titolari del 18% del capitale sociale) e, per il rimanente 12% dal fondo di *private equity* Xenon³⁵³.
7. *Patto di non concorrenza*: contestualmente alla sottoscrizione del contratto di compravendita, il 10 agosto 2021 i futuri titolari delle azioni di ReLife hanno sottoscritto anche un accordo di investimento e patto parasociale, che conferiva a F2i SGR, in nome, per conto e nell'interesse di F2i V, il controllo esclusivo della società³⁵⁴. L'art. 8 dell'accordo di investimento e patto parasociale³⁵⁵ contempla un patto di non concorrenza in virtù del quale le famiglie Benfante, Ghigliotti,

sostenibilità di ReLife del 2021, la società persegue il nobile scopo dell'economia circolare. Ma non si limita a questo, in quanto si impegna a: rispettare un codice etico, che pone la trasparenza e la correttezza quali principi inderogabili, adottando così una politica di anticorruzione. La società, inoltre, si impegna a rispettare i diritti umani fondamentali e la dignità di ogni persona. <https://relifegroup.com/wp-content/uploads/2022/10/BILANCIO-DI-SOSTENIBILITA-2021.pdf>

³⁵¹ Essendo stato raggiunto l'accordo sull'acquisizione si presume che il processo di *rating* ESG condotto dal *risk manager* di F2i abbia confermato l'adeguatezza della società target *rispetto* ai criteri di sostenibilità e gestione dei rischi ESG. Se F2i ha deciso di procedere con l'investimento in ReLife, il suo *rating* deve essere necessariamente rientrato nelle categorie "*Good*" (0-18) o "*Fair*" (18-34). Se il punteggio fosse stato nella categoria "*Poor*" (34-54) o peggio ancora "*Bad*" (54-110), l'operazione non sarebbe stata nemmeno sottoposta al Consiglio di Amministrazione di F2i SGR.

³⁵² AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, Bollettino 2021 n. 41, <https://www.agcm.it/dotcmsdoc/bollettini/2021/41-21.pdf>

³⁵³ F2i punta su ReLife per l'economia circolare, <https://relifegroup.com/f2i-verso-leconomia-circolare-con-relife/>

³⁵⁴ *Ibid. supra* nota 352

³⁵⁵ Un patto parasociale è un contratto stipulato tra i soci di una società di capitali, diretto a regolare tra di essi l'esercizio dei rispettivi diritti sociali.

Malaspina già in precedenza titolari di azioni di ReLife e che, come visto, a valle dell'operazione saranno collettivamente titolari del 18% del capitale sociale, si impegnano, con riguardo al territorio italiano e dell'Unione europea, per un periodo di cinque anni dalla sottoscrizione del citato accordo, a: (i) non fornire consulenze o informazioni a terzi che esercitino, anche in via non prevalente, attività in concorrenza con ReLife; (ii) non offrire contratti di consulenza o di impiego ad alcuno dei dipendenti della società, o di società da essa controllate; e, (iii) a non porre in essere atti diretti a sviare la clientela e/o i fornitori della società. Inoltre, tanto i titolari del 18% delle azioni sopra identificati quanto gli ulteriori soci (fondo di *private equity* Xenon), che saranno titolari del 12% del capitale sociale, si impegnano a far sì che, per tutta la durata dell'investimento, qualsiasi acquisizione di società operante nella (i) raccolta, selezione e trattamento di rifiuti, (ii) produzione di carta e/o cartone, (iii) produzione di packaging plastico e/o cartaceo, nonché (iv) produzione di combustibile solido secondario da rifiuto, sia posta in essere tramite ReLife e/o società interamente controllate da ReLife³⁵⁶.

3.3 Il ruolo dei fattori ESG nell'operazione

Come si è anticipato, l'acquisizione di ReLife da parte di F2i è stata fortemente influenzata dai criteri ESG. In che modo? Dall'analisi dell'approccio alla sostenibilità di F2i e della sua Policy ESG, si deduce, innanzitutto, che F2i sia una realtà particolarmente attenta alla tematica ESG e alla sua integrazione per un potenziale investimento sostenibile, seguendo un preciso processo di selezione e valutazione dei fattori ESG.

A tal proposito, nel 2023 F2i ha aderito all'iniziativa Global Compact delle Nazioni Unite (UNGC), una piattaforma di leadership volontaria per lo sviluppo, l'implementazione e la divulgazione di pratiche commerciali responsabili³⁵⁷.

³⁵⁶ *Ibid. supra* nota 352

³⁵⁷ F2i si impegna, dunque, a promuovere i seguenti dieci principi: 1. rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza; 2. assicurarsi di non essere, seppure indirettamente, complici negli abusi dei diritti umani; 3. sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva; 4. eliminare di tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio; 5. eliminare il lavoro minorile; 6. eliminare ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione; 7. sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali; 8. intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale; 9. incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente; 10. contrastare la corruzione in ogni sua forma, incluse l'estorsione e le tangenti.

In secondo luogo, c'è da dire che ReLife incarnava – e lo fa tuttora – il modello di economia circolare promosso dalle politiche europee e nazionali, operando in settori chiave come: raccolta, selezione e trattamento dei rifiuti; produzione di cartone e imballaggi in cartone da materiale riciclato; conversione dei rifiuti non riciclabili in combustibile solido secondario (CSS)³⁵⁸.

A ragion veduta, l'investimento di F2i in ReLife riflette una strategia orientata a sostenere aziende che integrano la crescita industriale con un miglioramento continuo dei parametri ESG³⁵⁹. Il *profilo* del gruppo ReLife, già nel 2021, offriva numerosi vantaggi strategici e finanziari, che in realtà sono quelli citati nel paragrafo precedente³⁶⁰, quindi *a*) gestione dei rischi ESG e dei rischi normativi; *b*) miglioramento del profilo reputazionale; *c*); creazione di valore; e *d*) accesso facilitato al capitale³⁶¹.

- A. Gestione dei rischi ESG e normativi: ReLife ha dimostrato un forte impegno nella gestione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* (ESG) attraverso iniziative come: *i*) la gestione responsabile dei rifiuti³⁶² e *ii*) le certificazioni rilevanti³⁶³ che garantiscono la conformità alle normative vigenti, riducendo così i rischi normativi e migliorando la *governance* aziendale.
- B. Miglioramento del profilo reputazionale: la creazione di nuovi prodotti, l'adozione di processi innovativi³⁶⁴ e la comunicazione trasparente³⁶⁵ dell'impresa sono tutti elementi che possono garantire un profilo rivoluzionario e stimolante all'impresa in un potenziale investimento.
- C. Creazione di valore: ReLife, come si è detto, non a caso è *leader* nell'economia circolare. Invero, le attività di riciclo hanno permesso di risparmiare quasi 510.000 tonnellate di carta vergine, evitando l'emissione di circa 515.000 tonnellate di CO₂. Analogamente, il riciclo di 90.094 tonnellate di plastica ha evitato l'emissione di 182.477 tonnellate di CO₂. Questi risultati sottolineano la

³⁵⁸ *Ibid. supra* nota 52

³⁵⁹ *Ibid. supra* nota 23

³⁶⁰ Cfr. Cap. 3., Par. 2.

³⁶¹ Bilancio di sostenibilità 2023 ReLife, <https://relifegroup.com/bilancio-di-sostenibilita-2023/>

³⁶² Il Gruppo ha gestito 878.803 tonnellate di rifiuti, con un tasso di recupero del 91,57%. Questo elevato tasso di recupero non solo contribuisce alla sostenibilità ambientale, ma riduce anche i rischi associati alla gestione dei rifiuti e alle normative ambientali.

³⁶³ Si prendano ad esempio le certificazioni di filiera e di prodotto *carbon footprint*.

³⁶⁴ La produzione di oltre 114.421 tonnellate di bobine di carta riciclata e la realizzazione di oltre 10,7 milioni di prodotti finiti nella cartotecnica evidenziano l'adozione di processi innovativi e sostenibili.

³⁶⁵ La pubblicazione del primo Bilancio di Sostenibilità nel 2021 ha migliorato la trasparenza aziendale, rafforzando la fiducia degli stakeholder e migliorando l'immagine del Gruppo

creazione di valore ambientale attraverso le operazioni del Gruppo. Non solo, il gruppo ha registrato un valore della produzione di 487.947 €, con un numero complessivo di 629 dipendenti al 31 dicembre 2021, evidenziando una crescita e solidità economica³⁶⁶.

- D. Accesso al capitale: infine, l'adozione di pratiche sostenibili e la pubblicazione del Bilancio di sostenibilità hanno reso ReLife più attraente per gli investitori a criteri ESG, come si è verificato con F2i.

3.4 Risultato dell'operazione

Il caso evidenzia come l'integrazione dei criteri ESG stia diventando una componente fondamentale nelle operazioni di M&A. Si ribadisce: le aziende che adottano pratiche sostenibili non solo contribuiscono positivamente all'ambiente e alla società, ma si differenziano sul mercato per il loro profilo più sostenibile e responsabile, diventando anche più attraenti come possibili *target* agli occhi degli investitori, in questo caso di un fondo, e di partner, grazie ai benefici finanziari e reputazionali associati.

Per F2i, l'acquisizione di ReLife ha rappresentato un passo strategico nell'espansione del proprio portafoglio nel settore dell'economica circolare, allineandosi con le tendenze globali verso investimenti più responsabili e sostenibili. Successivamente all'investimento, F2i Sgr ha effettuato, e continua a farlo, un attento monitoraggio della società in portafoglio durante tutto il periodo di permanenza della stessa nel Fondo. Inoltre, F2i Sgr instaura un dialogo con le partecipate che ha come obiettivo di condurre le stesse a comportamenti il più possibile coerenti con le tematiche ESG (e pertanto meno rischiosi sotto tale profilo), eventualmente tramite l'adozione di un Piano di Azione dedicato³⁶⁷.

D'altra parte, anche per ReLife l'operazione è stata significativa. Il primo febbraio 2022 diventa ufficiale il cambio di nome delle divisioni³⁶⁸ (istituite nel 2021), che segna lo storico passaggio dalla dimensione locale di singole imprese a quella di divisioni

³⁶⁶ *Ibid. supra* nota 59

³⁶⁷ Informativa sulla sostenibilità ai sensi dell'art. 10 del Regolamento UE 2019/2088. https://www.f2isgr.it/static/upload/inf/informativa-web-fondo-v_agosto-20231.pdf

³⁶⁸ Nel processo costitutivo delle quattro divisioni, infatti, le aziende Valfreddana, Usvardi, *Ecolfer* e Benassi assumono un'unica ragione sociale insieme all'allora controllante, Benfante S.r.l.: *ReLife Recycling*. *Plastipoliver* e Cartiera Bosco Marengo diventano rispettivamente *ReLife Plastic Packaging* e *ReLife Paper Mill*. *General Packaging* assume la nuova denominazione di *ReLife Paper Packaging*. Ed infine si perfeziona la fusione per incorporazione di Casagrande S.r.l. e CBM S.r.l. in *Relife Recycling* S.r.l.

produttive di un *player* nazionale: il Gruppo si dichiara pronto a competere a livello internazionale nel settore dell'economia circolare, attraverso la produzione di imballaggi sostenibili e certificati per la riduzione della CO2³⁶⁹.

Dopo l'operazione, ReLife ha continuato ad espandersi. Nel 2023, attraverso una delle revisioni (*ReLife Recycling*), ha consolidato la propria presenza nel centro Italia con l'acquisizione del 100 % della Fratelli Longo Industriale S.r.l., ubicata in Emilia-Romagna. Con questa operazione il Gruppo, già attivo in Liguria, Lombardia, Piemonte, Toscana e Veneto, segna un ulteriore passo nell'espansione dei propri servizi, su tutto il territorio nazionale, finalizzati al recupero della materia, al riciclo e alla trasformazione dei rifiuti in nuovi prodotti.

4. L'integrazione ESG nel processo di M&A

A fronte di quanto esposto nei paragrafi precedenti ed esaminato il caso pratico di un'acquisizione condizionata dai fattori ESG, si pone l'attenzione su come cambia, nello specifico, il processo delle operazioni di M&A. Ci si chiede in che modo i fattori ESG abbiano influenzato il modello tradizionale. Ebbene, sulla base delle evidenze emerse da studi e ricerche, all'interno della struttura delle operazioni di M&A, tra i vari aspetti³⁷⁰ assumono particolare rilevanza:

- a. la fase di *due diligence*;
- b. la fase di adozione del *rating* ESG;
- c. la determinazione del *pricing*;
- d. il coinvolgimento degli *stakeholder*.

³⁶⁹ Bilancio di sostenibilità ReLife, 2023 https://relifegroup.com/wp-content/uploads/2024/07/BilancioReLife-pag.singole_compressed-2-1.pdf

³⁷⁰ Ulteriori considerazioni possono riguardare la recente tendenza a definire delle clausole contrattuali *ad hoc* e la possibilità di instaurare nuovi modelli di *governance*. Rispetto a tali tematiche, si rimanda all'articolo di Malberti Corrado, Prof.re di diritto commerciale e componente della Commissione societaria del Consiglio Notarile di Milano, "*ESG e clausole statutarie: dallo scopo di lucro al successo sostenibile*", pubblicato sulla rivista "*Non solo diritto bancario*", 2023. Sui nuovi modelli di *governance*, invece, si rimanda all'opera di Rolli Rita, Prof.ssa di diritto privato, intitolato "*L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Nuovi modelli di governance e nuove responsabilità*", il Mulino, 2020.

4.1 Un nuovo modello di valutazione: la *due diligence* ESG

Più volte nel presente elaborato è stata menzionata la *due diligence*, fase del processo di M&A che si colloca tra le fasi di *scouting* e *closing*. Tuttavia, quando si è affrontato il processo di acquisizione nel secondo capitolo³⁷¹, la *due diligence* è stata descritta nella sua forma c.d. “classica”, consistente in un’attività di indagine e di acquisizione di informazioni esclusivamente di natura legale e fiscale su una società, con l’obiettivo di valutarne punti di forza e di debolezza in vista di operazioni straordinarie come quelle di M&A³⁷². Ma, come si è avuto modo di vedere nei paragrafi relativi al caso pratico esaminato, nell’ambito dell’integrazione ESG, la *due diligence* legale e fiscale si è evoluta, assumendo il ruolo di strumento essenziale per misurare l’impatto delle questioni di sostenibilità sulle procedure di acquisizione³⁷³. La funzione della presente fase è, quindi, quella di analizzare il profilo ESG³⁷⁴ della società individuata come *target* a seguito dello *scouting* e di indentificare i potenziali rischi a cui potrebbe essere esposta la società acquirente.

Quando si parla di rischi, si fa riferimento ai pericoli:

1. Ambientali: come gli impatti derivanti dai cambiamenti climatici, la gestione inefficiente delle risorse naturali e le regolamentazioni ambientali più severe;
2. Sociali: problematiche legate ai diritti umani, alla diversità e inclusione, alle condizioni di lavoro e alle relazioni con le comunità locali;
3. Di *governance*: mancanza di trasparenza, conflitti di interesse, frodi e cattiva gestione del consiglio di amministrazione³⁷⁵.

Oltre a questi rischi strettamente legati ai parametri ESG, sono da considerare anche i possibili rischi reputazionali. La reputazione rappresenta un elemento fondamentale per

³⁷¹ Cfr. Cap. 2, Par. 6.2.2.

³⁷² Sul tema della *due diligence* c.d. “classica” si rimandi al Cap. 1, Par. 6.2.2.

³⁷³ GRILLI N., “*ESG e reputazione: la nuova frontiera della due diligence*”, HARVARD BUSINESS REVIEW, 2021, <https://www.hbritalia.it/speciale-crisi/2021/10/19/news/esg-e-reputazione-la-nuova-frontiera-della-due-diligence-15139/>

³⁷⁴ Il profilo ESG di una società fornisce un quadro del grado di sostenibilità e responsabilità aziendale rispetto a standard, normative e aspettative degli stakeholder.

³⁷⁵ WORLD ECONOMIC FORUM, “*Here’s why we must not lose sight of the importance of ESG, despite the recent backlash*”, 2023 <https://www.weforum.org/stories/2023/01/the-importance-of-esg-sustainable-future-davos-2023/>

ogni impresa. Puntare sulla sostenibilità e sulla responsabilità sociale può rafforzare l'immagine aziendale agli occhi di clienti, investitori, dipendenti e delle comunità locali³⁷⁶. Di conseguenza, per la maggior parte dei dirigenti aziendali, la metrica ESG e la *due diligence* su di essa sono diventate una priorità assoluta. Ciò non è dovuto a una radicata posizione etica o morale, anche se questa dovrebbe sempre essere una considerazione importante. Piuttosto, è perché i rischi ESG sono oggi una delle maggiori minacce per le aziende e potrebbero avere un impatto significativo sulla loro *performance* e redditività a lungo termine, compresa la capacità di raccogliere nuovi capitali³⁷⁷. *Ebbene, questa versione “ampliata” della due diligence prende il nome di Due Diligence ESG (DD ESG)*. Prima di analizzare nel dettaglio l’oggetto ed i parametri della suddetta valutazione, vanno precisati due caratteri rilevanti della *Due Diligence ESG*:

- a) la DD ESG oltre a ridurre le asimmetrie informative degli investitori, investe non solo le società *target*, ma si estende anche alla loro catena di attività (*chain of activities*);
- b) dalla DD ESG emerge il c.d. *pricing*³⁷⁸, come già esposto, e cioè la quantificazione di rendimento economico-finanziario del valore ESG. Ricerche di mercato³⁷⁹ hanno dimostrato che esiste una correlazione positiva tra il valore riconosciuto agli aspetti ESG (se integrati, ovviamente) e il premio pagato per l’acquisizione di un’azienda³⁸⁰. Il discorso sul *pricing* verrà approfondito nel corso dello studio.

³⁷⁶ MORIANI A., “La gestione strategica dei rischi ESG”, in 2024, disponibile su <https://www.riskcompliance.it/news/la-gestione-strategica-dei-rischi-esg/>

³⁷⁷ *Ibid*, supra nota 9

³⁷⁸ Per un approfondimento sul pricing si rimandi al par. 2.1 del presente capitolo.

³⁷⁹ La maggior parte degli operatori è disposta ad attribuire un incremento del prezzo d'acquisto compreso tra il 10% e il 20% per le imprese che dimostrano un adeguato impegno verso la sostenibilità, con alcuni casi più rari in cui tale incremento può raggiungere il 40%. V. *Global M&A Dealmakers*, Report 2022 di Intralinks, pagg. 16-19, disponibile su <https://www3.intralinks.com/rs/414-BKN-706/images/intralinks-dealmakers-survey-report-2022.pdf>

³⁸⁰ Per “premio di acquisizione (*acquisition premium*)” si intende la differenza tra il prezzo pagato per una società *target* in una fusione o acquisizione e il valore di mercato stimato della società *target*. Rappresenta l'importo in eccesso rispetto al valore equo di tutte le attività identificabili pagato da una società acquirente. In questo caso si parla di “*ESG Premium*”.

4.1.1 L'oggetto della *due diligence* ESG

Inquadrati i profili generali della *due diligence* ESG, veniamo adesso al suo contenuto. Essa si concentra tipicamente su tre aree principali³⁸¹:

- a) *fattori ambientali*: questa dimensione valuta l'impatto ambientale di un'azienda, prendendo in considerazione elementi come l'impronta di carbonio, l'uso delle risorse, i livelli di inquinamento e l'impegno verso iniziative di sostenibilità. Tra queste rientrano l'adozione di energie rinnovabili e la gestione dei rifiuti. Oltre all'impatto ambientale di un'impresa, deve essere valutata anche la capacità di adattamento e di resilienza della stessa di fronte ai cambiamenti normativi a riguardo e ai rischi climatici fisici³⁸². Data la complessità dell'analisi, è necessaria la raccolta di una grande quantità di dati, il che comporta il coinvolgimento di esperti e *stakeholder* che collaborano con il *management* aziendale;
- b) *fattori sociali*: questo aspetto analizza il rapporto dell'azienda con i propri dipendenti e la comunità in cui opera. Vengono esaminati aspetti come le pratiche lavorative, il rispetto dei diritti umani, le politiche di diversità e inclusione, le iniziative di coinvolgimento comunitario e il rispetto degli standard etici lungo l'intera catena di fornitura. L'obiettivo è garantire che l'azienda operi in modo socialmente responsabile e contribuisca positivamente al contesto sociale in cui è inserita. Con l'aumento dell'attenzione da parte di investitori e *stakeholder* verso gli aspetti sociali della governance aziendale, fattori come la diversità, l'equità, l'inclusione, le condizioni di lavoro e il rispetto dei diritti umani sono diventati elementi chiave nella valutazione dei rischi associati a un'azienda³⁸³;
- c) *fattori di governance*: questa area riguarda l'analisi della struttura di *governance* aziendale, con particolare attenzione a politiche, divulgazioni e pratiche operative. Gli aspetti chiave includono la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura manageriale, la retribuzione dei dirigenti, la trasparenza, le pratiche di

³⁸¹ HILL L., “*Unlocking value: ESG due diligence as a catalyst for growth*” in International Financial Law Review, 2024, disponibile su <https://research.ebsco.com/c/cxrku5/viewer/html/ntfre7rkjr>

³⁸² LINDSAY P., “*Eyeing a merger or acquisition? Keep ESG at the top of your mind*”, in FORTUNE, 2022, disponibile su <https://fortune.com/2022/02/22/mergers-acquisitions-deals-esg-investing/>

³⁸³ BROWNSTEIN R. A., LU C. X.W., “*ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation*”, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE, 2022, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/24/esg-and-ma-in-2022- from-risk-mitigation-to-value-creation/>

gestione del rischio, la conformità alle normative e la presenza di controlli interni efficaci. Una *governance* solida è essenziale per garantire l'affidabilità, la sostenibilità e la responsabilità dell'azienda nei confronti degli investitori e delle parti interessate³⁸⁴.

Una valutazione approfondita di tutti e tre i fattori consente alla società di valutare meglio la sua redditività e il suo potenziale di creazione di valore a lungo termine per i suoi azionisti, fornendo al contempo la necessaria comprensione di eventuali “gap di valore” nelle operazioni dell'azienda e di altre potenziali aree di miglioramento³⁸⁵.

4.1.2 Possibili sfide nella *due diligence*

Nonostante l'importanza della *due diligence* ESG, permangono diverse sfide critiche:

- a) Qualità e affidabilità dei dati: la mancanza o la scarsità di dati ESG standardizzati e affidabili rende difficile per le aziende valutare le proprie *performance* e per gli investitori confrontare le credenziali ESG delle società. L'implementazione della direttiva UE sulla comunicazione societaria di *sostenibilità* (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*) potrebbe migliorare la qualità dei dati e contribuire a ridurre, ad esempio, il *greenwashing*;
- b) Mancanza di coerenza e trasparenza: le diverse metodologie e metriche adottate dalle aziende complicano il confronto e la valutazione ESG. Tuttavia, si prevede che l'adozione di standard normativi comuni, specialmente nell'UE, aumenterà la coerenza e l'affidabilità delle informazioni;
- c) Integrazione e materialità: integrare i fattori ESG nei processi decisionali d'investimento e collegarli in modo realistico alla performance finanziaria rimane tutt'oggi complesso. La narrativa che associa gli investimenti ESG a guadagni a breve termine si è rivelata fuorviante, suggerendo invece, come finora è stato detto,

³⁸⁴ ROBERTSON E., “*Sustainability and ESG: The Governance Factor and What It Means for Businesses*”, THE HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE, 2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/31/sustainability-and-esg-the-governance-factor-and-what-it-means-for-businesses/>

³⁸⁵ Ad esempio, differenze nelle pratiche ambientali o nella gestione della forza lavoro possono essere affrontate attraverso l'integrazione di politiche sostenibili e programmi di inclusione.

la necessità di considerare l'ESG come una strategia per la crescita a lungo termine³⁸⁶.

4.1.3 La *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD)

La crescente attenzione delle autorità di regolamentazione, tra cui la Commissione Europea, ha reso la *due diligence* ESG ancora più cruciale, spingendo le aziende a fornire informazioni dettagliate su rischi e strategie di sostenibilità. In questo contesto si inserisce la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), di cui si era già parlato nel capitolo secondo³⁸⁷, ma che merita un approfondimento in questa sede. La CSDDD mira ad assicurare che le società attive nel mercato interno contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, e, ove necessario, l'attribuzione di priorità, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto, la minimizzazione e la riparazione degli impatti negativi³⁸⁸, siano essi potenziali o effettivi, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse, nonché alle attività delle loro filiazioni e dei loro partner commerciali nelle catene di attività cui le società partecipano, e garantendo che le persone colpite dal mancato rispetto di tale obbligo abbiano accesso alla giustizia e ai mezzi di ricorso.³⁸⁹

L'impatto della CSDDD sulla *due diligence* ESG è significativo, poiché trasforma le pratiche ESG da un elemento volontario o strategico a un requisito giuridico obbligatorio per molte imprese, evitando così la frammentazione degli obblighi di due diligence nel mercato unico. Inoltre, migliora le pratiche di governo societario delle aziende soggette alla direttiva, che devono implementare sistemi di monitoraggio e gestione del rischio per valutare il rispetto dei diritti umani, degli standard lavorativi e delle normative ambientali lungo tutta la catena del valore. Ciò implica un maggiore impegno nella raccolta e nella

³⁸⁶ *Ibid. supra* nota 40

³⁸⁷ Cfr. *supra* Cap. 2, Par. 3.7. DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202401760

³⁸⁸ Per “impatto negativo” si intende l'impatto ambientale negativo o impatto negativo sui diritti umani, ex art. 3, par. 1, lett. c. Direttiva (UE) 2024/1760.

³⁸⁹ Considerando n. 16 DIRETTIVA (UE) 2024/1760

trasparenza dei dati ESG, nella comunicazione con gli *stakeholder* e nell'adozione di misure correttive in caso di violazioni³⁹⁰.

4.1.4 Dalla teoria alla pratica: i punti chiave della CSDDD

Delineati gli obiettivi della recente Direttiva, ci si può concentrare adesso sul contenuto. La norma principale è l'art. 5 rubricato "Dovere di diligenza", che riassume e anticipa i diversi obblighi specifici disciplinati dagli articoli seguenti³⁹¹. Il primo comma dell'art. 5, infatti, si rivolge agli Stati membri affinché provvedano a che ciascuna società eserciti il dovere di diligenza in materia di diritti umani e di ambiente, basato sul rischio ("*risk-based due diligence*"³⁹²) mediante:

- a) integrazione del dovere di diligenza nelle proprie politiche e nei propri sistemi di gestione dei rischi in conformità dell'art. 7;
- b) individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi o potenziali in conformità dell'art. 8 e, se necessario, attribuzione di priorità agli impatti negativi effettivi e potenziali in conformità dell'art. 9;
- c) prevenzione e attenuazione degli impatti negativi potenziali e arresto degli impatti negativi effettivi e minimizzazione della relativa entità in conformità degli artt. 10 e 11;
- d) riparazione degli impatti negativi effettivi in conformità dell'art. 12;
- e) svolgimento di un dialogo significativo con i portatori di interessi in conformità dell'art. 13;
- f) instaurazione e mantenimento di un meccanismo di notifica e una procedura di reclamo in conformità dell'art. 14;
- g) monitoraggio dell'efficacia della politica e delle misure relative al dovere di diligenza in conformità dell'art. 15;

³⁹⁰ GORVESE G. C., "La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive. (Dalla "Insostenibile leggerezza" dello scopo sociale alla "Obbligatoria sostenibilità" della due diligence)", in Rivisteweb, Il Mulino, Bologna, 2022, pagg. 391-42.

³⁹¹ LENZI D., "La regolazione del rischio di danno ambientale per le società di capitali", in CERRATO A., "Impresa e gestione dei rischi. Profili giuridici del risk management", Giappichelli, Torino, 2019, pagg. 233 ss.

³⁹² La due diligence è basata sul rischio. Le misure che un'impresa adotta per condurre la due diligence devono essere commisurate alla gravità e alla probabilità dell'impatto negativo. Quando la probabilità e la gravità di un impatto negativo sono elevate, la due diligence deve essere più estesa.

h) comunicazione pubblica sul dovere di diligenza in conformità dell'art. 16³⁹³.

L'enfasi attribuita all'analisi del rischio si conferma nelle norme successive. L'art. 7 rubricato "Integrazione del dovere di diligenza nelle politiche e nei sistemi di gestione dei rischi della società", stabilisce che la prima azione per adempiere al dovere di diligenza consista nell'integrazione del dovere medesimo in tutte le sue pertinenti politiche della società e nei suoi pertinenti sistemi di gestione del rischio ("*risk management system*").

Al paragrafo 2 del medesimo articolo sono stabilite le modalità ed i contenuti della suddetta integrazione:

- (a) la descrizione dell'approccio della società al dovere di diligenza, anche a lungo termine;
- (b) la realizzazione di un codice di condotta che illustri le norme e i principi cui devono attenersi la società, le società controllate e i *partner* commerciali diretti o indiretti;
- (c) la descrizione delle procedure predisposte per l'integrazione e l'esercizio del dovere di diligenza, comprese le misure adottate per verificare il rispetto del codice di condotta ed estenderne l'applicazione alle controparti contrattuali. Si specifica che la politica di due diligence debba essere aggiornata tempestivamente a seguito di modifiche rilevanti delle condizioni di fatto e, in ogni caso, deve essere riesaminata ogni 24 mesi³⁹⁴.

Ebbene, è evidente come l'art. 7 si concentri su quanto sia fondamentale focalizzarsi sul *risk management system* e, di conseguenza, adottare misure adeguate alla prevenzione dei potenziali impatti negativi – di cui a breve – o, qualora la prevenzione non sia realizzabile o non immediatamente possibile, per gestirli opportunamente. Pertanto, queste misure di prevenzione devono includere scadenze precise e ragionevoli per l'implementazione delle misure adeguate (art. 7, par. 2, lett. c), oltre a indicatori qualitativi e quantitativi utili a

³⁹³ Art. 5 "Dovere di diligenza", DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859.

³⁹⁴ Art. 7 "Integrazione del dovere di diligenza nelle politiche e nei sistemi di gestione dei rischi della società", DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859.

monitorare i progressi. Inoltre, considerata l'attenzione sul contesto economico finanziario (art. 7, par. 2, lett. b), si prevede la possibilità di richiedere ai partner commerciali diretti garanzie contrattuali per assicurare il rispetto del codice di condotta aziendale.

4.1.5 L'identificazione degli impatti negativi

Si è detto che il processo per attuare il dovere di diligenza in materia di sostenibilità, già incorporato nelle strategie aziendali e nei sistemi di gestione del rischio dell'impresa, ha inizio con l'obbligo di individuare gli impatti negativi concreti e possibili.

All'art. 8 della CDDD rubricato "Individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi e potenziali", si dispone che le società adottino misure adeguate³⁹⁵ a mappare – ed eventualmente a valutare approfonditamente – le proprie attività, quelle delle controllate e dei *partner* commerciali³⁹⁶ facenti parte della catena delle attività (*chain of activities*³⁹⁷), tenendo conto dei fattori di rischio pertinenti³⁹⁸. In primis, l'individuazione di tali impatti dovrebbe basarsi su informazioni quantitative e qualitative, come ad esempio, per gli impatti ambientali negativi, l'impresa dovrebbe ottenere informazioni sulle condizioni di base nei siti o nelle strutture a rischio più elevato nelle catene del valore. Oltre ciò, l'identificazione degli impatti negativi dovrebbe avvenire in modo dinamico e con valutazioni periodiche, considerando sia i diritti umani sia il contesto

³⁹⁵ Per "misure adeguate" di cui sopra, si intendono misure in grado di raggiungere gli obiettivi previsti dalla *due diligence* di sostenibilità, affrontando efficacemente gli impatti negativi in modo commisurato al livello di gravità degli stessi e alla probabilità del loro verificarsi, tenendo conto delle circostanze di ogni caso specifico, comprese la disponibilità delle misure per la società, nonché i fattori di rischio rilevanti. (art. 3, par 1, lett. o).

³⁹⁶ La definizione di "*partner commerciale*", ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. f, indica i soggetti con cui la società ha concluso un accordo commerciale connesso alle attività, ai prodotti o ai servizi o al quale la società fornisce servizi nella catena di attività ("*partner commerciale diretto*"), oppure che non è un *partner commerciale diretto*, ma che svolge operazioni commerciali connesse alle attività, ai prodotti o ai servizi della società ("*partner commerciale indiretto*").

³⁹⁷ La "*chain of activities*" comprende oggi, come da definizione dell'art. 3, par. 1, lett. g, le attività dei *partner commerciali* a monte di una società (*upstream*), relative alla produzione di beni o alla fornitura di servizi, compresa la progettazione, l'estrazione, l'approvvigionamento, la produzione, il trasporto, lo stoccaggio e la fornitura di materie prime, prodotti o parti di prodotti e lo sviluppo del prodotto o del servizio, e le attività dei *partner commerciali* a valle di una società (*downstream*), relative alla distribuzione, al trasporto e allo stoccaggio del prodotto.

³⁹⁸ Art. 8 "Individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi e potenziali", DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859.

ambientale. Queste analisi vanno effettuate prima di nuove attività o collaborazioni, prima di decisioni rilevanti o cambiamenti operativi, in previsione di trasformazioni nel contesto aziendale e almeno una volta all'anno per tutta la durata dell'attività.

Ebbene, sulla base di tali mappature si deve effettuare una successiva valutazione approfondita delle attività dei destinatari dell'art. 8, nei settori in cui è stata individuata una maggiore probabilità che gli impatti negativi si verifichino e siano di maggiore gravità. Svolte tali valutazioni, se le società rilevano che non possono prevenire, arrestare, o ridurre contemporaneamente gli impatti negativi identificati e in tutta la loro portata tutti gli impatti negativi individuati, devono assegnare loro un ordine di priorità in base alla gravità e alla probabilità che verifichino (art. 9)³⁹⁹. Dopo aver affrontato gli impatti negativi più gravi e più probabili entro un ragionevole termine, in conformità degli artt. 10 o 11, la società dovrà occuparsi progressivamente degli impatti negativi meno gravi e meno probabili.

4.1.6 Le misure adeguate di prevenzione e di arresto

Analizzando adesso le misure adeguate *in concreto*, la società, ai sensi dell'art. 10, par.1, deve innanzitutto: (a) verificare se il potenziale impatto negativo possa essere causato solo dalla società, oppure congiuntamente da questa, una controllata e un *partner* commerciale⁴⁰⁰, oppure solo da quest'ultimo; (b) chiedere allo stesso garanzie contrattuali quanto al rispetto del codice di condotta della società e, se necessario, di un piano d'azione di prevenzione; (c) chiedere ai *partner* commerciali diretti di pretendere a loro volta garanzie contrattuali equivalenti dai rispettivi *partner*, nella misura in cui le loro attività rientrino nella catena di attività della società ('sistema a cascata contrattuale')⁴⁰¹.

³⁹⁹ Art. 9 "Attribuzione di priorità agli impatti negativi effettivi e potenziali individuati", DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859.

⁴⁰⁰ Nel caso in cui il *business partner* sia una PMI, la società deve altresì fornire un sostegno finanziario mirato e proporzionato, oppure un supporto ai sistemi di gestione ed organizzazione, consentendo l'accesso allo sviluppo di capacità e alla formazione.

⁴⁰¹ Le garanzie contrattuali sono accompagnate da misure adeguate di verifica della conformità, per le quali la società può richiamarsi a una verifica di terzo indipendente, anche attraverso iniziative di settore o multipartecipative (art. 10, par. 5). La verifica di terzo indipendente, ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. h, è definita come la verifica del fatto che la società o parti della sua catena di attività assolvano gli obblighi in

Tenuto conto degli elementi appena esposti, la società è tenuta a adottare le misure adeguate seguenti⁴⁰²:

1) a causa della natura o della complessità delle misure necessarie per la prevenzione, elaborare e attuare un piano d'azione di prevenzione, con scadenze d'azione ragionevoli e chiaramente definite e indicatori qualitativi e quantitativi per misurare il miglioramento. Il piano d'azione di prevenzione è elaborato in consultazione con le parti interessate;

2) chiedere garanzie contrattuali a un *partner* commerciale con il quale intrattengono un rapporto d'affari diretto che garantirà il rispetto del codice di condotta della società e, se necessario, un piano d'azione di prevenzione, anche chiedendo ai loro partner le corrispondenti garanzie contrattuali, nella misura in cui le loro attività fanno parte della catena del valore della società (cascata contrattuale);

3) effettuare gli investimenti finanziaria o non finanziari necessari, ad esempio nei processi e nelle infrastrutture di gestione o di produzione;

4) apportare le modifiche o i miglioramenti necessari al piano aziendale, alle strategie generali e alle attività della società stessa, comprese le pratiche di acquisto, la progettazione e le pratiche di distribuzione;

5) fornire un sostegno mirato e proporzionato a una piccola e media impresa (PMI)⁴⁰³ con la quale l'impresa intrattiene relazioni commerciali consolidate, qualora il rispetto del

materia di diritti umani e di ambiente derivanti dalla direttiva, la quale è effettuata da un esperto obiettivo, completamente indipendente dalla società, che sia esente da conflitti di interesse e da pressioni esterne, che possieda esperienza e competenza in materia di diritti umani o di ambiente, a seconda della natura dell'impatto negativo. Inoltre, l'esperto è responsabile della qualità e dell'attendibilità della verifica.

⁴⁰² Art. 10 "Prevenzione degli impatti negativi potenziali", DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859.

⁴⁰³ La raccomandazione 2003/361 della Commissione definisce come piccole e medie imprese (PMI) le aziende il cui personale e peso economico sono al di sotto di determinati limiti. *Un'impresa di medie dimensioni* ha fino a 250 dipendenti, un fatturato fino a 50 milioni di euro e un totale di bilancio fino a 43 milioni di euro; un'*impresa di piccole dimensioni* ha fino a 50 dipendenti e un fatturato o un totale di bilancio fino a 10 milioni di euro; una *microimpresa* ha fino a dieci dipendenti e un fatturato o un totale di bilancio fino a 2 milioni di euro.

codice di condotta o del piano d'azione di prevenzione mettesse a repentaglio la redditività della PMI;

6) in conformità al diritto dell'Unione, compreso il diritto della concorrenza, collaborare con altri soggetti, anche, se del caso, al fine di aumentare la capacità della società di porre fine all'impatto negativo, in particolare quando nessun'altra azione è adeguata o efficace.

Finora si è parlato di prevenire, con l'art. 11, invece, pur ricalcando la struttura dell'articolo 10, si parla di arrestare o, se ciò non fosse possibile, di ridurre al minimo l'impatto di eventi negativi già verificatisi. Per raggiungere questo scopo, si adottano misure adeguate che coinvolgono la società, le sue controllate e i partner commerciali all'interno della catena di attività. In questo contesto, il piano d'azione che deve essere predisposto, qualora l'impatto negativo effettivo non possa essere immediatamente eliminato o attenuato, non sarà preventivo, bensì correttivo. Le misure da adottare restano quelle esposte pocanzi, tra cui: la richiesta di garanzie contrattuali ai partner commerciali diretti e indiretti; investimenti finanziari e non finanziari; modifiche al business plan o alle strategie aziendali e supporto alle PMI. Tali interventi dovranno essere proporzionati alla gravità dell'impatto negativo e al grado di coinvolgimento della società nella sua occorrenza⁴⁰⁴.

Infine, tra le misure che le società devono adottare, vale la pena menzionare quelle di ultima risorsa, che riguardano la sospensione o la risoluzione dei contratti.

In particolare, qualora gli impatti negativi non possano essere prevenuti o attenuati sufficientemente (*ex art. 10, par. 6*), o arrestati, o minimizzati (*ex art. 11, par. 7*), la società deve astenersi dall'allacciare un nuovo rapporto o prolungare un rapporto esistente con un *partner* commerciale con il quale o nella cui catena di attività sia emerso l'impatto negativo. Inoltre, la società può, come ultima opzione, adottare e attuare, senza indebito ritardo, un piano d'azione di prevenzione (o di correzione) rafforzato per far fronte allo specifico impatto negativo, utilizzando o incrementando la propria influenza (c.d. effetto leva) attraverso la sospensione temporanea dei rapporti commerciali. Se non vi è alcuna ragionevole aspettativa che questi sforzi abbiano successo, o se l'attuazione del piano d'azione di prevenzione (o di correzione) rafforzato non riesca a prevenire o attenuare

(oppure arrestare o minimizzare) l’impatto negativo, la società dovrà cessare il rapporto commerciale in relazione alle attività interessate, qualora l’impatto negativo sia grave⁴⁰⁵.

4.2 Il rating ESG

Durante la fase di *due diligence*, come risulta dall’analisi dell’operazione di F2i e ReLife, i fattori ESG intervengono nell’ambito delle operazioni di M&A sotto un altro profilo: il c.d. *rating* (o *rating* ESG), una valutazione della *performance* di sostenibilità aziendale, che diventa dirimente ai fini della realizzazione dell’operazione.

L’analisi della suddetta *performance* prende il nome di *rating* o *rating* ESG⁴⁰⁶. Con l’espressione “*rating* ESG” si intende un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi – come nel caso di F2i e le quattro categorie *Good, Fair, Poor e Bad* –, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di *governance*, o in merito all’esposizione di un elemento valutato a rischi o all’impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di *governance*, che si basa sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione costituito da categorie di *rating*, indipendentemente dal fatto che tale *rating* ESG sia denominato “*rating* ESG”, “*parere* ESG” o “*punteggio* ESG”⁴⁰⁷.

Il compito di elaborare un *rating* ESG è attribuito alle agenzie di *rating*⁴⁰⁸. Per garantire trasparenza e integrità dell’attività di *rating* è stato promulgato il regolamento (UE)2024/3005 del Parlamento europeo e del Consiglio. Tale regolamento introduce i requisiti specifici che le agenzie di *rating* devono soddisfare per operare legalmente nel

⁴⁰⁵ Art. 11 “Arresto degli impatti negativi effettivi”, DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859. Sul punto ADDAMO S., “*Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell’UE?*”, 2024, disponibile su https://onelegale.wolterskluwer.it/document/le-novita-del-testo-finale-della-corporate-sustainability-due-diligence-directive-un-cambio-di-passo-per-la-politica-di-sostenibilita-dell-ue/10AR0000301278ART1?searchId=2823709336&pathId=9d34f3e1c4d56&offset=13&contentModuleContext=all#a_nota_n32

⁴⁰⁶ SABELLI D., “*I fattori ESG nelle operazioni di M&A*”, 2022, <https://www.4clegal.com/hot-topic/fattori-esg-operazioni>

⁴⁰⁷ Art. 3 “Definizioni” REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sulla trasparenza e sull’integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859

⁴⁰⁸ COULMONT M., LOOMIS S., BERTHELOT S., GANGI F., “*Determinants and impacts of sustainability disclosure. Sustainability disclosure: state of the art and new directions*”, Emerald, Bingley, 2025. V. anche AVETISYAN E., HOCKERTS K., “*The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of industrial retrogression*”, Bus. Strateg. Environ, 2017, pagg. 316-330.

mercato dell'Unione europea. Anzitutto, le agenzie di *rating* sono persone giuridiche e possono avere sede nell'Unione europea o no: le prime devono ottenere un'autorizzazione dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) per poter operare; le seconde, invece, possono operare nell'Unione europea attraverso meccanismi di equivalenza, avallo o riconoscimento⁴⁰⁹. Esse utilizzano una grande quantità di informazioni, ottenute dalle aziende stesse attraverso la somministrazione di questionari che comportano un processo laborioso e l'analisi di informazioni pubbliche (rapporti, notizie, etc.), esaminate da un *gruppo* di lavoro interdisciplinare che opera in diverse aree geografiche⁴¹⁰. In particolare, nei diversi processi di valutazione vengono sempre considerati tre aspetti di misurazione: *a)* le categorie macro (ambientale, sociale e di *governance*) e i criteri positivi inclusi in ciascuna di esse; *b)* le attività controverse di un'impresa; e *c)* il processo di normalizzazione dei loro *rating* rispetto al settore industriale di riferimento⁴¹¹.

Per quanto riguarda il loro operato, al fine di garantire che i *rating* ESG utilizzati nell'Unione europea siano indipendenti, comparabili, ove possibile, imparziali, sistematici e di buona qualità, è importante che le attività di *rating* ESG siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buona *governance* e che contribuiscano allo stesso tempo all'agenda dell'Unione europea in materia di finanza sostenibile. Una migliore comparabilità e una maggiore affidabilità dei *rating* ESG migliorerebbero l'efficienza di tale mercato in rapida crescita, facilitando in tal modo i progressi verso il conseguimento degli obiettivi del Green Deal europeo⁴¹². Pertanto, il lavoro delle agenzie di *rating* ESG è quello di mettere a disposizione una valutazione delle *performance* aziendali che si affianca alle valutazioni “tradizionali” legate al rendimento economico dell'impresa prendendo in considerazione anche altre variabili

⁴⁰⁹ Art 4 “Requisiti per esercitare un'attività nell'Unione” REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859

⁴¹⁰ LANDI G. C., “Sostenibilità e rischio d'impresa. Evidenze e criticità dei Rating ESG”, CEDAM, Padova, 2020, pag. 60.

⁴¹¹ *Idem*

⁴¹² Capo I “Requisiti organizzativi, processi e documenti relativi alla governance”, REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859

fondamentali come l'impatto ambientale, il rispetto dei diritti umani, la diversità di genere nei ruoli apicali, la trasparenza amministrativa, per citare alcuni esempi⁴¹³.

4.2.1 Il ruolo del *rating* ESG nelle operazioni di M&A: la selezione della target

Come anticipato, i *rating* ESG svolgono un ruolo importante nei mercati mondiali dei capitali, in quanto gli investitori, i mutuatari e gli emittenti utilizzano sempre più i *rating* ESG nel processo che li porta a prendere decisioni informate in materia di investimenti e finanziamenti sostenibili. Gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione vita e non vita e le imprese di riassicurazione, tra gli altri, fanno spesso ricorso ai *rating* ESG come riferimento per le prestazioni in termini di sostenibilità o per i rischi e le opportunità in termini di sostenibilità nel contesto della loro attività di investimento. Ne consegue che i *rating* ESG hanno un impatto significativo sul funzionamento dei mercati e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori⁴¹⁴. D'altra parte, le aziende che non affrontano e valutano queste tematiche rischiano di essere escluse a monte dalle opportunità di mercato, a causa delle potenziali ripercussioni negative⁴¹⁵.

Nel contesto delle operazioni di M&A, la valutazione di un'azienda da parte delle agenzie di *rating* assume un'importanza rilevante. Come già esposto pocanzi, il *rating* ESG si inserisce nella fase di *due diligence*. Le aziende acquirenti e gli investitori utilizzano i *rating* ESG per selezionare potenziali *target*, escludendo quelle con punteggi ESG critici o che operano in settori non allineati ai criteri di sostenibilità.

Le agenzie di *rating* assegnano un punteggio (c.d. *score ESG*) in base al grado di *compliance* con le direttive internazionali in materia di sostenibilità, all'impatto ambientale generato dall'attività economica, al rispetto dei valori sociali e agli aspetti legati alla *governance* societaria, o al grado di rischio cui una società è sottoposta in relazione a tali fattori⁴¹⁶. Le imprese, dunque, possono avere un *rating* ESG elevato o

⁴¹³ ESG 360, “*ESG Rating Agency: la sfida di misurare la sostenibilità*”, 2023, disponibile su <https://www.esg360.it/sustainability-management/esg-rating-agency-la-sfida-di-misurare-la-sostenibilita/>

⁴¹⁴ Considerando 10, REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859

⁴¹⁵ ESG 360, “*ESG e M&A: quale impatto*”, 2024, disponibile su https://www.esg360.it/finance-esg/esg-e-ma-quale-impatto/?utm_source=chatgpt.com

⁴¹⁶ *Ibid.* supra nota 34

basso. Nel primo caso, le imprese sono percepite come meno rischiose e più resilienti nel lungo termine. Questo si traduce in una maggiore attrattività per gli investitori e in una valutazione economica superiore⁴¹⁷. Nel secondo caso, invece, le imprese possono subire uno sconto sul prezzo di acquisto o richiedere piani di ristrutturazione per allinearsi agli standard ESG dell'acquirente⁴¹⁸. Un punteggio basso può comportare rischi reputazionali e operativi che gli acquirenti o gli investitori non sono disposti a prendere. Come si è visto nel caso F2i e ReLife, un *rating* ESG elevato può rendere un'azienda più attrattiva per fondi di *private equity*, investitori istituzionali e grandi *corporate* impegnate nella transizione sostenibile. È possibile, quindi, considerarlo un "filtro" di valutazione per l'identificazione della società *target*.

4.3 Il *pricing*

Un altro aspetto meritevole di attenzione in relazione all'impatto che i fattori ESG possono avere sulle operazioni di M&A riguarda il c.d. *pricing*, che rappresenta la traduzione concreta in termini di quantificazione di rendimento economico-finanziario del valore ESG emerso in fase di *due diligence*⁴¹⁹. Ai fini della determinazione del *pricing* va aggiunto il c.d. premio di acquisizione, cioè la differenza tra il prezzo pagato per acquisire un'azienda e il suo valore di mercato preacquisizione. In altre parole, rappresenta l'importo extra che l'acquirente è disposto a pagare rispetto al valore corrente dell'azienda *target*, solitamente espresso come prezzo delle azioni o valore aziendale⁴²⁰. Il premio di acquisizione viene giustificato da diverse componenti: *i*) una componente legata ai miglioramenti gestionali interni, che l'investitore interessato all'acquisizione del pacchetto di controllo è in grado di apportare all'azienda oggetto di analisi; *ii*) una seconda componente è derivante dal diritto di controllo, ovvero dalla possibilità che il nuovo capitale di comando utilizzi l'azienda acquisita per estrarre vantaggi, monetari e non, a proprio esclusivo favore.; *iii*) infine, una terza componente è originata dalle

⁴¹⁷ DEVALLE A., LIPARI F., "ESG e valutazione delle aziende: quali prospettive", 2022, disponibile su https://www.esg360.it/finance-esg/esg-e-valutazione-delle-aziende-quali-prospettive/?utm_source=chatgpt.com

⁴¹⁸ BELLUCO I. A., TRANI V., "I fattori ESG quali parametri di valutazione delle operazioni di M&A", in "Non solo diritto bancario", 2024, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/i-fattori-esg-quali-parametri-di-valutazione-delle-operazioni-di-ma/>

⁴¹⁹ *Idem*

⁴²⁰ GIAKOUMELOU A., RANDAZZO R., SLAVI A., "ESG e M&A. Normativa, operazioni e premi per il controllo", Giuffrè, 2023, pagg. 112 ss.

sinergie che è possibile generare dall'integrazione tra la società acquirente e la società acquisita. In merito alle sinergie attese in un'acquisizione, ed al prezzo corrisposto, queste possono essere ulteriormente rafforzate da un comportamento ESG virtuoso della società *target*. Infatti, a parità di condizioni, un'azienda che presenta un profilo ESG migliore rispetto ad un'altra azienda di eguali caratteristiche ma con un profilo ESG di minore qualità, dovrebbe vedersi riconosciuto un premio di acquisizione maggiore. Il maggiore prezzo offerto per la società virtuosa dovrebbe riflettere i benefici derivanti dal disporre di una più elevata *performance* in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*, la quale può trovare a sua volta concreta applicazione, ad esempio, nel prevalere di componenti tecnologicamente innovative oppure nell'adozione di iniziative *ad hoc* per la tutela dell'ambiente⁴²¹.

Sebbene le metodologie e i criteri per quantificare l'impatto dei fattori ESG sul valore complessivo di un'operazione di M&A siano ancora in fase di sviluppo e caratterizzati da una certa complessità, studi di settore e analisi⁴²² di mercato hanno evidenziato una correlazione diretta tra il livello di sostenibilità di un'azienda e il premio di acquisizione. In particolare, un sondaggio di McKinsey & Company⁴²³, società di consulenza americana, evidenzia come la maggior parte degli investitori sarebbe disposta a riconoscere un incremento di valore ESG compreso tra il 10% e il 20%, con alcune eccezioni in cui tale percentuale può raggiungere anche il 40%, per le imprese che dimostrano un forte impegno in ambito sostenibile⁴²⁴. Dunque, si ritiene che l'interazione tra fattori di sostenibilità e premio di acquisizione possa essere ancora più evidente e il c.d. "*ESG premium*"⁴²⁵ ancora più impattante rispetto al valore *as is* delle società, nell'ambito di quelle operazioni in cui i fattori ESG non rappresentano soltanto uno dei

⁴²¹ *Idem*

⁴²² MCKINSEY, "*The ESG premium: new perspectives on value and performance*", 2020, disponibile su <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>

⁴²³ Il sondaggio online è stato effettuato da McKinsey nel luglio del 2019 e ha raccolto risposte da 558 partecipanti in rappresentanza di un'ampia gamma di regioni, settori e dimensioni aziendali.

⁴²⁴ *Ibid. supra* nota 292

⁴²⁵ L'*ESG premium* è il premio o il valore aggiuntivo che gli investitori e il mercato attribuiscono a un'azienda o a un asset in base alle sue performance ambientali, sociali e di governance (ESG - Environmental, Social, Governance).

diversi parametri valutativi da tenere in considerazione seppur in via non dirimente, ma incarnano la *ratio* stessa dell'acquisizione⁴²⁶.

5. Il rapporto tra l'impresa e gli *stakeholder*

Come anticipato all'inizio del presente capitolo, nel contesto del nuovo approccio alle operazioni di M&A orientate alla sostenibilità, emergono quattro aspetti fondamentali: i) l'evoluzione dei processi di *due diligence*, sempre più incentrati sull'integrazione dei fattori ESG; ii) la valutazione della *performance* aziendale tramite il *rating* ESG; iii) la determinazione del *pricing* al quale si aggiunge il premio di acquisizione o *ESG premium*; e infine iv) il cambiamento nel rapporto tra azionisti e *stakeholder*.

Con riferimento all'ultimo aspetto, emerge la necessità di un dialogo più ampio e strutturato con gli *stakeholder*, volto a garantire una crescita sostenibile e responsabile. Quest'ultimo fenomeno prende il nome di *stakeholderism*, che attiene al concetto di *corporate purpose*, il quale evoca il fine che le società devono perseguire nello svolgere la propria attività. La società, invero, non deve limitarsi al contemplare solo l'interesse privatistico della creazione di valore per i soci, ma deve valorizzare altresì la considerazione degli interessi dei c.d. *stakeholder*, o portatori di interesse (tra cui gli azionisti, i creditori, i clienti, i fornitori, i lavoratori)⁴²⁷. Lo *stakeholderism* può essere interpretato in tre accezioni principali. Secondo una visione progressista⁴²⁸, le società non devono esclusivamente generare profitto per i soci, ma anche contribuire al progresso di interessi pubblicistici, come la tutela dell'ambiente e della salute, ponendo sullo stesso piano la creazione di valore per i soci e il benessere degli altri *stakeholder*. Da un altro punto di vista⁴²⁹, le società devono in ogni caso mirare al profitto ma, al contempo, devono assumersi la responsabilità di ridurre le esternalità negative (si fa riferimento all'inquinamento, alle condizioni di lavoro, ecc.), adottando politiche di sostenibilità. Infine, da una prospettiva di lungo termine, lo *stakeholderism* è visto come un mezzo per

⁴²⁶ *Ibid. supra* nota 292

⁴²⁷ BELLINI E., BASILICO S., “*Lo shareholderism (shareholder value) vs. lo stakeholderism*”, in “*La tutela degli stakeholders. L'espansione dell'interesse sociale*”, a cura di ROMANELLI S., NAPOLITANO B., Il Sole 24 ORE, https://dem.ilsole24ore.com/pagemanager/files/3036/societa_commerciali/Pagine%201-8.pdf

⁴²⁸ ROCK E., “*For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*”, in ECGI Working Paper Series in Law, n. 515, 2020, in <https://papers.ssrn.com>;

⁴²⁹ MAYER C., “*The future of the corporation and the economic purpose*”, 2020, disponibile su <https://papers.ssrn.com>

garantire una crescita sostenibile nel tempo. Si oppone, quindi, al concetto di *short-termism*, ossia la ricerca di profitti immediati senza considerare rischi futuri⁴³⁰.

Ciò detto, ci si domanda come il concetto di *stakeholderism* si inserisca nel processo di integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A. Ebbene, tale fenomeno è strettamente connesso alla nuova *due diligence* ESG. La politica di *due diligence* esposta finora dovrà essere sviluppata previa consultazione dei dipendenti e dei loro rappresentanti, come previsto dall'art. 7 della direttiva appena esaminata. Questo rafforzato coinvolgimento degli *stakeholder* non solo ridefinisce le priorità strategiche delle operazioni di M&A, ma contribuisce anche a modellare un approccio più consapevole e inclusivo, in linea con le nuove esigenze del mercato e della regolamentazione. Invero, il rafforzato coinvolgimento degli *stakeholder* nei processi volti ad attuare il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità è uno dei profili più rilevanti della CSDDD.

La disposizione chiave al riguardo è l'art. 13, relativo al dialogo significativo con i portatori di interessi⁴³¹ (*stakeholder*), che contempla: (i) un dovere di informazione piena a favore di questi ultimi e un dovere di consultazione nelle varie fasi della *due diligence* di sostenibilità, a partire dall'identificazione degli impatti negativi effettivi e potenziali (art. 13, par. 3, lett. a); (ii) lo sviluppo dei piani d'azione preventivi e correttivi (art. 13, par. 3, lett. b); (iii) l'adozione di misure appropriate per arrestarli (art. 13, par. 3, lett. c); (iv) e l'adozione di misure per fornire riparazione (art. 13, par. 3, lett. d); (v) fino allo sviluppo di indicatori qualitativi e quantitativi per il monitoraggio (art. 13, par. 3, lett. e)⁴³². Qualora non sia ragionevolmente possibile dialogare in modo efficace con gli *stakeholder* nella misura necessaria per conformarsi agli obblighi della direttiva, anche mediante iniziative di settore o multi-partecipative⁴³³, le società si consultano con esperti

⁴³⁰ *Idem*

⁴³¹ I "portatori di interessi" sono definiti dall'art. 3, par. 1, lett. n mediante un elenco, che non pare essere tassativo, in cui si menzionano, tra gli altri: dipendenti, sindacati e rappresentanti dei lavoratori, consumatori e altre persone fisiche, gruppi, comunità o soggetti i cui diritti o interessi sono o potrebbero essere lesi dai prodotti, dai servizi e dalle attività della società, delle sue filiazioni e dei suoi *partner* commerciali, le istituzioni nazionali in materia di diritti umani e ambiente e le organizzazioni della società civile.

⁴³³ L'art. 3, par. 1, lett. j, definisce l'«iniziativa di settore o multipartecipativa» come un insieme su base volontaria di procedure, strumenti e meccanismi di *due diligence*, sviluppato e supervisionato da governi, associazioni di settore, organizzazioni interessate, comprese le organizzazioni della società civile, o

in grado di fornire informazioni credibili sugli impatti negativi effettivi o potenziali (art. 13, par. 4)⁴³⁴.

Nel consultare i portatori di interessi, le società identificano e affrontano gli ostacoli al dialogo e provvedono a che i partecipanti non siano soggetti ad azioni di ritorsione o rivalsa, anche mantenendo la riservatezza e l'anonimato (art. 13, par. 5).

L'art. 13 consiste in una disposizione che attua il cosiddetto “*stakeholderism* democratico”, secondo il quale la società, pur restando libera di perseguire lo scopo lucrativo, è tenuta a coinvolgere gli *stakeholder* attraverso canali democratici, come una rappresentanza, sia pur minoritaria, nei consigli di amministrazione secondo il modello della cogestione tedesca, oppure mediante dei tavoli di concertazione in cui i diversi portatori di interessi possano presentare le proprie istanze ed esercitare delle “pressioni democratiche”⁴³⁵.

6. Considerazioni finali

L'ESG un tempo *metrica accessoria*, si è trasformato in una considerazione primaria per gli investitori impegnati nelle analisi legate al mondo M&A, ridisegnando le strategie aziendali e rimescolando le priorità⁴³⁶. Adottare un approccio ESG ben strutturato comporta un rischio di investimento inferiore e una migliore qualità di gestione, rendendo le aziende obiettivi di operazioni di M&A più attraenti con premi più elevati⁴³⁷.

raggruppamenti combinazioni di essi, a cui le società possono partecipare al fine di sostenere l'attuazione degli obblighi relativi al dovere di diligenza.

⁴³⁴ Art. 13 “Dialogo significativo con i portatori di interessi”, DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859. ADDAMO S., “*Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*”, 2024, disponibile su https://onelegale.wolterskluwer.it/document/le-novita-del-testo-finale-della-corporate-sustainability-due-diligence-directive-un-cambio-di-passo-per-la-politica-di-sostenibilita-dell-ue/10AR0000301278ART1?searchId=2823709336&pathId=9d34f3e1c4d56&offset=13&contentModuleContext=all#a_nota_n32

⁴³⁵ BARCELLONA E., “*La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*”, in “*Riv. soc.*”, 2022, p. 4 ss.

⁴³⁶ GORDON D., “*M&A e ESG: cosa sta cambiando*”, 2023, disponibile su https://www.esg360.it/finance-esg/merger-and-acquisition-e-esg-cosa-sta-cambiando/?utm_source=chatgpt.com

⁴³⁷ MAUNG M., WILSON C., YU W., “*Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions*”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020.

A riprova di ciò, lo studio di KPMG “*Global ESG due diligence 2024*”⁴³⁸, evidenzia che quattro *dealmaker* su cinque a livello globale considerano le tematiche ESG nella loro agenda M&A. Il 55% degli intervistati è disposto a pagare un premio compreso tra l’1% e il 10% per *asset* con elevata maturità ESG, sottolineando l’importanza crescente di questi fattori nelle valutazioni aziendali. Inoltre, lo studio sottolinea come la *due diligence* ESG rimanga una necessità per i *dealmaker*. Invero, gli investitori, al fine di generare valore finanziario, incorporano i criteri ESG nelle loro strategie analizzando rischi e opportunità legati alle normative in costante evoluzione e alle aspettative ESG che ne conseguono, utilizzando strumenti come piani d’azione rapidi e analisi delle fonti di finanziamento per migliorare le prestazioni dell’investimento.

Dall’integrazione dei fattori ESG nelle operazioni M&A, gli acquirenti, invero, possono ottenere i seguenti vantaggi: *i)* efficienze operative quali riduzione dei costi di produzione e di trasporto derivanti dall’impiego di materiali più leggeri e rispettosi dell’ambiente; *ii)* minor consumo di risorse e minori costi, ad esempio riduzione dell’uso di energia o acqua.; *iii)* miglioramento dei tassi di fidelizzazione dei dipendenti e riduzione del tasso di abbandono del personale e dei relativi costi di sostituzione; *iv)* aumentare la fedeltà dei clienti al marchio, con conseguente incremento delle vendite e del potere di determinazione dei prezzi⁴³⁹.

Tuttavia, non si escludono delle criticità relative all’integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A. Alcuni studi dimostrano che gli incidenti ESG⁴⁴⁰ hanno un impatto negativo sia sulla probabilità di successo dell’operazione che si intende realizzare, che sui premi⁴⁴¹. Le aziende *target* e acquirenti che subiscono incidenti ambientali o sociali affrontano tassi di successo inferiori e premi ridotti. A differenza dei primi due, gli incidenti di *governance* non mostrano alcun effetto statisticamente significativo sui risultati della fusione per entrambe le parti⁴⁴². Un altro aspetto da considerare è l’effettiva

⁴³⁸ KPMG, “*Global ESG due diligence + study 2024. Dal rischio alla creazione di valore*”, disponibile su <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2024/07/global-esg-due-diligence--study-2024.html>

⁴³⁹ GALPIN T., DE VIBE M., “*Incorporating ESG across the M&A process*”, in *Strategy & Leadership*, Emerald Publishing Limited, pagg. 29-37, 2024.

⁴⁴⁰ Per incidenti ESG si intendono eventi negativi che riguardano aspetti ambientali, sociali o di governance che possono danneggiare la reputazione, il valore di mercato e la performance di un’azienda.

⁴⁴¹ Si fa riferimento al prezzo aggiuntivo pagato dall’acquirente rispetto al valore di mercato della *target* che, se colpita da un incidente ESG, tende ad essere più basso. Gli acquirenti, consapevoli dei rischi legati a questi incidenti, sono meno disposti a pagare un prezzo elevato.

⁴⁴² CAI H., DENG Q., “*ESG incidents and M&A decisions*”, in *Finance Reserach Letters*, 2024.

utilità ed integrità del sistema di *rating* ESG. Alcuni autori⁴⁴³ sostengono che il rating ESG potrebbe non sempre favorire l'innovazione *green*⁴⁴⁴ di un'impresa e, in alcuni casi, potrebbero addirittura danneggiarla. Come? Il sistema di valutazione potrebbe portare le aziende a conformarsi simbolicamente ai requisiti degli azionisti esterni per ottenere vari benefici o deviare le opinioni pubbliche, il che potrebbe non necessariamente migliorare in modo significativo il loro comportamento di sostenibilità aziendale. Di conseguenza, la pressione di mercato esercitata dal sistema di *rating* ESG può portare a comportamenti opportunistici dei *manager* nelle attività di innovazione *green*, formando così il fenomeno del *greenwashing*⁴⁴⁵, che in realtà deteriora seriamente l'innovazione *green* delle imprese. Altre potenziali sfide riguardano la qualità dei dati e la definizione dell'ambito ESG, che rimane ancora un campo da approfondire⁴⁴⁶. Nonostante questi ostacoli, emergono già delle prime soluzioni. Per quanto riguarda la definizione dell'ambito, sta diventando sempre più chiaro quali argomenti dovrebbero effettivamente far parte di un flusso di lavoro di *due diligence* ESG. Sulla qualità dei dati, invece, dovrebbe rivelarsi efficace l'implementazione della direttiva UE sulla comunicazione societaria di sostenibilità: la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*⁴⁴⁷.

Nonostante queste criticità, l'ESG è possibile considerarlo un elemento chiave nelle strategie di M&A, influenzando decisioni di investimento e modelli di creazione del valore. La crescente regolamentazione e la maggiore trasparenza nei dati contribuiranno a rendere il sistema ESG più efficace e meno soggetto a distorsioni, permettendo alle aziende di integrare realmente la sostenibilità nelle proprie strategie e di attrarre investitori con una visione di lungo termine. In questo scenario, chi saprà affrontare con successo le sfide dell'ESG non solo ridurrà i rischi, ma potrà anche beneficiare di un vantaggio competitivo duraturo.

⁴⁴³ WANG J., MA M., DONG T., ZHANG Z., “Do ESG ratings promote corporate green innovation? A quasi-natural experiment based on SynTao Green Finance's ESG ratings”, International review of financial analysis, 2023.

⁴⁴⁴ Con innovazione *green* si intende l'impiego di nuove tecnologie di produzioni volte a ridurre i rischi ambientali, utilizzare in modo efficace le risorse e creare un ambiente sostenibile.

⁴⁴⁵ Cfr. Cap. 2, Par. 6.

⁴⁴⁶ *Ibid. supra* nota 123

⁴⁴⁷ Cfr. Cap. 2, Par. 5.3

CONCLUSIONI

L'elaborato ha esaminato innanzitutto la definizione, la disciplina, le motivazioni e la struttura delle operazioni straordinarie d'impresa, focalizzandosi sulle operazioni di fusione e di acquisizione, anche note con il termine anglosassone *Mergers and Acquisitions* (o "M&A"). La scelta di realizzare un'operazione di M&A può essere mossa da diverse ragioni, tra cui la volontà di acquisire un concorrente per razionalizzare i costi ed aumentare la propria quota di mercato; il desiderio di penetrare geograficamente un'area in cui non si è presenti; il voler ampliare la propria offerta di prodotti o servizi o il mercato di riferimento a fronte di strategie di diversificazione; la necessità di acquisire *know-how* tecnico di avanguardia per mantenere o di guadagnare posizioni sul proprio mercato di riferimento, in modo più rapido rispetto all'implementazione di attività di ricerca e sviluppo; ed infine, alcune motivazioni legate alla quotazione in borsa ed alla leva fiscale. Oltre agli aspetti già menzionati, lo studio ha posto l'attenzione sulla crescita dimensionale, un fenomeno fisiologico nel ciclo di vita delle imprese e del management. Tale crescita può essere perseguita attraverso diversi metodi, che si distinguono principalmente in interni ed esterni, con le operazioni straordinarie appartenenti a quest'ultima categoria ed il principale vantaggio di queste operazioni risiede nella rapidità e tempestività della loro attuazione. Quest'ultime rappresentano, dunque, strumenti fondamentali per la crescita e la trasformazione delle imprese.

Parallelamente, il crescente interesse per la finanza sostenibile e i fattori di *Environmental, Social and Governance* (ESG) ha ridefinito le dinamiche del mercato, introducendo nuove normative e obblighi di rendicontazione a livello europeo e nazionale. L'approccio ESG non sembrerebbe più un semplice elemento accessorio, ma un vero e proprio criterio di valutazione strategico per le imprese e gli investitori.

Questa trasformazione è particolarmente evidente nel settore delle M&A, dove la sostenibilità e la gestione dei rischi ESG stanno diventando fattori determinanti nelle decisioni di investimento e nelle strategie di crescita aziendale.

A riprova di ciò, il presente studio e le relative ricerche si sono poste l'obiettivo di esaminare in modo concreto l'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A. Quest'ultima rappresenta un cambiamento strutturale nel modo in cui le aziende valutano le proprie strategie di crescita e investimento. Se in passato le fusioni e acquisizioni erano

guidate principalmente da considerazioni di natura finanziaria e competitiva, oggi la sostenibilità è diventata un elemento imprescindibile nella valutazione delle opportunità di mercato. Questo cambiamento è alimentato da molteplici fattori: la crescente pressione normativa, l'evoluzione delle preferenze degli investitori, l'attenzione dei consumatori verso la responsabilità sociale d'impresa e la necessità di mitigare rischi ambientali e reputazionali. Dall'analisi condotta emerge che i criteri ESG influenzano il processo di M&A e, in particolar modo, le fasi di valutazione e selezione della società target. Nel dettaglio, il concetto di *due diligence* si è evoluto per includere non solo aspetti finanziari, ma anche impatti ambientali, sociali e di *governance*; il *rating* ESG è sempre più utilizzato come parametro per valutare il valore e la solidità di un'azienda, mentre la determinazione del pricing deve tener conto del premio di acquisizione derivante dall'adozione delle metriche ESG da parte di un'impresa. Infine, il coinvolgimento degli *stakeholder* è diventato un elemento chiave per il successo delle operazioni, poiché una gestione trasparente e responsabile può contribuire a migliorare il consenso attorno all'operazione e a massimizzarne i benefici nel lungo periodo. Il caso studio dell'acquisizione di ReLife Group da parte di F2i Fondi Italiani per le infrastrutture SGR S.p.A. dimostra come i fattori ESG possano essere un motore strategico per le operazioni di M&A, non solo per rispondere alle nuove esigenze di mercato, ma anche per creare valore aggiunto per aziende e investitori. L'investimento in settori legati alla transizione ecologica, come l'economia circolare e la gestione sostenibile dei rifiuti, conferma che la sostenibilità non è un mero fattore accessorio, bensì una leva di crescita concreta e misurabile. Dall'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni M&A, gli acquirenti, invero, possono ottenere i seguenti vantaggi: *i)* efficienze operative quali riduzione dei costi di produzione e di trasporto derivanti dall'impiego di materiali più leggeri e rispettosi dell'ambiente; *ii)* minor consumo di risorse e minori costi, ad esempio riduzione dell'uso di energia o acqua.; *iii)* miglioramento dei tassi di fidelizzazione dei dipendenti e riduzione del tasso di abbandono del personale e dei relativi costi di sostituzione; *iv)* aumentare la fedeltà dei clienti al marchio, con conseguente incremento delle vendite e del potere di determinazione dei prezzi

Tuttavia, gli avvenimenti analizzati nell'elaborato inducono ad alcune riflessioni sull'integrazione ESG nelle operazioni di M&A. Invero, essa non è esente da sfide. L'assenza di standard uniformi di misurazione della sostenibilità, la difficoltà di

quantificare l'impatto economico degli investimenti ESG e la necessità di armonizzare i diversi framework normativi rappresentano ostacoli che le imprese devono affrontare. Inoltre, il rischio di *greenwashing* rimane un tema critico, rendendo fondamentale l'adozione di strumenti di valutazione rigorosi e trasparenti. Guardando al futuro, è probabile che il peso dei fattori ESG nelle operazioni di M&A continui a crescere, spinto da un rafforzamento delle normative internazionali e da una sempre maggiore consapevolezza del ruolo che la sostenibilità gioca nella creazione di valore di lungo periodo. In questo scenario, le aziende che sapranno integrare in modo autentico e strategico i criteri ESG nelle loro decisioni di M&A non solo si posizioneranno meglio sul mercato, ma contribuiranno anche a un modello di sviluppo più resiliente e responsabile. L'analisi condotta in questo elaborato offre una prospettiva aggiornata sulle intersezioni tra ESG e M&A, fornendo spunti di riflessione utili sia per gli operatori finanziari che per il mondo accademico. Tuttavia, resta aperto il dibattito su come le imprese possano rendere più efficace l'integrazione ESG nelle operazioni straordinarie, bilanciando sostenibilità e rendimento economico. La sfida futura sarà quella di trasformare le M&A in strumenti non solo di crescita aziendale, ma anche di progresso sociale e ambientale, contribuendo alla costruzione di un'economia globale più equa e sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

MANUALI

- ADAMO S.; *I momenti straordinari nella vita dell'impresa societaria*. In *L'impresa societaria*, a cura di DI CAGNO N., Cacucci, Bari, 2012.
- ARDUINI S.; *ESG e finanza*, Giappichelli, Torino, 2023.
- BASTIA P. e BROGI R.; *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2016.
- BATTISTI A.M.; *Lavoro sostenibile imperativo per il futuro*, Giappichelli Torino, 2018.
- BIGGERI U., FERRI G., IELASI F.; *Finanza etica*, Mulino, Bologna, 2021.
- BOTTI A., FELICI G., PETA M., SANTORI F., VALLA V.; *SOSTENIBILITÀ E VALORE ESG. Strategie per professionisti e imprese*, Maggioli Editore, Rimini, 2023.
- BRUNER ROBERT F., PERELLA JOSEPH R.; *Applied Mergers and Acquisitions*; Wiley, 2004.
- BUONFRATE A., URICCHIO A.; *Trattato breve di diritto dello sviluppo sostenibile*, Cedam, Padova, 2023.
- CAI H., DENG Q.; *ESG incidents and M&A decisions*. In *Finance Reserach Letters*, 2024.
- CAMPOBASSO G. F.; *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Vol. II, Utet Giuridica, Torino, 2020.
- CARAGNANO A.; *Evoluzione di alcune metriche nel contesto della Finanza Aziendale*, Egea, Milano, 2023.
- CIVERRA E.; *Le operazioni straordinarie. Aspetti civilistici, contabili e procedurali*, Wolters Kluwer, Milano, 2008.
- CONCA V.; *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2010.
- CORASANITI G.; *Profili tributari dei conferimenti in natura e degli apporti in società*, Cedam, Padova, 2008.

CORSI C. e FARINON P.; *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2018.

COTTINO G.; *Diritto societario*, a cura di CAGNASSO O., Cedam, Padova, 2011.

DAL FABBRO L.; *ESG La Misurazione della Sostenibilità*, Rubbettino Editore, Catanzaro, 2022.

DE NOVA G.; *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Giappichelli, Torino, 2021.

DEL GIUDICE A.; *Finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*, Giappichelli, Milano, 2022.

FANTOZZI A., PAPARELLA F.; *Le operazioni straordinarie nelle imposte sui redditi*- In *Lezioni di diritto tributario dell'impresa*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2019.

FERRANDINA A., CARRIERO F.; *Business Plan in Excel*, Wolters Kluwer, Milano, 2024.

FIANDRINO S.; *Disclosure of non-financial information. Evolutionary paths and harmonisation to mandatory requirements*, Giappichelli, Torino, 2019.

FIORI G., TISCINI R.; *Economia aziendale*, Egea, Milano, 2020.

FISHER R., URY W.; *L'arte del negoziato*, Mondadori, Milano, 1985.

FORESTIERI G.; *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2020.

GIAKOUMELOU A., SALVI A., RANDAZZO R.; *ESG E M&A. Normativa, operazioni, premi per il controllo*, Giuffrè Editore, Milano, 2023,

GIGANTE G.; *Mergers & Acquisitions*, Aracne, Roma, 2020.

GIOVANNINI E.; *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, Giappichelli, Torino, 2019.

LANDI G. C.; *Sostenibilità e rischio d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2020.

LENZI D.; *La regolazione del rischio di danno ambientale per le società di capitali*, in CERRATO A.; *Impresa e gestione dei rischi. Profili giuridici del risk management*, Giappichelli, Torino, 2019.

LUPI R.; *Profili tributari della fusione di società*, Cedam, Padova, 1989.

MARCHINI I.; *Le gestioni straordinarie*. In *Manuale di amministrazione aziendale*, Isedi, Milano, 1977.

- MINCIULLO M., ZACCONE M. C., PEDRINI M.; *La governance della sostenibilità. Esperienze e sfide in atto*, Egea, Milano, 2022.
- NIGRO A.; *Diritto delle operazioni straordinarie*, Mulino, Bologna, 2022.
- PALMIERI G.; *Operazioni straordinarie corporative e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*. In *Il fallimento*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2009.
- PEDROTTI F.; *Cessioni di aziende e di partecipazioni sociali nel reddito di impresa ai fini IRES*, Giuffrè EMilano, 2010.
- PELLECCHIA M.; *Le operazioni straordinarie*” in “*Manuale di diritto tributario*. A cura di MELIS G., Giappichelli, Torino, 2021.
- POTITO L.; *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2020.
- SABINE M.; *Alta finanza aziendale*, IPSOA, Milano, 1989.
- SALVI A.; *M&A. Crescita esterna e creazione di valore*, Egea, Milano, 2015.
- SANTAGATA R.; *Le operazioni straordinarie*. In *Manuale di diritto commerciale*, a cura di CIAN, Giappichelli, Torino, 2019.
- SARALE M., AIELLO M., CERRATO S., CAVANNA M., CAVALIERE T.; *Le operazioni societarie straordinarie*. In *Trattato di diritto commerciale*, a cura di COTTINO, Cedam, Padova, 2017.
- SOSTERO U.; *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali*. A cura di MANCIN, Giappichelli, Torino, 2016.
- VICARI A.; *L’armonizzazione europea del diritto societario in materia di operazioni straordinarie*. In *Il diritto societario europeo e internazionale*, Utet Giuridica, Torino, 2017.
- VISCONTI CRIVITELLI GHIONNI P., PISCITELLO P.; *Diritto delle società*, Giappichelli, Torino, 2024.
- VIVOLI G.; *Lineamenti di diritto dell’ambiente*, Giappichelli, Torino, 2025.

RIVISTE

- ARTUSO S.; *Europa e informazioni di sostenibilità: stato dell’arte*. In *Amministrazione & Finanza*, 2024.

AVETISYAN E., HOCKERTS K.; *The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of industrial retrogression*. In *Bus. Strateg. Environ*, 2017.

BARCELLONA E.; *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*. In *Rivista societaria*, 2022.

BELLINI E., BASILICO S.; *Lo shareholderism (shareholder value) vs. lo stakeholderism*. In *Il Sole 24 Ore*.

BELLUCO I. A., TRANI V.; *I fattori ESG quali parametri di valutazione delle operazioni di M&A*. In *Non solo diritto bancario*, 2024.

BIFULCO R.; *La legge costituzionale n.1/2022: problemi e prospettive*. In *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2023.

BRALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., SANDRI S.; *Principi di finanza aziendale*. In McGraw-Hill Education, 2020.

BROWNSTEIN R. A., LU C. X.W.; *ESG and M&A in 2022: From Risk Mitigation to Value Creation*. In *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2022.

CIMAN N.; *Introduzione all'M&A*. In *24 Ore Professionale*, 2024.

CISI M., DEVALLE A.; *Il bilancio ESG (ENVIROMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE). Le informazioni sulla sostenibilità: ambientali, sociali e di governance*, Eutekne, 2023.

CHALLE T.; *What Happened to Byrd-Hagel? Its Curious Absence From Evaluations of the Paris Agreement*. In *Columbia Law School*, 2018.

CHANDLER A.D; *Corporate strategy and structure*, Springer. In Springer, 1991.

COLOMBO G., CONCA V.; *International Acquisitions*. In SDA Bocconi, 2001.

CONTE F.; *La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi*. In *Federalismi.it*, 2022.

COULMONT M., LOOMIS S., BERTHELOT S., GANGI F.; *Determinants and impacts of sustainability disclosure. Sustainability disclosure: state of the art and new directions*. In *Emerald, Bingley*, 2025.

DEISER R., *Post Acquisition Management: A Process of Strategic and Organisational Learning*. In *Macmillan Press*, 1994.

FRIEDE G., BUSCH T., BASSEN A.; *ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. In Journal of Sustainable Finance&Investment, 2015.

GAETANI A., BALSANI C., MINERVINI A.; *Integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A e nell'accesso al credito dell'azienda*. In Il Sole 24 Ore, 2023.

GALPIN T., DE VIBE M.; *Incorporating ESG across the M&A process*. In Strategy & Leadership, Emerald Publishing Limited, 2024.

GEELS F. W., SOVACOOOL B. K., SORREL S.; *Sociotechnical transitions for deep decarbonization. Accelerating innovation is as important as climate policy*. In Science, 2017.

GIANI F., MIGLIORINI C., DAL POZZO E., GROSSO G.; *Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale*. In Edicola Fisco, 2022.

GORVESE G. C.; *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive. (Dalla “Insostenibile leggerezza” dello scopo sociale alla “Obbligatoria sostenibilità” della due diligence)*. In Rivisteweb, 2022.

GRECO M., J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT; *I fattori sociali: accedere alla componente “S” dell'ESG*. In J.P. Morgan, 2022.

GRILLI N.; *ESG e reputazione: la nuova frontiera della due diligence*. In Harvard Business Review, 2021.

HARDING D.; *A Better Approach to Mergers and Acquisitions*. In Harvard Business Review, 2024.

HILL L.; *Unlocking value: ESG due diligence as a catalyst for growth*. In International Financial Law Review, 2024.

JOOS L.; *Only One Earth: Environmental Perceptions and Policies Before the Stockholm Conference, 1968-1972*. In Journal of Global History, 2023.

KIRCHHOFF K. R., NIEFÜND S., von PRESENTIN J.; *ESG: Sustainability as a Strategic Success Factor*. In Springer, 2025.

LINDSAY P.; *Eyeing a merger or acquisition? Keep ESG at the top of your mind*. In FORTUNE, 2022.

MANNE A., RICHELIS R.; *US rejection of the Kyoto Protocol: the impact on compliance costs and CO₂ emissions*. In Elsevier ScienceDirect Journals, 2004.

MATTARELLA B. G.; *Pubblica amministrazione e fattori ESG*. In *Giornale di diritto amministrativo*, 2024.

MAUNG M., WILSON C., YU W.; *Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions*. In *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020.

MINIERI A.; *L'operazione di acquisizione societaria*. In *iusinitinere*, 2021.

MONTALENTI P.; *Il nuovo Codice di Corporate Governance*. In *Rivista di Corporate Governance*, 2021.

PEROTTO G.; *Il Green Deal europeo e il sistema delle risorse proprie*. In *European Papers*, 2022.

PIRELLI B.; *Greenwashing e greenhushing: quali conseguenze giuridiche?* In *Il Sole 24 ore*, 2024.

PODDIGHE A.; *Il principio di inerenza e la tutela dell'ambiente in una economia sostenibile*. In *Diritto e Pratica Tributaria*, 2024.

ROCK E.; *For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*. In *ECGI Working Paper Series in Law*, 2020.

ROBERTSON E.; *Sustainability and ESG: The Governance Factor and What It Means for Businesses*. In *The Harvard Law School Forum On Corporate Governance*, 2021.

SALUTATI L.; *Cristiani e uso del denaro*. In *Urbaniana University Press*, 2014.

TIBA S., VAN RIJNSOEVER F., HEKKERT M.; *Sustainability startups and where to find them: Investigating the share of sustainability startups across entrepreneurial ecosystems and the causal drivers of differences*. In *Journal of Cleaner Production*, 2021.

WANG J., MA M., DONG T., ZHANG Z.; *Do ESG ratings promote corporate green innovation? A quasi-natural experiment based on SynTao Green Finance's ESG ratings*. In *International review of financial analysis*, 2023.

WHELAN T., ATZ U., CLARK C.; *ESG e performance finanziaria: scoprire la relazione aggregando le prove da oltre 1.000 studi pubblicati tra il 2015 e il 2020*. In *Rockefeller Asset Management e NYU Stern Center for Sustainable Business*, 2021.

ZACCONE M. C., PEDRINI M.; *Le aziende diventano sostenibili. L'integrazione di aspetti sociali e ambientali nella gestione delle aziende*, Pearson Italia, 2019.

ZIZZO, G.; *Le operazioni straordinarie tra realizzo e neutralità: spunti sistematici*. In *Rivista diritto tributario*, 2006.

SITOGRAFIA

ABORY S.; *Società, operazioni straordinarie*. In [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/), 2012.

ADDAMO S.; *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE? In* https://onelegale.wolterskluwer.it/document/le-novita-del-testo-finale-della-corporate-sustainability-due-diligence-directive-un-cambio-di-passo-per-la-politica-di-sostenibilita-dell-ue/10AR0000301278ART1?searchId=2823709336&pathId=9d34f3e1c4d56&offset=13&contentModuleContext=all#a_nota_n32, 2024.

AGENZIA PER LA COESIONE TERRITORIALE; *Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*. In <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

ALLEANZA ITALIANA PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE; *Rapporto dell'Alleanza italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS) 2023*. In <https://asvis.it/rapporto-2023/>, 2023.

AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *Bollettino 2021 n. 41*. In <https://www.agcm.it/dotemsdoc/bollettini/2021/41-21.pdf>

BELLINI M.; *ESG: tutto quello che c'è da sapere per orientarsi su Environmental Social, Governance*, 2024. In <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>, 2024.

BLOOMBERG LAW; M&A, *Drafting Guide - Stock Purchase Agreements*. In <https://www.bloomberglaw.com/external/document/XFJE1DNC000000/m-a-drafting-guide-stock-purchase-agreements>

BOEMI A., SFERAAZZA PAPA R.; *M&A come strumento di crescita: un caso dal settore Entertainment & Communication*. In <https://onfiscale.wolterskluwer.it/document/m-a-come-strumento-di-crescita-un-caso-dal-settore-entertainment-communication/10AR0000296396ART1>, 2023.

BONELLI A.; *Codice di Corporate Governance: il ruolo dell'organo amministrativo tra sostenibilità e gestione dei rischi*, Wolters Kluwer. In <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/03/17/codice-corporate-governance-ruolo-organo-amministrativo-sostenibilita-gestione-rischi>, 2021.

BOTTANI P.; *Sustainability-Linked Bond: anche la finanza innova e ricerca la sostenibilità*. In <https://onfiscale.wolterskluwer.it/document/sustainability-linked-bond-anche-la-finanza-innova-e-ricerca-la-sostenibilita/10AR0000297244ART1?searchId=2804855449&pathId=9919d831c0973&offset=8&contentModuleContext=all>, 2024.

CAMERA DEI DEPUTATI; *Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*. In <https://temi.camera.it/leg19/pnrr.html>

CAMERA DEI DEPUTATI; *L'agenda globale per lo sviluppo sostenibile*. In <https://temi.camera.it/leg19/agenda.htm>

CAMERA DEI DEPUTATI; *L'attuazione del Protocollo di Kyoto*. In <https://leg16.camera.it/561?appro=9>

COLOSIMO C.; *The growing importance of ESG and How it affects M&A transactions*. In <https://www.pm-research.com/content/pmrjesg/4/3/37>, 2024.

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO. In <https://www.notariato.it/it/impresa/societa-benefit/>.

CONSOB; *Finanza sostenibile*. In <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

CONFEDERAZIONE SVIZZERA; *1972: Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, Stoccolma*. In <https://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/politica-sostenibilita/agenda2030/onu--le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1972--conferenza-delle-nazioni-unite-sullambiente-umano--stoccol.html>

CONFINDUSTRIA BERGAMO; *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. In <https://www.confindustriabergamo.it/aree-di-interesse/responsabilita-sociale-d-impresa/rendicontazione/corporate-sustainability-reporting-directive-csrd>

CORASANITI GIUSEPPE.; *Operazioni straordinarie, diritto tributario*. In [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-dir-trib_\(Diritto-online\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-dir-trib_(Diritto-online)/), 2015.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE; *Asset Purchase vs Stock Purchase*. In <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/asset-purchase-vs-stock-purchase/>.

CORPORATE INSTITUTE OF FINANCE; *Friendly Takeover*. In <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/friendly-takeover/>

COSTA C., *Protocollo di Kyoto: cos'è, come nasce e cosa prevede*. In <https://www.esg360.it/environmental/protocollo-di-kyoto-cose-come-nasce-e-cosa-prevede/>, 2025.

CRESCENZO D.; *I rischi penali del greenwashing e la compliance ESG*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/i-rischi-penali-del-greenwashing-e-la-compliance-esg/10AR0000301709ART1?searchId=2800535392&pathId=005dd1764819c&offset=4&contentModuleContext=all>, 2025.

DAVIDDI M., EY; *Report M&A 2024*. In https://www.ey.com/it_it/newsroom/2025/01/ey-ma-barometer-review-2024-preview-2025, 2025.

DELOITTE; *2021 insurance M&A outlook. Poweing through disruption*. In <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-2021-insurance-ma-outlook.pdf>, 2021.

DELOITTE; *Four ways ESG is reshaping M&A. How ESG is influencing M&A valuation, risk and more*. In <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/esg-in-m-and-a.html>, 2023.

DEVALLE A., LIPARI F.; *ESG e valutazione delle aziende: quali prospettive*. In https://www.esg360.it/finance-esg/esg-e-valutazione-delle-aziende-quali-prospettive/?utm_source=chatgpt.com, 2022.

ENEL; *BILANCIO DI SOSTENIBILITÀ 2023 Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario*. In https://www.enel.com/content/dam/enelcom/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf, 2023.

ESG 360; *ESG Rating Agency: la sfida di misurare la sostenibilità*. In <https://www.esg360.it/sustainability-management/esg-rating-agency-la-sfida-di-misurare-la-sostenibilita/>, 2023.

ESG 360; *ESG e M&A: quale impatto*. In https://www.esg360.it/finance-esg/esg-e-ma-qual-e-impatto/?utm_source=chatgpt.com, 2024.

ESMA; *Opinion. Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term*. In https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf, 2024.

ESPOSITO R.; *I conferimenti in natura. Contributo allo studio degli atti di riorganizzazione nel diritto tributario*. In <https://pubblicazioni.unicam.it/handle/11581/112378>, 2004.

EU SUSTAINABLE FINANCE; UE, *Commissione risponde a investitori su dubbi. Tassonomia, a che punto è la sua applicazione*. In <https://esgnews.it/regulator/ue-commissione-risponde-a-investitori-su-dubbi-tassonomia-a-che-punto-e-la-sua-applicazione/>, 2024

FELDMAN S.; *I diversi tipi e metodi di fusioni e acquisizioni*. In <https://www.wolterskluwer.com/en/expert-insights/the-different-types-and-methods-of-mergers-and-acquisitions>, 2024.

FELICI G., PELLEGRINI F.; *ESG: rischio o opportunità*. In <https://www.economia-italia.it/esg-rischio-o-opportunita/>, 2022.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE; *Prospettive future per la finanza sostenibile e reporting di sostenibilità. Pubblicato il report ESMA sul quadro normativo per la finanza sostenibile. Presentato il report EFRAG sull'implementazione degli ESRS*. In <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/ffs-prospettive-future-finanza-sostenibile.htm>, 2024.

F2i SGR, https://www.f2isgr.it/static/upload/202/20201126_closingf2i_relife.pdf, 2021.

F2i SGR, *Policy ESG sulla integrazione dei fattori e rischi di sostenibilità*. In https://www.f2isgr.it/static/upload/f2i/f2i-sgr-policy-esg_20-12-2023.pdf

GAGLIARDI G.; *Valutare il processo di M&A*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/valutare-il-processo-di-m-a/10AR0000068582ART1>, 2023.

GENERALI; *M&A sostenibili: il valore dei fattori ESG*. In <https://www.general.com/it/info/discovering-general/all/2021/Sustainable-M-and-A-the-value-of-ESG>

GIACOMELLI R.; *Due diligence di sostenibilità*. In https://www.ey.com/it_it/services/ey-private/sustainability/due-diligence-sostenibilita

GIACOMELLI S., LUONGO G., PONZIO A.; *Piani di transizione ecologica delle imprese: strategie di decarbonizzazione*. In <https://onfiscale.wolterskluwer.it/document/piani-di-transizione-ecologica-delle-imprese-strategie-decarbonizzazione/10AR0000301706ART1?searchId=2786320569&pathId=97086c981a26c&offset=0&contentModuleContext=all#TIT00001>, 2025.

GILIBERTO C.; *Cambiamenti climatici: impatti sul sistema economico-finanziario e gestione del rischio*. In <https://onfiscale.wolterskluwer.it/document/cambiamenti-climatici-impatti-sul-sistema-economico-finanziario-e-gestione-del-rischio/10AR0000297250ART1?searchId=2799077745&pathId=0a2e4d4459506&offset=4&contentModuleContext=all>, 2024.

GILIBERTO C.; *Nuova finanza: investimenti sostenibili e fattori ESG*. In <https://onfiscale.wolterskluwer.it/document/nuova-finanza-investimenti-sostenibili-e-fattori-esg/10AR0000301063ART1?searchId=2802095546&pathId=a3485bd1d04a8&offset=27&contentModuleContext=all>, 2024.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE; *Global Sustainable Investment Review*. In https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf, 2018.

GORDON D.; *M&A e ESG: cosa sta cambiando*. In https://www.esg360.it/finance-esg/merger-and-acquisition-e-esg-cosa-sta-cambiando/?utm_source=chatgpt.com, 2023.

HENISZ W., KOLLER T., NUTTALL R.; *Fovee ways that ESG creates value*. In https://www.mckinsey.com/~/_media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx, 2019.

IAZZOLINO G., BRUNI M.E., VELTRI S., MOREA D.; The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. In <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2463>, 2023.

INTRALINKS; *Global M&A Dealmakers*, Report 2022. In <https://www3.intralinks.com/rs/414-BKN-706/images/intralinks-dealmakers-survey-report-2022.pdf>, 2022.

KPMG; *Global ESG due diligence study 2024. Moving from risk to value creation*. In <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2024/07/esg-due-diligence.pdf>, 2024.

KPMG; *How to determine where ESG can create value*. In <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/mt/pdf/2022/06/how-to-determine-where-esg-can-create-value.pdf>, 2022.

KPMG; *Mercato M&A in Italia nel 2024: volumi record con oltre 1.360 operazioni per 73 miliardi di valore*. In <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/12/mercato-m-a-in-italia-nel-2024--volumi-record-con-oltre-1-360-op.html>, 2025.

KPMG; *Why ESG performance will affect companies' access to capital*. In <https://kpmg.com/ca/en/home/insights/2023/03/why-esg-performance-will-affect-companies-access-to-capital.html>, 2023.

LANZA A., BERNARDINI E., FAIELLA I.; *Mind the gap! Machine learning, ESG metrics and sustainable investment*. In <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0561/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>, 2020.

LEGAL INFORMATION INSTITUTE, Cornell Law School, *Hostile takeover*. In https://www.law.cornell.edu/wex/hostile_takeover.

LUISON C., FABBRI L.; *Principali novità rispetto alla NFRD*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/principali-novita-rispetto-alla-nfrd/10DT0000051158ART13?searchId=2786299313&pathId=f71f45e8def59&offset=0>

MASTRANGELO A.; *Il sale and purchase agreement (SPA)*. In <https://www.diritto.it/il-sale-and-purchase-agreement-spa/>, 2020.

MAYER C.; *The future of the corporation and the economic purpose*. In <https://papers.ssrn.com>, 2020.

MCGUIRE F. A., BURTON T. R.; *ESG Considerations in M&A Transactions*. In <https://www.mintz.com/insights-center/viewpoints/2871/2022-10-13-esg-considerations-ma-transactions>, 2022.

MCKINSEY; *The ESG premium: new perspectives on value and performance*. In <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>, 2020.

MICHELUTTI R., CAPITTA F.; *Il vantaggio fiscale indebito nella prassi dell'Agenzia delle entrate in materia di abuso del diritto*. In https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/il-vantaggio-fiscale-indebito-nella-prassi-dell-agenzia-delle-entrate-in-materia-di-abuso-del-diritto/10AR0000288627ART1?searchId=2725551281&pathId=1a428f9eca71&offset=9&contentModuleContext=all#nota_n8

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA;
Dichiarazione *di* *Stoccolma*. In https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/educazione_ambientale/stoccolma.pdf

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA (MASE), *PNRR Roadmap*. In <https://www.mase.gov.it/pagina/pnrr/pnrr-roadmap>

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA SICUREZZA ENERGETICA IN COLLABORAZIONE CON IL MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY; *Verso un modello di economia circolare per l'Italia*. In https://www.oneplanetnetwork.org/sites/default/files/from-crm/verso-un-nuovo-modello-di-economia-circolare_hr.pdf, 2017.

MORIANI A.; *La gestione strategica dei rischi ESG*. In <https://www.riskcompliance.it/news/la-gestione-strategica-dei-rischi-esg/>, 2024.

NESTLÉ; *Creating Shared Value and Sustainability Report*. In <https://www.nestle.com/sites/default/files/2023-03/creating-shared-value-sustainability-report-2022-en.pdf>, 2022.

ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (OCSE); *Due Diligence Guidelines for Responsible Business*. In

<https://mneguidelines.oecd.org/OECD-Due-Diligence-Guidance-for-Responsible-Business-Conduct.pdf>, 2018.

PAPINI L.; *Due diligence ESG, come condurla e cosa valutare: una guida pratica*. In <https://www.diritto.it/due-diligence-esg-condurla-valutare-guida-pratica/#block-37d2499f-1c37-4bc0-b2b5-485081d7f3fc>, 2024.

PATIMO R.; *Novità del Modello Redditi SC 2024*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/novita-del-mod-redditi-sc-2024/10DT0000049875ART108?searchId=2725629728&pathId=a60e9ee19b5be&offset=2>, 2024.

PETA M., RUSSO A., TUCCI E.; *L'architettura dei principi di rendicontazione trasversali ESRS 1 ed ESRS 2. Pilastri e caratteristiche*. In <https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2024/04/IRS-2024.02.pdf>, 2024.

RELIFE GROUP, <https://relifegroup.com/>

RELIFE GROUP, <https://relifegroup.com/bilancio-di-sostenibilita-2023/>

RICCI BASSO J.; *ESG: Governance come fattore cruciale per la responsabilità sociale e lo sviluppo sostenibile*. In <https://www.esg360.it/governance/esg-governance-come-fattore-cruciale-per-la-responsabilita-sociale-e-lo-sviluppo-sostenibile/>, 2021.

ROMANO D.; *Fusione per incorporazione: per le Sezioni Unite la società incorporata si estingue*. In <https://www.dirittobancario.it/art/fusione-per-incorporazione-per-le-sezioni-unite-la-societa-incorporata-si-estingue/>, 2021.

SABELLI D.; *I fattori ESG nelle operazioni di M&A*. In <https://www.4clegal.com/hot-topic/fattori-esg-operazioni>, 2022.

SANTONI L.; *Investimenti, innovazione e sostenibilità*. In <https://www.diritto.it/investimenti-innovazione-sostenibilita-pnrr/>, 2023.

SIMONE M.; *Motivazioni che portano ad un processo di acquisizione*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/chapter/diversificazione/10DT0000032922ART10?searchId=2727886069&pathId=090cdcaf9e3f58&offset=5>

SOPRANZI M., SAGGESE E., RUSSO A.; *Le Società Benefit. Principali caratteristiche giuridiche e obblighi di rendicontazione*. In <https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2024/06/IRS-2024.06.pdf>, 2024.

TAMI A.; *Sostenibilità: utopia o target*. In <https://onefiscale.wolterskluwer.it/document/sostenibilita-utopia-o-target-possibile/10AR0000299411ART1?searchId=2804843529&pathId=dfdfa133c0843&offset=3&contentModuleContext=all#TIT00012>, 2024.

UNITED NATIONS; *Our common Future*. In <https://oneplanetschool.wwf.it/system/files/pubblicazioni/Report%20of%20the%20World%20Commission%20on%20Environment%20and%20Development%2C%20Our%20Common%20Future.pdf>, 1987.

UNITED NATIONS; *Report Nazioni Unite*. In <https://unric.org/it/agenda-2030/>

UNITED NATIONS; *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*. In

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>, 2004.

VINZIA M.; *La normativa ESG: criteri da seguire e impatti sulle aziende*. In <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/esg-regulation-criteria-to-follow-and-impacts-on-companies>

WOLTERS KLUWER; *La normativa ESG. I criteri ESG e la normativa di riferimento*. In <https://esgselfassessment.wolterskluwer.com/la-normativa-ESG>.

WORLD ECONOMIC FORUM; *Here's why we must not lose sight of the importance of ESG, despite the recent backlash*. In <https://www.weforum.org/stories/2023/01/the-importance-of-esg-sustainable-future-davos-2023/>, 2023.

WORLD ECONOMIC FORUM; *The Global Risks Report*. In https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf, 2020.

GIURISPRUDENZA

Cass. civ., Sez. Unite, 30/07/2021, n. 21970.

Cass. civ., Sez. II, Sent., 13/08/2004, n. 15737.

Cass. civ., Sez. I, Sent., 29/12/2004, n. 24089.

Cass. civ., Sez. lavoro, Sent., 15/02/2013, n. 3820.

Cass., Sez. Un., Ord., 8/02/2006, n. 2637.
Cass. civ., Sez. lavoro, Sent., 16/09/2016, n. 18188.
Cass. civ., Sez. Unite, Sent., 17/09/ 2010, n. 19698.
Cass. civ., Sez. III, Sent., 23/06/2006, n. 14526.
Cass. civ., Sez. VI – 5, Ord., 16/05/2017, n. 12119.
Cass. civ., Sez. V, Sent., 10/12/2019, n. 32208.
Cass. civ., Sez. III, Sent., 10/12/2019, n. 32142.
Cass. civ., Sez. I, Sent., 19/05/2020, n. 9137.
Cass. civ., Sez. Unite, 15/02/2013, n. 3820.
Cass. civ., Sez. Unite, 24/05/2019, n. 14177.
Corte suprema *Inc. v. Doe et al.*, No. 19-416, 593 U.S. (2021).