

## LA PASSIVITY RULE AI TEMPI DELL'ECONOMIA SOSTENIBILE: SPUNTI PER UNA PRIMA ANALISI

SEBASTIANO COSTA  
*Ricercatore*  
*nell'Università di Bergamo*

SOMMARIO: 1. L'istanza di sostenibilità e il mercato del controllo societario: la delimitazione dell'analisi. – 2. La c.d. *passivity rule* nella disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto. – 3. Dallo "*shareholderism*" alla sostenibilità passando per *l'enlightened shareholder value*: una evoluzione di frequente rimarcata. – 4. La legittimità del ricorso a misure difensive da o.p.a. in ragione della tutela degli interessi degli *stakeholders*.

1. – È di frequente rimarcato, e non solo nell'ambito della scienza giuscommercialistica, come sia in corso di realizzazione un mutamento di prospettiva – se non di vero e proprio *paradigma* di base – nel moderno capitalismo occidentale<sup>1</sup>. Sempre più spesso, l'istanza di sostenibilità ambientale e sociale della produzione industriale e finanziaria può dirsi una "parola d'ordine" non solo del dibattito giuridico ma pure, per lo meno in Europa, della legislazione primaria e secondaria<sup>2</sup>. Il cambio di approccio pare incontestabile e irreversibile, in ragione se non altro di una crescita

---

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper n. 640/2022, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; C.M. BRUNER, *Corporate Governance Reform and the Sustainability Imperative*, in 131 *Yale L. J.*, 2022, 1217 ss.; A. R. PALMITER, *Capitalism, heal theyself*, in *Riv. soc.*, 2022, 293 ss.

<sup>2</sup> Sul piano legislativo e a livello di norme costituzionali, il riferimento corre, nell'ordinamento europeo, all'art. 3, TFUE, e nell'ordinamento italiano agli artt. 9 e 41, Cost. (come di recente emendati dalla legge cost. 1/2022). La bibliografia sul tema della sostenibilità, italiana e straniera, è ormai a dir poco sconfinata: per tutti, e anche per ulteriori riferimenti, si rinvia ai recenti studi di M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss.; F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, paper presentato al XIV Convegno annuale di ODC, 26-27 maggio, 2023; E. BUEREN, *Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022 (ove ampissimi riferimenti); ID., *Sustainable Finance*, in *ZGR*, 2019, 813 ss.; M. SIRI, *La sostenibilità nei codici di autodisciplina*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, I, Torino, 2022, 326 ss.

esigenza di valutazione dell'impatto ambientale delle attività produttive<sup>3</sup>. Il dato, oltre a condizionare il comportamento dei privati quando è espresso in precisi obblighi di legge o regolamentari, appare idoneo a influenzare l'interpretazione delle regole non orientate dal detto paradigma in via espressa.

Un punto nevralgico di manifestazione delle scelte di fondo del sistema produttivo basato sulla grande impresa azionaria (*rectius*, sull'impresa azionaria quotata in mercati regolamentati) può senz'altro essere individuato nelle regole dedicate al mercato del controllo societario<sup>4</sup>. E, segnatamente, assumono un significato decisivo i margini di libertà garantiti dall'ordinamento agli organi societari della società sottoposta a scalata "ostile" (la c.d. *target*), le cui azioni sono appunto oggetto della proposta pubblica di acquisto dell'offerente; e ciò tanto da potersi convenire con chi osserva come «*antitakeover defenses are at the heart of*

---

<sup>3</sup> Tale profilo, del resto, è altresì alla base della grande attenzione riservata propriamente al tema della responsabilità sociale d'impresa: nella anch'essa amplissima letteratura (e perciò qui senza completezza), v. C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, 2012, 432 ss.; M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Rivista ODC*, 2013, 1 ss.; F. DENOZZA, *Responsabilità dell'impresa e "contratto sociale": una critica*, in *Diritto, mercato ed etica. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, 2010, 269 ss.; ID., *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.; M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.; B. BRUNK, *Menschenrechtscompliance*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022, 39 ss.; H. FLEISCHER, *Corporate Social Responsibility*, in AG, 2017, 509 ss.; M. NIETSCH (hrsg.), *Corporate Social Responsibility Compliance*, München, 2021, 1 ss. Ed è in questo ambito tematico che va inserita la proposta di Direttiva del Parlamento Europeo sulla "Dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese" (v. *Commentary dell'European Company Law Experts Group*, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss., nonché i commenti di Enriques, Libertini, Denozza, Strampelli, Tombari, pubblicati nel medesimo numero; A. HÖSLI, R.H. WEBER, *Climate Change Reporting and Due Diligence: Frontiers of Corporate Climate Responsibility*, in *ECFR*, 2021, 969 ss. ove pure un chiarimento sul significato del termine "due diligence" impiegato dalla proposta) nonché la successiva proposta di Direttiva della Commissione Europea sulla *corporate sustainability due diligence* del febbraio 2022.

<sup>4</sup> In argomento v., per tutti, P. MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA, Torino, 2011, 633 ss.; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2009.

*the debate about the role and purpose of corporations»<sup>5</sup>.*

In questo contesto, ha senso chiedersi – *de iure condito* – se e come il mutamento del detto paradigma possa ripercuotersi sulla applicazione delle regole che indirizzano le reazioni ammesse da parte della società *target* là dove sia lanciata su essa una offerta pubblica d’acquisto, la quale, per provenienza o per finalità ultime dell’acquisizione, possa dirsi idonea, in ultimo, a realizzare una compressione dell’istanza di sostenibilità ambientale o sociale a causa della minore soddisfazione, o del pregiudizio, per alcune categorie specifiche di *stakeholders* (dipendenti, clienti, comunità locali). Le considerazioni che seguono rappresentano degli spunti per una prima analisi della questione.

2. – È noto come il passaggio del controllo societario per mezzo di una offerta pubblica d’acquisto sia un’evenienza che, in genere,

---

<sup>5</sup> In questi termini si esprime la più attenta manualistica: A.R. PALMITER, F. PARTNOY, *Corporations. A Contemporary Approach*<sup>2</sup>, St. Paul, 2014, 839. Non è un caso, del resto, se il prospettato cambio di paradigma cui prima si è fatto riferimento ha ravvivato il dibattito dottrinale domestico e internazionale intorno al tema del *corporate purpose*: in argomento v. U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019; H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law*, in *ECFR*, 2021, 161 ss.; ID., *Gesetzliche Unternehmenszielbestimmungen im Aktienrecht*, in *ZGR*, 2017, 411 ss.; J.E. FISH, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, in 99 *Tex. Law Rev.*, 2021, 1309 ss.; nonché i contributi raccolti in E. POLLMAN, R.B. THOMPSON (eds.), *Research Handbook on Corporate Purpose and Personhood*, Cheltenham, 2021. Il tema, evidentemente, rievoca la classica disputa fra contrattualismo e istituzionalismo che tanto ha coinvolto la dottrina italiana del secolo scorso: qui ci si limita al richiamo del recente lavoro di M. RICOLFI, *Istituzionalismo, contrattualismo, storia*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, I, Torino, 2022, 46 ss., dove ulteriori riferimenti. A tal riguardo, si può comunque notare come, in effetti, la rilevanza degli interessi degli *stakeholders* debba essere valutata su due diversi piani: quello dell’interesse sociale e del suo condizionamento sulla amministrazione della società; e quello della gestione dell’impresa e delle regole organizzative che ne presiedono lo svolgimento; per questa distinzione v. E. GINEVRA, *Codice di corporate governance. Introduzione e definizioni*, in *Commentario al Codice di Corporate Governance*, a cura di A.A. AWWAD e F. BORDIGA, Torino, 31 (in corso di pubblicazione, dal dattiloscritto consultato per la cortesia dell’autore).

suscita l'opposizione dell'organo di gestione, espressione dei soci di controllo della società. Se il lancio di un'o.p.a. presuppone la convinzione dell'offerente di potere trarre dalla società *target* un'utilità maggiore rispetto a quella espressa dai corsi di mercato, è verosimile che la prima misura dell'offerente (qualora la sua offerta abbia successo) sarà proprio quella di imprimere una nuova linea alla gestione dell'impresa a partire proprio dalla sostituzione degli amministratori. Tale dinamica, descritta qui in estrema sintesi, è alla base del ricorso alle c.d. "manovre difensive" dall'o.p.a., tese a limitare le *chances* di successo del *bidder*. Nella prassi si registra, ad esempio, il ricorso a deliberazioni di un aumento di capitale sociale mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie o di un prestito obbligazionario convertibile o ancora del riconoscimento di diritti di conversione in azioni di altri strumenti già emessi<sup>6</sup>. In definitiva, si tratta di misure accomunate dall'effetto di rendere più costoso l'acquisto del pacchetto azionario di controllo, costringendo l'offerente a sostenere un investimento maggiore rispetto a quello originariamente pianificato nella prospettiva di minare la convenienza dell'operazione<sup>7</sup>.

Sennonché, per favorire la contendibilità del controllo, nel presupposto che così facendo possa realizzarsi una più efficiente allocazione delle risorse<sup>8</sup>, il legislatore italiano (al pari di quanto avviene negli altri Paesi improntati al modello capitalistico) prevede

---

<sup>6</sup> V. Comunicazione Consob n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999.

<sup>7</sup> Accanto a queste iniziative, vi sono, poi, altre tecniche difensive ipotizzabili, che transitano per un intervento nella struttura aziendale, e sono perciò di più difficile prospettazione: il riferimento va a fusioni, scissioni o a trasferimenti di *asset* strategici o di rami di azienda.

<sup>8</sup> In generale sulla discussione circa la precisazione degli interessi tutelati dalla disciplina dell'o.p.a., si può rinviare a R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 10<sup>ss</sup>, Torino, 1993, 368 ss.; R. LENER, voce *Opa (offerta pubblica di acquisto)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Agg. I, Torino, 2000, 520; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 97 ss.; A. GUACCERO, G. NUZZO, *Profili societari delle opa*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, IV, Milano, 2022, 583 ss.; e, con riferimento al diverso caso dell'o.p.a. obbligatoria, v., per tutti, C. MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, 2, Torino, 2020, 1403, ove ulteriori riferimenti.

che, una volta lanciata l'o.p.a., operi la c.d. *passivity rule*<sup>9</sup>, la quale inibisce agli amministratori la possibilità di «compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta» a meno che tali operazioni non vengano previamente ed espressamente autorizzate dall'assemblea degli azionisti (art. 104, comma 1°, t.u.f.). La norma, inoltre, impedisce alcuni tentativi di "giocare d'anticipo", là dove richiede di sottoporre al medesimo vaglio assembleare pure le misure difensive che «non rientri[no] nel corso normale delle attività della società» e che, al momento del lancio dell'offerta, risultano già deliberate ma non ancora neppure parzialmente attuate (art. 104, comma 1-bis, t.u.f.). Tralasciando in questa sede di approfondire le questioni interpretative che l'inciso sul «normale corso dell'attività» ha determinato (ad es. avendo riguardo ad eventuali contratti già conclusi ma non ancora attuati)<sup>10</sup>, va ricordato come invero sia possibile derogare alla *passivity rule* mediante una apposita previsione statutaria, così da assegnare agli amministratori il pieno potere di assumere le misure difensive reputate più opportune, purché non si tratti, ovviamente, di operazioni in generale rimesse alla competenza decisoria dell'assemblea (art. 104, comma 1-ter, t.u.f.)<sup>11</sup>.

Ciò posto, nel prospettato mutamento di paradigma, si pone il problema interpretativo di verificare se – pur sempre entro i limiti

---

<sup>9</sup> Più precisamente, ciò si verifica dopo la pubblicazione della comunicazione *ex* art. 102, comma 1°, t.u.f. con la quale l'offerente informa il mercato in merito alla propria volontà di promuovere l'offerta oppure circa il ricorrere di una situazione che la rende obbligatoria.

<sup>10</sup> Per un approfondimento della questione si rinvia a F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da V. BUONOCORE, Torino, 2014, 106, ove pure la tesi secondo cui la disposizione citata è applicabile a quelle tecniche di protezione decise dalla stessa assemblea, con la conseguenza che questa, una volta formulata l'o.p.a., deve comunque essere riconvocata affinché rivaluti il suo interesse nell'operazione ed eventualmente autorizzi gli amministratori a darvi attuazione.

<sup>11</sup> Al di fuori di tali ipotesi, come noto, l'unico modo per gli amministratori della società bersaglio di contrastare l'o.p.a. senza transitare per l'assemblea è quella di cercare soggetti (maggiormente graditi) disposti a formulare a loro volta un'offerta concorrente (art. 104, comma 1°, t.u.f.).

consentiti dalla ripercorsa disciplina della c.d. *passivity rule* – gli amministratori e l'assemblea degli azionisti, se del caso su sollecitazione di alcuni soci, possano legittimamente adottare provvedimenti od operazioni di difesa da una offerta di acquisto, che si presenti contraria non tanto all'interesse degli azionisti alla massimizzazione del profitto nel breve periodo, quanto piuttosto all'interesse sociale delineato in un'ottica di *long term* e di sostenibilità sociale e ambientale. Altrimenti detto, si tratta di capire se gli organi sociali possano dirsi legittimati ad adottare una posizione critica rispetto a una offerta pubblica di acquisto allegando una ritenuta contrarietà (o minore vantaggiosità) della stessa all'interesse sociale inteso come interesse "di lungo periodo" e arricchito dagli interessi degli altri *stakeholders* coinvolti nell'attività d'impresa. La risposta al quesito richiede di stabilire se gli amministratori, nell'esercizio del proprio ruolo, possano dirsi legittimati a tenere in considerazione i valori sociali coinvolti dall'attività svolta, così da privilegiare politiche imprenditoriali maggiormente rispettose degli interessi degli *stakeholders* e della comunità sociale in genere.

3. – Per lungo tempo, può dirsi che l'opinione riconosciuta come valida e ritenuta pressoché incontestabile, tanto dalla dottrina italiana quanto da quella straniera, ha inteso la società per azioni, anche grande e quotata in mercati regolamentati, quale strumento funzionale a soddisfare unicamente gli interessi prettamente egoistici dei soci e, pertanto, gestita dagli amministratori nell'ottica del perseguimento di una stretta massimizzazione dello *shareholder value*, e dunque con l'obiettivo di produrre quanto più utile possibile, anche in un'ottica di breve periodo, da potere distribuire ai soci.

Tuttavia, in tempi recenti si è assistito a una profonda rivisitazione di tale impostazione. A partire da alcune prese di posizione anche legislative, è noto come si sia nel tempo delineata e affermata una concezione allargata di interesse sociale secondo il modello del c.d. *enlightened shareholder value*, comunemente inteso quale presupposto del § 172 del *Companies Act* del 2006<sup>12</sup>. In questa

---

<sup>12</sup> Il rilievo è notato così di frequente da sembrare superflui i riferimenti; ed è in effetti condivisibile, atteso la formulazione della *section 172* («A director of a

visione, semplificando i termini del discorso, può dirsi che lo scopo della società sia di creare profitti adottando un'ottica di lungo periodo: l'interesse sociale resta saldamente ancorato a quello lucrativo dei soci ma, depurato dalle derive dello *short-termism*, può includere gli interessi degli *stakeholders*. Gli amministratori, pertanto, devono perseguire l'interesse lucrativo dei soci, ma «tenendo conto» dei vari interessi coinvolti nell'impresa<sup>13</sup>.

Negli ultimi anni, proprio nella prospettiva di realizzare il cambio di paradigma prima riferito, si assiste a una decisa evoluzione dell'ordinamento italiano, anche sulla scorta delle indicazioni unionali e internazionali, nel senso di una sempre più pregnante rilevanza degli interessi degli *stakeholders* nella conduzione delle imprese, specie se di grandi dimensioni, quotate in mercati regolamentati od operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo. Va osservato, segnatamente, come la legislazione a tutti i livelli imponga un forte condizionamento della struttura di *governance* societaria, delle politiche gestorie e della stessa attività d'impresa allo scopo dichiarato di perseguire uno *sviluppo sostenibile* rispettoso degli interessi ambientali, attinenti al personale, sociali e

---

company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to – (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company»). È però da ricordare come anche altre legislazioni abbiano seguito l'esempio di quella britannica o ne abbiano rappresentato dei diretti ispiratori: per maggiori dettagli e riferimenti v. S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO, Torino, 2021, 772; *amplius* A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023.

<sup>13</sup> La considerazione del testo, tuttavia, è complicata, per un verso, dal fatto che l'accezione di *short-termism* è generica, dovendosi cioè precisare come la stessa sembra invero riferita alle decisioni *patologicamente* rivolte al breve periodo; per l'altro, dalla non necessaria (né sul piano logico, né in concreto) corrispondenza biunivoca fra scelte di *long-term* e decisioni rispettose degli interessi degli *stakeholders*: per entrambi i profili, v. M. STELLA RICHTER jr., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 36; F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, *cit.*, 36.

finanziari<sup>14</sup>. E ciò, va detto, riguarda segnatamente la disciplina prevista per le società azionarie quotate in mercati regolamentati e, in generale, di grandi dimensioni. In tal senso, rileva, ad esempio, limitandosi in questa sede alla normativa nazionale, la disciplina in materia di obblighi di trasparenza non finanziari o meglio (nella formulazione ora prevista dalla Direttiva 2022/2464/UE<sup>15</sup>) di obblighi di informazioni sulla sostenibilità. Il riferimento corre, segnatamente, all'art. 3 del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, che, in definitiva, impone: (i) la preventiva valutazione dei rischi corsi dagli *stakeholders* in ragione dell'attività d'impresa in concreto esercitata; (ii) la predisposizione di politiche e misure organizzative volte a gestire i detti rischi e in certi casi (parità di genere, corruzione, violazione di diritti umani) impedire il loro ricorrere in concreto; (iii) la successiva informazione al mercato di tutte le misure e le valutazioni sopra dette<sup>16</sup>. Nel medesimo senso depone pure il vigente Codice di

<sup>14</sup> Rimarca questa evoluzione, ad esempio, P. MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO, II, Torino, 2021, 682.

<sup>15</sup> Tale direttiva, c.d. *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), ha modificato sensibilmente la Direttiva 2014/95/UE, a cui il D.lgs. 254/2016 ha dato attuazione. Tra le modifiche più rilevanti che caratterizzano la CSRD vanno segnalate: (i) l'estensione dell'ambito soggettivo di applicazione a tutte le grandi imprese, siano o meno quotate in mercati regolamentati, purché abbiano un numero di dipendenti superiore a 250 persone, nonché alle PMI che facciano ricorso a mercati regolamentati; (ii) l'adozione del principio della c.d. doppia materialità, che assegna rilevanza sia ai rischi finanziari conseguenti ai fattori ambientali e sociali, sia ai rischi da impresa dovuti all'impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa; (iii) l'eliminazione della facoltà di pubblicare le informazioni di sostenibilità in una relazione separata rispetto a quella sulla gestione; (iv) una maggiore standardizzazione della reportistica non finanziaria, rafforzata dalla richiesta di attestazione della sua conformità ai principi di rendicontazione di sostenibilità e al Reg. 2020/852/UE. Per maggiori dettagli su tale novità, si rinvia a A. GENOVESE, *L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. e impr.*, 2023, 88 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, I, Torino, 2022, 194 ss.

<sup>16</sup> Come noto, il sistema delle informazioni non finanziarie è stato successivamente perfezionato mediante l'adozione di un sistema di classificazione e tassonomia dei *benchmarks* di riferimento al fine di assicurare una condivisa



*Corporate Governance* delle società quotate, segnatamente là dove dispone che<sup>17</sup>: (i) l'organo di amministrazione definisca le strategie

standardizzazione agli indici di sostenibilità (Reg. 2019/2089/UE e Reg. 2020/852/UE e i relativi regolamenti delegati): per un approfondimento e ulteriori dettagli, v., *ex multis*, A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Rivista ODC*, 2022, 497 ss.; G. STAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 145 ss.; L. DELLA TOMMASINA, *L'attività di reporting negli emittenti quotati: governo societario e politiche non finanziarie*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, IV, Milano, 2022, 139 ss.; S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss.; In breve, può dirsi che tale normativa, oltre a gettare luce sulla propensione della società a farsi carico di temi sociali e ambientali attinenti a diritti di rango costituzionali (M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.), va quanto meno intesa come un vero e proprio strumento di *moral suasion*, diretto a sensibilizzare le grandi imprese affinché prestino maggiore attenzione agli aspetti in questione (M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Rivista ODC*, 2019, 632; F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholders empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati finanziari*, a cura di M. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI, Milano, 2020, 225 ss.). In tale solco va inserita anche la Direttiva 2017/828/UE, la quale, in estrema sintesi, sempre nella prospettiva di perseguire la costruzione di un'economia sostenibile, impone uno specifico obbligo di *disclosure* in capo agli investitori istituzionali e con riguardo alle loro politiche di investimento.

<sup>17</sup> In generale sul ruolo dei codici di *corporate governance*, v., per tutti, E. GINEVRA, *Codice di corporate governance. Introduzione e definizioni*, cit., 8 ss.; M. SIRI, M. GARGANTINI, *Corporate Governance Codes*, in *Instruments of EU Corporate Governance: Effecting Changes in the Management of Companies in a Changing World*, a cura di H.S. BIRKMOSE, M. NEVILLE, K.E. SØRENSEN, Kluwer Law International, 2022, 85 ss.; N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *RDS*, 2022, 253 ss.; G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, ECGI Law Working Paper n. 576/2021, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; P. MARCHETTI, *Codici di condotta, corporate governance, diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 23 ss.; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa: codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 160; G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *AGE*, 2006, 48 ss. M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss. Rimarca la collocazione dell'autodisciplina italiana nel *mainstream* della sostenibilità, M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., 24, ritenendo, tuttavia, che «il Codice di corporate governance, parlando di successo sostenibile e di sostenibilità della impresa societaria, sembra ancora utilizzare il termine nell'accezione interna di sostenibilità economico-finanziaria [...]» (p. 48); sul punto v. ora diffusamente E. GINEVRA, *Codice di corporate governance. Introduzione e definizioni*, cit., 1 ss.

della società in coerenza con il perseguimento dello sviluppo sostenibile e, soprattutto, ne verifichi la concreta attuazione (art. 1, Principio II); (ii) l'organo di amministrazione predetermini la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, dovendo dare specifico rilievo a tutti i profili rilevanti nell'ottica di assicurare il perseguimento del successo sostenibile (art. 1, Racc. 1, lett. c); (iii) la facoltà di istituire un comitato interno deputato ad adiuvarne l'organo di amministrazione nelle tematiche pertinenti al perseguimento del successo sostenibile<sup>18</sup>.

In questo quadro normativo, si giustifica almeno la messa in discussione della persistente validità dell'opinione tradizionale che esclude la possibilità di intestare agli *stakeholders* una qualsivoglia pretesa circa il rispetto di obblighi di legge o regolamentare che condizionano l'organizzazione societaria e l'attività d'impresa in vista del non danneggiamento dei detti interessi<sup>19</sup>; e ciò soprattutto qualora si tratti di società operanti nei settori vigilati<sup>20</sup>. Non potendo però

---

<sup>18</sup> Sul tema v. N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, I, 253 ss.; G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss.; P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di "corporate governance"*, in *Riv. soc.*, 2021 79 ss.

<sup>19</sup> V. CALANDRA BUONAURO, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 526 ss.; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. omm.*, 2011, I, 159 ss.).

<sup>20</sup> Difatti, nel settore bancario-finanziario, la legislazione è ancora più esplicita nell'accordare rilevanza a tali interessi. Al riguardo, si può fare riferimento, ad esempio, al Reg. 2019/2088/UE dedicato all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari che, fra il resto, impone agli intermediari (che abbiano determinati requisiti) di: (i) predeterminare una politica sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti compiuti per conto dei clienti; (ii) informare diffusamente, e in via continuativa, il mercato e i potenziali clienti sulla detta politica, sulle azioni adottate per fronteggiare gli effetti negativi per la sostenibilità, nonché sui modi con cui il prodotto finanziario prenda in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. In più, vanno ricordati gli interventi adottati in esecuzione del "Piano d'azione per finanziarie la crescita sostenibile" (8 marzo 2018) della Commissione europea che hanno emendato le Direttive UCITS, AIFMD, IDD e MiFID 2 e le loro norme d'attuazione dando corso all'avvento della finanza sostenibile: sul tema si rinvia a M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, 2020, 3 ss.; F.E. MEZZANOTTE, *The EU Policy on Sustainable Finance: A*

affrontare il tema in questa sede, ci si può limitare a convenire con chi ha rimarcato come gli interessi degli *stakeholders* – singolarmente intesi o per il tramite delle associazioni di categoria – possano dirsi interessi qualificati e riconosciuti dall'ordinamento, non potendosi per contro ritenerle posizioni di mero fatto del tutto prive di rilevanza<sup>21</sup>. Ma allora – e propriamente per quanto di stretto interesse nell'analisi in corso – gli amministratori di una società quotata in mercati regolamentati possono dirsi legittimati al perseguimento di un *enlightened shareholder value*, ossia all'attuazione di politiche gestorie socialmente responsabili, che tengano conto dell'impatto delle scelte imprenditoriali sulle diverse categorie di *stakeholders*<sup>22</sup>. Ne deriva, pertanto, che appare lecito per gli amministratori rinunciare a occasioni di profitto immediato qualora esse siano ritenute potenzialmente foriere di risvolti negativi nel tempo e sulle altre *constituencies* dell'impresa. In questa prospettiva, appare allora

---

*Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements*, in 40 *Review of Banking & Financial Law* (2021), 249 ss.; da ultimo, M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 261 ss.

<sup>21</sup> In argomento v. V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.; G. RIOLFO, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e controllo*, in *Le Clausole generali nel diritto societario*, a cura di G. MERUZZI, G. TANTINI, Torino, 2011, 139 ss.; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. IRRERA, Bologna, 2016, 41 ss.; da ultimo, sia consentito il rinvio a S. COSTA, *Organizzazione dei servizi d'investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, 224 ss.

<sup>22</sup> Cfr., *ex multis*, M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, *cit.*, 627 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 526 ss.). Del resto, una tale impostazione non si porrebbe in contrasto con lo scopo lucrativo che l'art. 2247 c.c. continua ad annoverare fra gli elementi della fattispecie societaria (M. LIBERTINI, *op. cit.*, 633; U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.). È stato fatto notare, in particolare, come il perseguimento della finalità lucrativa implichi la necessità di adottare politiche gestorie idonee a preservare la capacità dell'impresa a produrre utili nel tempo, adottando quindi un'ottica di lungo periodo: come dimostra, ad esempio, l'art. 123-ter, co. 3-bis, t.u.f. che impone di predisporre una politica sulla remunerazione degli amministratori che contribuisca «al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società».

possibile affermare che gli amministratori debbano preoccuparsi di attuare politiche gestorie volte a garantire il mantenimento del supporto degli *stakeholders* (lavoratori, clienti, fornitori) e il consenso della comunità circostante (riducendo l'impatto ambientale e promuovendo il benessere sociale); e ciò anche compiendo scelte suscettibili di generare una contrazione degli utili distribuibili e/o dei corsi di borsa nel breve periodo, ma che si giustificano nella volontà di preservare i rapporti con i detti *stakeholders* ed evitare le conseguenze negative di lungo periodo provocate da una possibile lesione dei loro interessi<sup>23</sup>.

4. – Tutto ciò considerato, e tornando al dubbio da cui l'analisi ha preso le mosse, può dirsi legittima e lecita – dal punto di vista del rispetto dell'interesse sociale – la decisione della maggioranza dei soci e degli amministratori, rispettivamente, di autorizzare e di attuare le operazioni ritenute più idonee a contrastare l'o.p.a. lanciata da chi programma di adottare politiche gestorie pregiudizievoli per gli interessi degli *stakeholders* (dipendenti, clienti, comunità locale).

In particolare, alla luce del precedente chiarimento appare possibile affermare che, in tali casi, gli amministratori possano andare esenti da responsabilità per l'eventuale danno patito dai singoli soci o dalla stessa società e preteso *ex artt.* 2393-*bis* o 2395, c.c., giacché il loro comportamento – per il profilo qui strettamente considerato – potrà dirsi conforme ai doveri della loro carica e il danno eventualmente patito dai singoli soci privo del tratto dell'ingiustizia *ex art.* 2043 c.c.

Del pari, la decisione dell'assemblea degli azionisti (convocata su iniziativa degli amministratori o di alcuni soci *ex art.* 2367 c.c.<sup>24</sup>) di

---

<sup>23</sup> La prospettiva – ed è di frequente segnalato – determina un incremento degli spazi di discrezionalità degli amministratori nella conduzione della società (cfr., ad esempio, U. TOMBARI, *Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, 34; STELLA RICHTER jr., *Long-termism*, cit., 48). L'obiezione, tuttavia, non pare in sé preclusiva all'accordata rilevanza dei detti interessi, ma solo richiedere la precisazione di limiti, interni o esterni, alla detta discrezionalità.

<sup>24</sup> Tale possibilità non è però unanimemente ammessa: per la positiva, v. N. DE LUCA, *sub art.* 2367, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Milano, 2016, 902; P. ABBADESSA, A.MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 299; per la negativa, P.

autorizzazione<sup>25</sup> – o di vera e propria decisione, per i casi in cui si tratti di provvedimenti che rientrano nella competenza decisoria dei soci – avente ad oggetto l'adozione di misure funzionali a proteggere la società dall'o.p.a. appare conforme all'interesse sociale, non ammettendosi perciò un successivo sindacato di legittimità ai sensi dell'art. 2373 o per abuso della maggioranza ai danni della minoranza.

Allo stesso modo, in ultimo, sembrano ammissibili clausole statutarie che – avvalendosi della facoltà di cui all'art. 104, t.u.f. – deroghino alla regola di *passivity rule* con riguardo esclusivo alle offerte pubbliche d'acquisto ritenute pregiudizievoli per gli interessi degli *stakeholders*, sì da ammettere in questi casi l'adozione di misure di difesa da parte del solo organo gestorio (sempreché evidentemente non si tratti di decisioni che ricadono nella competenza assembleare) e, si badi, a prescindere dal fatto che la società abbia adottato lo *status* di società *benefit* ai sensi dell'art. 1, comma 376 ss., L. 208/2015<sup>26</sup>.

-----

#### Abstract

#### THE PASSIVITY RULE IN THE SUSTAINABLE ECONOMY: INSIGHTS FOR AN INITIAL ANALYSIS

È di frequente rimarcato, e non solo nell'ambito della scienza

---

MARCHETTI, *sub art.* 2367, in *Assemblea*, a cura di A. PICCIAU, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, 2008, 75.

<sup>25</sup> Ad ogni modo, non risulta possibile per l'assemblea imporre agli amministratori di attuare misure difensive che non siano condivise dall'organo gestorio (salvo, ovviamente, il caso di operazioni di competenza assembleare). Ciò è impedito dalla natura meramente "autorizzativa" della competenza assembleare sulla *passivity rule*, che riconosce ai soci il potere di vietare (*vetorecht*) il compimento di certe operazioni, ma che lascia intatta la discrezionalità degli amministratori nel decidere se dare o meno esecuzione all'atto autorizzato (sul punto v. G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 2, Torino, 2006, 5 ss.). Ne deriva che, anche seguendo l'opinione (ricordata alla precedente nota) di chi ammette la possibilità per gli azionisti di pretendere la convocazione dell'assemblea *ex art.* 2367 c.c. affinché eserciti il proprio potere autorizzativo, gli amministratori non saranno obbligati a dare seguito all'operazione autorizzata.

<sup>26</sup> Sul tema, in generale, v. M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 475 ss.

giuscommercialistica, come sia in corso di realizzazione un mutamento di prospettiva – se non di vero e proprio *paradigma* di base – nel moderno capitalismo occidentale volto alla realizzazione di una economia sostenibile. Un banco di prova decisivo del detto approccio è dato dalla disciplina dedicata alle offerte pubbliche di acquisto e, segnatamente, dalla norma che impone la c.d. *passivity rule*. Lo studio rappresenta un primo spunto per l'analisi della questione.

\*\*\*

*It is frequently remarked, not only in the field of business law, how a change of perspective (maybe even of paradigm) is taking place in modern Western capitalism aimed at the realization of a sustainable economy. A decisive test of this approach is provided by the discipline dedicated to takeover bids and, precisely, by the rule imposing the so-called passivity rule. The study provides an initial starting point for the analysis of this issue.*

-----