

UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI

Corso di Dottorato di Ricerca  
in Diritto Commerciale - XVII Ciclo

IL DOVERE DI FEDELTA' DEGLI  
AMMINISTRATORI NEL DIRITTO  
DEGLI STATI UNITI D'AMERICA

Tesi di Dottorato di  
Corrado Malberti  
Mat. 901991

Tutor  
Chiar. mo Prof. Ettore Gliozzi

## INDICE SOMMARIO

### CAPITOLO I

#### INTRODUZIONE AL PROBLEMA DEI DOVERI FIDUCIARI DEGLI AMMINISTRATORI NEL DIRITTO DEGLI STATI UNITI D'AMERICA

	<i>pag.</i>
1. Le diverse dimensioni dei doveri fiduciari nel diritto degli Stati Uniti d'America . . . . .	1
2. <i>Duty of loyalty, duty of care e good faith</i> nel diritto nordamericano . . . . .	7

### CAPITOLO II

#### IL *DUTY OF LOYALTY* TRA *COMMON LAW* E *STATE LAW*

1. L'evoluzione storica del <i>duty of loyalty</i> . . . . .	29
2. Il <i>duty of loyalty</i> e le operazioni in conflitto d'interessi. . . . .	34
3. L'obbligo di <i>disclosure</i> . . . . .	39
4. Il <i>fairness test</i> . . . . .	46
5. L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte dei <i>director</i> . . . . .	54
6. L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli <i>shareholder</i> . . . . .	63
7. Le conseguenze dell'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli amministratori e degli azionisti . . . . .	67
8. La disciplina delle <i>corporate opportunity</i> . . . . .	81
9. Il divieto di concorrenza . . . . .	97
10. <i>Majority shareholder's fiduciary responsibility</i> . . . . .	99
11. Il <i>duty of loyalty</i> nelle <i>closely held corporation</i> . . . . .	106
12. I doveri fiduciari degli amministratori nei confronti di soggetti diversi dagli azionisti . . . . .	112

CAPITOLO III  
I DOVERI FIDUCIARI DEGLI AMMINISTRATORI  
NELLE OPERAZIONI DI *MERGER AND ACQUISITION*

1.	<i>Standard of conduct e standard of review nelle operazioni di merger and acquisition . . . . .</i>	121
2.	<i>Sale of control transaction . . . . .</i>	122
3.	<i>Change of control transaction . . . . .</i>	131
4.	<i>Tender offer defensive measure . . . . .</i>	143
5.	<i>Cash out merger e tender offer cash out merger . . . . .</i>	160
6.	<i>Deal protection e termination fee . . . . .</i>	176

## CAPITOLO I

### INTRODUZIONE AL PROBLEMA DEI DOVERI FIDUCIARI DEGLI AMMINISTRATORI NEL DIRITTO DEGLI STATI UNITI D'AMERICA

SOMMARIO: 1. Le diverse dimensioni dei doveri fiduciari nel diritto degli Stati Uniti d'America. - 2. *Duty of loyalty, duty of care e good faith* nel diritto nordamericano.

1. *Le diverse dimensioni dei doveri fiduciari nel diritto degli Stati Uniti d'America.* - Il diritto societario italiano non conosce una categoria unitaria in grado di ricomprendere le diverse espressioni esistenti nel nostro ordinamento dei doveri fiduciari degli amministratori di società di capitali (1). Tale categoria sistematica esiste, invece, negli ordinamenti di *common law*, che riuniscono sotto l'etichetta di *fiduciary duty* diversi fenomeni della vita delle società per azioni affrontati separatamente e in modo non unitario dal diritto del nostro paese (2). In realtà, così come avviene nei paesi di *common law*, diversi istituti del nostro ordinamento, che ad un primo esame sembrano avere pochi tratti in comune, possono, dopo un più attento esame, trovare una medesima giustificazione teorica.

---

(1) Si confronti su questo punto C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 125 ss., il quale riconosce l'ampliamento del campo di applicazione della disciplina degli interessi degli amministratori delle società per azioni che qualifica come *duty of loyalty*.

(2) Si pensi, ad esempio, alla *passivity rule* prevista all'art. 104 del TUF, al problema dei rapporti tra società che applicano la disciplina della direzione e coordinamento di società (art. 2497 ss. c.c.), a quello degli interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.), a quello del divieto di concorrenza degli amministratori (art. 2390 c.c.), a quello delle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c.). Al contrario di quanto avviene nel nostro ordinamento, nel diritto degli Stati Uniti d'America tutti questi problemi vengono affrontati alla luce del vincolo fiduciario che lega gli amministratori alla società e ai soci.

Scopo del presente lavoro è quello di indagare in quale misura i risultati raggiunti nei paesi di *common law* possano trovare applicazione anche nell'ordinamento italiano. Esaminando l'elaborazione dei doveri fiduciari degli amministratori nei paesi di *common law* e tentando di porne in risalto i tratti distintivi si cercherà, quindi, di individuare gli elementi comuni di diversi istituti che disciplinano la vita delle società per azioni del nostro paese e che paiono avere natura e giustificazioni distinte. Oggetto di approfondimento di questo lavoro sarà in particolare l'analisi della relazione fiduciaria degli amministratori come elaborata nel diritto degli Stati Uniti d'America per due diverse ragioni: in primo luogo, in questo sistema giuridico la categoria dei *fiduciary duty* è stata oggetto di un notevole approfondimento teorico e applicativo; in secondo luogo, l'esame dell'esperienza di questo ordinamento risulta essere di particolare interesse, perché la dottrina di questo paese esamina il problema dei doveri degli amministratori anche attraverso le lenti dell'analisi economica del diritto e il problema della relazione fiduciaria tra *director* e *shareholder* viene generalmente ricondotto a quello di matrice economica della riduzione dei cosiddetti *agency cost* (3). Tra i diversi aspetti dell'obbligazione fiduciaria degli amministratori nel diritto nordamericano, l'attenzione del presente studio si concentrerà soprattutto sull'analisi del dovere di fedeltà degli amministratori che, di fatto, costituisce il nucleo principale dei *fiduciary duty* degli amministratori delle società nordamericane.

Prima di procedere all'esame dei tratti caratteristici e dell'evoluzione del dovere di fedeltà nel diritto degli Stati Uniti d'America è necessario

---

(3) E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, vol. 88, 1980, p. 288 ss.; E.F. FAMA - M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, 1983, p. 301 ss.

tuttavia iniziare questa indagine esaminando alcune caratteristiche di questo ordinamento che potrebbero essere di non immediata comprensione per giuristi formati in un paese che adotta un sistema di *civil law*.

Una prima fonte di complicazione nell'esame del diritto societario degli Stati Uniti d'America deriva dalla complessità del sistema delle fonti di questo paese. Vi sono, infatti, almeno quattro differenti livelli di regolamentazione che concorrono a determinare il diritto societario di questo ordinamento e, quindi, anche il contenuto dell'obbligo fiduciario imposto agli amministratori.

Il primo livello di regolamentazione può essere individuato nei principi di *common law* ricavabili dall'evoluzione della giurisprudenza delle corti. Sebbene questa fonte, con il trascorrere del tempo, abbia perso, almeno per quanto riguarda il diritto societario, parte della propria importanza, essa riveste ancora oggi una rilevanza fondamentale per lo studio di questa materia (4).

Nonostante il diritto di creazione giurisprudenziale continui a rappresentare un'importante componente nella struttura del diritto societario degli Stati Uniti, la parte più rilevante della regolamentazione in materia societaria di questo paese è rappresentata dal diritto positivo dei singoli stati degli Stati Uniti. Ogni singolo stato vanta, infatti,

---

(4) Sul punto si veda la trascrizione dell'intervento di Melvin Eisenberg alla conferenza "Regulatory Competition and Subsidiarity in Corporate Governance in a Transatlantic Perspective" tenutosi a Brussels il 12 luglio 2004 sul tema "The US Experience and its implications for Europe", disponibile sul sito internet <http://www.ecgi.org/tcgd/launch/index.htm>, (visitato il 5 dicembre 2005), nella quale viene sottolineato lo stretto legame esistente tra l'elevato sviluppo del diritto societario degli Stati Uniti di creazione giudiziale e lo strumento della *shareholder suit*: "[t]he courts, in particular, have developed an extremely rich body of judge-made law on the fiduciary duties of directors and officers, both the duty of fair dealing and the duty of care. The judicial development of this rich body of law, which I think does much to promote the American corporate system, is due largely, or almost entirely, to the institution of shareholder suits. It's almost entirely through shareholder suits that this law has been and continues to be generated".

un'autonoma e dettagliata disciplina del proprio diritto societario (5) ed è opinione diffusa nella dottrina degli Stati Uniti che questa varietà di disciplina in ambito societario costituisca uno degli elementi più importati di questo ordinamento (6).

Il terzo livello di regolamentazione del diritto societario è costituito dalla legislazione federale. In questo ambito rilevano le norme dettate dal legislatore federale in materia di *securities regulation* che, pur non disciplinando direttamente la struttura ed il funzionamento delle società, possono avere, almeno in alcuni casi, ricadute consistenti sulla vita di questi enti (7). In particolare i due più importati *statute* promulgati dal legislatore federale in questa materia sono il Securities Act del 1933 e il Securities Exchange Act del 1934. I rapporti tra diritto statale e diritto federale e le ragioni che portano parte della dottrina a sostenere la prevalenza dell'uno rispetto all'altro sono complesse e in buona parte trascendono gli scopi della presente trattazione (8). Per i nostri fini, quindi,

---

(5) Nell'intervento menzionato nella nota precedente Melvin Eisenberg ricorda che nella creazione del diritto societario i legislatori dei singoli stati degli Stati Uniti sono fortemente influenzati dalla classe forense.

(6) Per questa impostazione si veda R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, 1993.

(7) Un esempio aiuterà a comprendere come in molti casi la distinzione tra *corporate law* e *securities regulation* sia in molti casi incerta: recentemente il Sarbanes Oxley Act, provvedimento federale, ha previsto alla § 402 un divieto per le società di concedere prestiti agli amministratori. Tale norma costituisce una importante invasione di campo da parte del legislatore federale in una materia, ovvero quella dei doveri fiduciari degli amministratori, tradizionalmente riservata al diritto dei singoli stati. Sul punto si veda S. BAINBRIDGE, *The Creeping Federalization of Corporate Law*, in *Regulation*, vol. 26, 2003, p. 26 ss., a p. 28.

(8) La maggioranza degli autori nordamericani ritiene che affidando ai singoli stati la regolamentazione del diritto societario sia possibile creare un vero e proprio mercato delle regole (in senso contrario si veda (M. KAHAN - E. KAMAR, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 55, 2002, p. 679 ss.). Discusso è invece se questa *regulatory competition* si risolva in una *race to the top* (in questo senso oltre a Roberta Romano citata nella nota precedente si veda R.K. WINTER JR., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, in *J. Legal Stud.*, vol. 6, 1977, p. 251 ss.; R.K. WINTER, JR., *The "Race for the Top" Revisited: A*

è sufficiente ricordare che, almeno in linea di massima, il diritto federale non dovrebbe prevalere sul diritto dei singoli stati, di conseguenza il legislatore federale non dovrebbe poter prevedere un'autonoma disciplina del diritto societario (9).

Infine, il diritto societario degli Stati Uniti d'America è regolato da norme che hanno natura privatistica e che trovano il proprio fondamento nell'autonomia contrattuale. Tra queste norme particolare importanza rivestono le disposizioni regolamentari previste, per esempio, dal NYSE e dal NASDAQ, a cui si devono sottoporre tutte le società che intendano avere titoli quotati su uno di questi mercati (10). Tali discipline non verranno affrontate nella presente trattazione se non in via incidentale qualora si rendano necessari chiarimenti in relazione ad alcune fattispecie concrete che di seguito verranno esaminate.

---

*Comment on Eisenberg, in Colum. L. Rev., vol. 89, 1989, p. 1526 ss.) o in una race to the bottom (così W.L. CARY, Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, in Yale L.J., vol. 83, 1974, p. 663 ss.). Vi è poi chi ritiene (M.J. ROE, Delaware's Competition, in Harv. L. Rev., vol. 117, 2003, p. 588 ss.) che negli Stati Uniti d'America l'unico vero concorrente del Delaware sia il legislatore federale.*

(9) Tale principio trova conferma anche nella recente giurisprudenza delle corti federali degli Stati Uniti: si vedano, ad esempio, *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990); *CTS Corp. v. Dynamics Corp.*, 481 U.S. 69, 107 S.Ct. 1637, 95 L.Ed.2d 67 (1987), in cui il Justice della Corte Suprema Lewis Powell così argomenta: “[t]he markets that facilitate this national and international participation in ownership of corporations are essential for providing capital not only for new enterprises but also for established companies that need to expand their businesses. This beneficial free market system depends at its core upon the fact that a corporation – except in the rarest situations – is organized under, and governed by, the law of a single jurisdiction, traditionally the corporate law of the State of its incorporation”.

(10) In realtà il NYSE (acronimo di New York Stock Exchange) e il NASDAQ (acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) hanno storicamente una natura profondamente diversa. Al contrario del NYSE il NASDAQ non è un mercato registrato ai sensi della § 6 del Securities Exchange Act del 1934, bensì un mercato “over-the-counter”. Nel giugno 2001, tuttavia, il NASDAQ presentò domanda alla SEC per essere registrato come “exchange” ai sensi della § 6 del Securities Exchange Act del 1934. Ad oggi (dicembre 2005) non risulta che la SEC abbia ancora adottato provvedimenti in relazione a questa richiesta. Sul punto si veda anche T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2002, 4<sup>th</sup> ed., p. 10 ss.

Così descritto lo scenario del diritto societario nordamericano si presenta piuttosto frammentato. A questa diversità di fonti normative occorre aggiungere, inoltre, alcuni ulteriori fattori di complicazione. Tra le possibili fonti del diritto societario degli Stati Uniti è opportuno includere anche il Model Business Corporation Act, il quale, di per sé, non ha nessun valore normativo, ma rappresenta appunto un modello di legislazione proposto ai singoli stati degli Stati Uniti dall'American Bar Foundation (11).

Un altro elemento che caratterizza il diritto societario degli Stati Uniti d'America in materia di doveri fiduciari degli amministratori è costituito dalla presenza gli ALI Principles of corporate governance, redatti dall'American Law Institute, che si pongono l'obiettivo di migliorare la struttura dei sistemi di *corporate governance* delle società nordamericane. Anche le disposizioni contenute in questi *principles* non hanno come il Model Business Corporation Act alcun valore normativo e rappresentano in sostanza soltanto dei principi di *best practice* (12).

Infine, un ultimo elemento caratteristico del diritto societario degli Stati Uniti è rappresentato dall'importanza che riveste in questo paese l'ordinamento dello stato del Delaware. In base alla legge di questo

---

(11) Come ricordano J.D. COX - T.L. HAZEN, *On Corporations*, New York, 2003, 2<sup>nd</sup> ed., vol. I, p. 90 ss., pur non essendo mancati tentativi precedenti di uniformare il diritto societario dei singoli stati degli Stati Uniti, la prima versione del Model Business Corporation Act (MBCA) risale al 1950. Nella presente trattazione si farà riferimento principalmente al cosiddetto Revised Model Corporation Act (RMBCA) la cui redazione è stata ultimata nel 1984. Nel 1988, tuttavia, la disciplina del *duty of loyalty* prevista alla § 8.31 della versione del 1984 del RMBCA venne sostituita dal subchapter F (§§ 8.60 - 8.63), che costituisce ancor oggi il nucleo principale di norme concernenti il *duty of loyalty* nel RMBCA. Si noti inoltre che, come ricordano Cox - Hazen sopra citati e S. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 16, nel 1999 24 stati avevano adottato nella sua interezza la disciplina prevista nel RMBCA e altri stati ne avevano adottato alcune parti.

piccolo stato, infatti, sono regolate circa le metà di tutte le società operanti negli Stati Uniti. Di conseguenza la comprensione delle leggi e della giurisprudenza del Delaware rappresenta un elemento – se non l'elemento – fondamentale per la comprensione di tutto il diritto societario degli Stati Uniti. Il diritto del Delaware presenta in molti casi caratteristiche peculiari rispetto a quelle del diritto societario degli altri stati degli Stati Uniti e del Model Business Corporation Act. Buona parte di questa capacità innovativa e distintiva deriva dall'elevato numero di società che hanno la propria sede sociale in questo stato, circostanza che induce sia il potere giudiziario che quello legislativo del Delaware a dedicare grande attenzione all'evoluzione del diritto societario <sup>(13)</sup>.

Per concludere queste note introduttive sulla struttura del diritto societario degli Stati Uniti d'America, sia consentito rilevare come appaiano immediatamente chiare le difficoltà a cui va incontro chi, in uno scenario così complesso e variegato, cerca di ricostruire in modo unitario i doveri fiduciari degli amministratori. Nei prossimi paragrafi le fonti sopra indicate verranno richiamate frequentemente: in alcuni casi queste fonti concorderanno sulla soluzione da adottare alla fattispecie concreta descritta, in altri, invece, la soluzione adottata sarà differente; per queste ragioni è sembrato utile esporre in questa introduzione quale sia la diversa portata e incidenza di ciascuna di queste fonti.

2. *Duty of loyalty, duty of care e good faith nel diritto nordamericano.* – Tradizionalmente i doveri fiduciari degli amministratori

---

<sup>(12)</sup> Per un attento esame degli ALI principles in lingua italiana si veda F. GHEZZI, *I «doveri fiduciari» degli amministratori nei «Principles of Corporate Governance»*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465 ss.

nel diritto degli Stati Uniti di America vengono ricondotti a due diverse categorie: da una parte vi sono gli obblighi che possono essere ricollegati al *duty of care*, dall'altra quelli che costituiscono espressione del cosiddetto *duty of loyalty*. Oltre a questi due doveri fiduciari le più recenti elaborazioni giurisprudenziali hanno aggiunto una terza categoria di doveri fiduciari vale a dire il cosiddetto dovere di agire in *good faith*.

Tali doveri rappresentano espressione di principi differenti nell'ordinamento italiano. Mentre il *duty of care* può essere ricondotto in senso lato al dovere di agire secondo un criterio di diligenza, il *duty of loyalty* può essere interpretato come espressione del principio generale per cui gli amministratori non devono agire in conflitto di interessi rispetto alla società. Il dovere di agire in *good faith*, infine, può essere considerato come un diverso tipo di dovere fiduciario che si pone ad un livello intermedio tra al *duty of care* e al *duty of loyalty* in quanto in alcuni casi esso è riconducibile all'obbligo di agire in modo diligente e in altri è invece riconducibile al dovere di non agire in conflitto d'interessi.

Nella prosecuzione di questo lavoro vedremo, tuttavia, come questa distinzione teorica dei doveri fiduciari degli amministratori non sia in realtà così netta come appare ad un primo esame. L'attenzione del presente studio si concentra prevalentemente sul dovere di fedeltà degli amministratori e sulle applicazioni dei doveri fiduciari riconducibili al *duty of loyalty*; vedremo, tuttavia, come in molte fattispecie verificatesi nella pratica sia stato impossibile caratterizzare questo dovere fiduciario rispetto agli altri. Per questa ragione è necessario compiere un esame preliminare dell'intera categoria dei doveri fiduciari degli amministratori, in modo tale da avere un quadro di riferimento più completo per comprendere il ruolo

---

(<sup>13</sup>) Sul tema dei vantaggi competitivi del diritto del Delaware si veda M. BARZUZA, *Price Consideration in the Market for Corporate Law*, in *Cardozo L. Rev.*, vol.

giocato dal dovere di fedeltà degli amministratori nel diritto degli Stati Uniti.

Prima di procedere ad un rapido esame della triade dei doveri fiduciari degli amministratori è necessario fornire un ultimo chiarimento preliminare: un aspetto fondamentale del diritto societario degli Stati Uniti è costituito dalla distinzione esistente tra *standard of conduct* e *standard of review* delle decisioni assunte dagli amministratori nell'esercizio dei propri compiti. In sostanza, mentre lo *standard of conduct* riguarda il criterio di condotta utilizzato dagli amministratori di una società nell'adottare una scelta imprenditoriale, lo *standard of review* riguarda il criterio con cui le corti riesaminano le scelte compiute dagli amministratori e ne valutano quindi il comportamento. Per approssimazione è possibile affermare che le corti nordamericane esaminano un atto compiuto in violazione del *duty of care* alla luce dello *standard di review* della *business judgment rule*. Nel caso in cui, invece, un atto sia compiuto in violazione del *duty of loyalty* lo *standard of review* generalmente applicato dalle corti è quello dell'*entire fairness* <sup>(14)</sup>. Tale distinzione assume una portata fondamentale per l'analisi dei diversi doveri di fedeltà degli amministratori: una volta, infatti, che un dovere fiduciario degli amministratori può dirsi violato è forse più importante determinare quale sia lo *standard of review* che verrà applicato dalle corti piuttosto che individuare quale sia la natura del dovere fiduciario violato. Per quanto riguarda, infine, il *duty of good faith* tradizionalmente non

---

26, 2004, p. 129 ss., a p.139 ss.

<sup>(14)</sup> Questa distinzione, tuttavia, non è sempre così netta. Come si avrà occasione di notare in seguito (cfr. *infra* cap. 2, par. 4) nel caso *Cede & Co. v. Technicolor*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), la Corte Suprema del Delaware affermò che anche in un caso avente ad oggetto una violazione del *duty of care* può trovare applicazione lo *standard of review* dell'*entire fairness*.

esiste uno specifico *standard of review* che possa essere applicato qualora venga ravvisata una violazione di questo dovere fiduciario (15).

Una volta presentato un quadro d'insieme dei doveri fiduciari degli amministratori e dei diversi *standard di review* a cui le violazioni di tali doveri sono sottoposte è possibile esaminare singolarmente ciascuno di questi obblighi fiduciari.

Il *duty of care* costituisce la regola di condotta per cui gli amministratori devono agire secondo un criterio di diligenza pari a quello che userebbe normalmente una persona prudente (16). In sostanza il *duty of care* rappresenta l'equivalente del principio espresso nel nostro ordinamento all'art. 2392 c.c. in base al quale “[g]li amministratori devono adempiere ai doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e delle loro specifiche competenze”. Le analogie ricavabili da un paragone tra il testo dell'art. 2392 c.c. e il *duty of care* come elaborato oltreoceano, tuttavia, si fermano qui. Il primo comma dell'art. 2392 c.c. prosegue, infatti, disponendo che “[e]ssi [ovvero gli amministratori] sono responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o per eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose”. In sostanza, il legislatore italiano sembra sancire un'identità tra il criterio di condotta degli amministratori *ex ante* e di riesame *ex post* da parte del potere giudiziario.

---

(15) Il tema in realtà è un po' più complesso di quanto indicato nel testo e, almeno in parte, verrà approfondito in seguito nel presente paragrafo.

(16) Nel diritto del Delaware il caso che di norma viene citato come esempio dell'espressione di questa regola di condotta è *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), nel quale viene affermato che i “directors of a corporation in managing the corporate affairs are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances”.

Nel diritto degli Stati Uniti vi è, invece, una distinzione abbastanza chiara tra *standard of conduct* e *standard of review* in materia di *duty of care* e tale differenza costituisce uno degli aspetti più controversi del diritto societario di questo paese (17). Infatti, come è già stato ricordato in precedenza, lo *standard of review* di regola applicato in caso di violazione del *duty of care* è quello della cosiddetta *business judgment rule* (18). Al contrario dello *standard of conduct* del *duty of care*, il cui rispetto si fonda sul concetto di *negligence*, la *business judgment rule*, secondo l'elaborazione offerta delle corti del Delaware, può essere ricondotta ad un criterio di *gross negligence* ed è assimilabile, almeno in senso lato, alla colpa grave del nostro ordinamento (19).

Un altro aspetto importante per la comprensione della *business judgment rule* è costituito dalla doppia natura di questa regola che può avere sia caratteri sostanziali che caratteri procedurali. Da un lato, infatti, la *business judgment rule* è espressione di un criterio di riesame della condotta sostanziale posta in essere dagli amministratori, dall'altro, la *business judgment rule* è anche e più semplicemente espressione di un

---

(17) Sul tema si veda ad esempio M.A. EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, in *Fordham L. Rev.*, vol. 62, 1993, p. 437 ss.; inoltre, per una possibile soluzione di questo problema ispirata al dibattito relativo alle *social norms*, si veda ancora M.A. EISENBERG, *Corporate Law and Social Norms*, in *Colum. L. J.*, vol. 99, 1999, p. 1253 ss. e in particolare si veda p. 1266 ss.

(18) In *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), è possibile trovare la più classica e più menzionata definizione della regola di condotta prevista dalla *business judgment rule*: “[i]t is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts.”.

(19) Il principio secondo cui lo *standard of review* degli atti compiuti dagli amministratori è quello della *gross negligence* può essere ritrovato in un passaggio del caso *Aronson* menzionato nella nota che precede: “[w]hile the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence”.

principio probatorio. In pratica, qualora si voglia dimostrare la violazione della *business judgment rule*, l'onere della prova risulta essere a carico dell'attore (20).

In sostanza se il *duty of care*, a cui tradizionalmente si accompagna lo *standard of review* della *business judgment rule*, viene censurato soltanto quando si sia in presenza di *gross negligence*, difficilmente vi potranno essere pronunce che riconoscano la violazione di questo dovere fiduciario (21). Considerato inoltre il profilo probatorio a cui sono sottoposti gli attori qualora intendano far valere una violazione del *duty of care*, è possibile concludere che tale dovere fiduciario, almeno nella sua concezione più classica, pone gli amministratori, che hanno adottato scelte imprenditoriali in seguito rivelatesi sbagliate, virtualmente al riparo da ogni responsabilità (22).

---

(20) Esaminando il *duty of loyalty* si vedrà tra breve quale sia l'importanza del profilo probatorio nel riesame di operazioni che possono costituire una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori. In tal senso si veda sempre il caso *Aronson* citato alla nota 18: "[t]he burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption".

(21) In *Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996), la *business judgment rule* viene evocata nella suo classico ambito di applicazione relativo alla limitazione di responsabilità degli amministratori che in buona fede e non in conflitto di interessi abbiano assunto decisioni che in un secondo momento si sono rivelate errate: "in the absence of facts showing self-dealing or improper motive, a corporate officer or director is not legally responsible to the corporation for losses that may be suffered as a result of a decision that an officer made or directors authorized in good faith". Tuttavia, questa stessa pronuncia ricorda anche che tale principio non è privo, almeno da un punto di vista teorico di eccezioni: "[t]here is a theoretical exception to this general statement that holds that some decisions may be so 'egregious' that liability for losses they cause may follow even in the absence of proof of conflict of interest or improper motivation. The exception, however, has resulted in no awards of money judgments against corporate officers or directors in this jurisdiction and to my knowledge only the dubious holding in this Court of *Gimbel v. Signal Companies Inc.* (Del.Ch.), 316 A.2d 599, *aff'd* (Del.Supr.), 316 A.2d 619 1974, seems to grant equitable relief in the absence of a claimed conflict or improper motivation".

(22) In realtà come rilevano F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, St. Paul, 2000, p. 282 ss.; S. BAINBRIDGE, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 83 ss., vi è nella giurisprudenza relativa al *duty of care* e alla *business judgment rule* una tensione tra due diverse interpretazioni della *business ju-*

Questa concezione classica del *duty of care* ha subito, a partire dagli anni ottanta, una rapida evoluzione dottrinale e giurisprudenziale. Un'evoluzione che ha trovato il proprio culmine nella celebre sentenza *Van Gorkom* <sup>(23)</sup>, che ha ridisegnato il concetto stesso di *duty of care* e lo *standard of review* della *business judgment rule*. In verità occorre rilevare che questa evoluzione ha avuto origine in un ambito molto particolare rispetto a quello relativo alle normali competenze di gestione degli amministratori.

Il caso che costituì uno dei capostipiti della giurisprudenza in tema di violazione della *business judgment rule* riguarda, infatti, la decisione compiuta da parte degli amministratori di una società in relazione alla rinuncia ad una *derivative action* promossa da alcuni azionisti <sup>(24)</sup>. Nello specifico il problema che venne affrontato in *Zapata* <sup>(25)</sup> fu proprio quello di determinare quale debba essere lo standard di condotta e di riesame al quale deve essere sottoposta la decisione del consiglio di amministrazione

---

*gment rule*: da un lato, in alcune pronunce come *Cede* questo principio è considerato come espressione di un criterio di condotta riconducibile alla colpa grave; dall'altro, in altri casi come *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968), caso in cui il diritto applicabile è quello del Delaware, è stato ritenuto che la *business judgment rule* rappresenta semplicemente un dovere per le corti di astenersi dal riesaminare le scelte imprenditoriali compiute dal consiglio di amministrazione.

<sup>(23)</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

<sup>(24)</sup> Il tema, in realtà piuttosto complesso, merita qualche ulteriore approfondimento. Di regola un azionista che intende proporre una *derivative action* nei confronti degli amministratori della società è obbligato a domandare al consiglio di amministrazione l'autorizzazione per poter agire per conto della società. Alcune sentenze hanno disposto che questa decisione del *board* deve comunque essere effettuata nel rispetto dei doveri fiduciari degli amministratori. Altri casi e le norme di *civil procedure* hanno chiarito, invece, che in alcuni casi l'azione per conto della società può essere intrapresa a prescindere da questa autorizzazione degli amministratori. Una delle ipotesi in cui questa autorizzazione non è richiesta è quella in cui il consiglio di amministrazione si trova in conflitto di interessi in relazione a tale decisione. In questi casi si dice che la domanda è *fruitless*. Sul punto si veda diffusamente F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, *op. cit.*, p. 400 ss.

<sup>(25)</sup> *Zapata Corporation v. Maldonado*, 430 A.2d 779 (Del. 1981).

di rinunciare ad un'azione intrapresa in precedenza dagli azionisti nei confronti di alcuni amministratori non più in carica <sup>(26)</sup>. La Corte Suprema del Delaware risolse questo problema stabilendo (a) che sarebbe stato compito della stessa corte indagare l'indipendenza del consiglio di amministrazione nell'adottare la decisione, (b) che sarebbe stato compito della corte verificare anche, secondo il proprio "independent business judgment", l'opportunità di continuare o meno la causa nei confronti degli amministratori cessati. La deviazione dai principi classici del *duty of care* e la *business judgment rule* appaiono immediatamente chiari <sup>(27)</sup>.

Dopo queste prime aperture della giurisprudenza alla possibilità che le corti possano esercitare un controllo sulle decisioni del consiglio di amministrazione anche in quei casi in cui si può parlare di una violazione del *duty of loyalty*, il *duty of care* divenne uno dei nodi cruciali di articolazione dei doveri fiduciari degli amministratori.

L'ampliamento del campo di applicazione del *duty of care* e della *business judgment rule* che abbiamo visto iniziare in *Zapata* e *Aronson* raggiunse una nuova dimensione in due importanti pronunce delle corti del Delaware: (a) *Van Gorkom* e (b) *Caremark* <sup>(28)</sup>. Il caso *Van Gorkom* aveva ad oggetto il riesame del comportamento degli amministratori di

---

<sup>(26)</sup> In realtà la fattispecie oggetto d'esame in *Zapata* presentava aspetti particolari rispetto alla paradigmatica situazione in cui la domanda presentata ad un consiglio di amministrazione interessato di rinunciare ad una *derivative action* è futile. Nel caso specifico, infatti, sulla questione si era pronunciato un comitato composto da amministratori disinteressati il quale aveva proposto la rinuncia all'azione in quanto "inimical to the Company's best interests". La questione sottoposta alla corte nel caso *Zapata*, quindi, era quella relativa allo *standard of review* applicabile alla decisione sulla rinuncia all'azione assunta dal comitato composto da amministratori indipendenti.

<sup>(27)</sup> Successivamente anche il caso *Aronson* è nato nello stesso contesto di *derivative litigation*.

<sup>(28)</sup> In re *Caremark Intern., Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

Trans Union, una società operante a Chicago ma sottoposta alla legge del Delaware, relativo alla decisione di fondere questa società con un'altra società completamente posseduta dal Marmon group, che faceva capo alla famiglia Pritzker, la quale al termine dell'acquisizione avrebbe ottenuto il controllo della società. Da un punto di vista pratico l'intera operazione venne strutturata come un *cash out merger* che avrebbe assicurato un consistente premio agli azionisti di Trans Union rispetto a quello che era il valore di mercato delle azioni di questa società <sup>(29)</sup>. Nonostante il rilevante vantaggio economico che gli azionisti di Trans Union avrebbero potuto conseguire dall'effettuazione del *cash out merger* alcuni azionisti di questa società non soddisfatti dell'accordo raggiunto agirono in giudizio per impedire che la fusione avesse luogo o in alternativa per ottenere il risarcimento dei danni a loro arrecati da questa operazione. La Corte Suprema del Delaware riesaminò la decisione che aveva portato il consiglio di amministrazione di Trans Union ad approvare la fusione e diede ragione agli azionisti, riconoscendo che nell'adottare la decisione relativa al *cash out merger* i componenti del consiglio di amministrazione avevano violato il proprio *duty of care*.

Oltre al riconoscimento della possibilità che il *duty of care* potesse dirsi violato in un caso relativo ad una concreta scelta di gestione compiuta dagli amministratori <sup>(30)</sup>, l'aspetto più rilevante di questa decisione deve

---

<sup>(29)</sup> Come è possibile ricavare dal testo stesso del caso *Van Gorkom* alla nota 5: "[t]he common stock of Trans Union was traded on the New York Stock Exchange. Over the five years period from 1975 through 1979, Trans Union's stock had traded within a range of a high of 39\$ ½ and a low of 24 ½. Its high and low range for 1980 through September 19 (the last trading day before the announcement of the merger) was \$38 ¼ - \$ 29 ½". Il *cash out merger* venne concordato, invece, per un valore di \$55 per azione.

<sup>(30)</sup> Come ricordato in precedenza alla nota 21, secondo il Chancellor Allen nel diritto del Delaware la regola è che, salvo il caso di conflitto di interessi, non è possibile invocare una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori. L'unica eccezione a questo principio era rappresentata dal caso *Gimbel v. Signal Companies, Inc.*, 316 A.2d

essere individuato nel riconoscimento da parte della corte della possibilità che vi possa essere una violazione del *duty of care*, non tanto perché gli amministratori di Trans Union presero una decisione errata, quanto per il fatto che questa decisione non fosse stata presa dagli amministratori in modo informato.

In *Caremark* la Chancery Court del Delaware sancì un'altra possibile applicazione concreta del *duty of care*. La questione principale oggetto di esame da parte della corte in questo caso fu quella della necessità o meno che un consiglio di amministrazione predisponga un sistema di controllo interno sulle attività compiute dalla società oppure se, salvo casi particolari, sia consentito agli amministratori di mantenere un contegno passivo in relazione a questo particolare problema <sup>(31)</sup>. La corte concluse che tra gli obblighi che costituiscono espressione del *duty of care* vi è anche quello di attivarsi per predisporre un adeguato sistema di controllo interno delle operazioni della società <sup>(32)</sup>.

Così riformulato secondo i principi espressi in *Van Gorkom* e *Caremark* il *duty of care* si è riproposto negli ultimi venti anni come un aspetto di fondamentale importanza per lo studio degli obblighi fiduciari degli amministratori. Proseguendo con la presente trattazione vedremo, tuttavia, che i rapporti tra *duty of care* e *duty of loyalty* alla luce degli

---

599 (Del. Ch. 1974), il cui valore di precedente viene, peraltro, considerato discutibile da Allen.

<sup>(31)</sup> Questa, infatti, è la regola espressa dalla Corte Suprema del Delaware in *Graham*: "absent cause for suspicion there is no duty upon the directors to install and operate a corporate system of espionage to ferret out wrongdoing which they have no reason to suspect exist".

<sup>(32)</sup> In *Caremark* il Chancellor Allen afferma, infatti, che: "I'm of the view that a director's obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board conclude is adequate exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards".

orientamenti enunciati in *Van Gorkom* e *Caremark* sono in realtà più complessi di quanto potrebbe apparire ad un primo esame.

Il *duty of loyalty* a cui sono vincolati gli amministratori, definito negli ALI Principles <sup>(33)</sup> anche come dovere di *fair dealing*, è un dovere fiduciario che include un eterogeneo gruppo di fattispecie che spaziano dalle operazioni compiute in conflitto di interessi dagli amministratori e dai soci, all'appropriazione di opportunità di affari spettanti alla società e al divieto di concorrenza con la società.

Da un punto di vista teorico il *duty of loyalty* può essere considerato come espressione di un principio di ampio respiro che impone agli amministratori di non anteporre il proprio interesse a quello della società; in sostanza, una specie di ampio dovere di fedeltà nei confronti della società che gli amministratori e in alcuni casi anche i soci si devono impegnare a rispettare. In ambito giurisprudenziale la più celebre formulazione di questo dovere risale al caso *Meinhard v. Salmon* <sup>(34)</sup> che venne deciso da Cardozo:

“[m]any forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length, are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior”. <sup>(35)</sup>

---

<sup>(33)</sup> In particolare si veda la parte quinta dei principles relativa al *duty of fair dealing*.

<sup>(34)</sup> *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928). Per quanto riguarda le corti del Delaware la ricostruzione classica del *duty of loyalty* può essere trovata in *Guth v. Loft*, 5 A.2d 503 (Del. 1939), che verrà esaminato quando verrà affrontato il problema delle *business opportunity* (cfr. *infra* par. 8).

<sup>(35)</sup> *Meinhard v. Salmon*, *cit.*

Al contrario delle violazioni del *duty of care* che, ove ravvisabili, riguardano soltanto quei casi in cui gli amministratori hanno posto in essere un comportamento avventato o negligente, ma pur sempre nel tentativo di perseguire l'interesse della società, le violazioni del *duty of loyalty* richiedono che l'amministratore abbia violato i propri doveri fiduciari per trarne un indebito vantaggio <sup>(36)</sup>. Il *duty of loyalty*, in sostanza, cerca di regolare particolari situazioni, in cui il rischio che gli amministratori non perseguano l'interesse della società risulta essere particolarmente elevato. Volendo cercare un'analogia tra il nostro ordinamento e quello nordamericano, il *duty of loyalty* risulta essere espressione di diversi principi del diritto italiano tra i cui il più importante è probabilmente quello che regola la disciplina degli interessi degli amministratori delle società per azioni come formulata all'art. 2391 c.c.

Una volta chiarito sommariamente il contenuto del *duty of loyalty* come criterio di condotta è opportuno ricordare che, di regola, alle violazioni di questo dovere fiduciario le corti ricollegano un specifico *standard of review* diverso rispetto alla benevola *business judgment rule*. Le violazioni del *duty of loyalty*, infatti, sono riesaminate attraverso il più rigoroso criterio dell'*entire fairness*. All'esame di questo *standard of review* verrà dedicato un intero paragrafo del prossimo capitolo il quale si propone soprattutto l'obiettivo di esaminare quali siano le diverse manifestazioni che può assumere il *duty of loyalty*. Per il momento è stato sufficiente indicare quali sono, almeno a grandi linee, le differenze esistenti tra *duty of care* e *duty of loyalty* da un lato e *business judgment rule* e *entire fairness test* dall'altro.

Secondo la ricostruzione tradizionale i doveri fiduciari a cui sono sottoposti gli amministratori delle società per azioni sono soltanto il *duty*

---

<sup>(36)</sup> F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 321.

*of care* e il *duty of loyalty*. Recentemente, tuttavia, un terzo dovere fiduciario sembra affermarsi nelle pronunce delle corti del Delaware; in diverse decisioni, infatti, è stata riconosciuta l'esistenza di un terzo dovere fiduciario a cui sarebbero tenuti gli amministratori, vale a dire il cosiddetto dovere di agire in *good faith*.

Per comprendere l'effettiva portata di questo terzo dovere fiduciario è necessario rifarci in parte a quanto detto in precedenza sull'evoluzione del *duty of care* nella *case-law* del Delaware. L'ampliamento del campo di applicazione del *duty of care*, che abbiamo visto iniziare in *Zapata* e *Aronson*, raggiunse una nuova dimensione nel caso *Van Gorkom*. Questa decisione della Corte Suprema del Delaware riconobbe per la prima volta la censurabilità di decisioni adottate da un consiglio di amministrazione anche qualora queste non avessero coinvolto una violazione conflitto di interessi e, quindi, riconobbe anche una nuova dimensione dei doveri fiduciari degli amministratori.

Prescindendo dall'ampio dibattito dottrinale che seguì a questa decisione <sup>(37)</sup>, la reazione più importante al caso *Van Gorkom* fu la modifica da parte della General Assembly del Delaware (ovvero il potere legislativo di questo stato) del testo del Delaware General Corporation Law (DGCL) al quale venne aggiunta la § 102(b)(7) che autorizza le società a prevedere nel proprio statuto sociale una disposizione che elimina la responsabilità degli amministratori per le violazioni dei doveri fiduciari diverse dal *duty of loyalty* <sup>(38)</sup>. In sostanza, secondo quella che

---

<sup>(37)</sup> Per tutti si veda D.R. FISCHER, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, in *Bus. Law.*, vol. 40, 1985, p. 1437 ss., il quale considera la decisione assunta dalla Corte Suprema del Delaware come "one of the worst decisions in the history of corporate law".

<sup>(38)</sup> Si riporta qui di seguito il testo della § 102(b)(7) del DGCL: "[a] provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that

ancor oggi risulta essere la legge del Delaware, le società regolate in base al diritto di questo ordinamento possono decidere che i loro amministratori non debbano rispondere delle violazioni del *duty of care* di cui essi si rendano colpevoli nell'esercizio delle proprie funzioni.

È proprio a partire da questo contesto normativo e giurisprudenziale che le corti del Delaware hanno elaborato il dovere di agire in *good faith* che ha raggiunto, in una decisione relativa al noto caso Disney <sup>(39)</sup>, un stadio avanzato di evoluzione. Il caso Disney riguardava il riesame della decisione compiuta dal consiglio di amministrazione di Walt Disney Company sull'assunzione da parte della società di Michael Ovitz che avrebbe dovuto assumere la carica di presidente della società. L'assunzione di Ovitz era stata fortemente caldeggiata dal CEO di Disney Michael Eisner il quale era legato ad Ovitz da un lungo rapporto di amicizia. L'esperienza di Ovitz a Disney durò soltanto quindici mesi e non si rivelò particolarmente proficua per la società. Al termine di questo breve incarico Ovitz venne congedato dalla società con una buona uscita di 140.000.000,00 di dollari <sup>(40)</sup>.

---

such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer (x) to a member of the governing body of a corporation which is not authorized to issue capital stock, and (y) to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title". Si noti, inoltre, come venga operata una distinzione tra l'agire in violazione del *duty of loyalty* e l'agire in violazione del dovere di *good faith*.

<sup>(39)</sup> In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

<sup>(40)</sup> Somma complessiva stimata dagli attori e sulla cui correttezza, tuttavia, il Chancellor Chandler decide di non pronunciarsi.

Alcuni azionisti di Disney citarono, quindi, in giudizio gli amministratori della società seguendo tre diverse linee argomentative: (a) in primo luogo venne invocata una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori per aver acconsentito alla stipulazione di un contratto di assunzione così vantaggioso per Ovitz; (b) in secondo luogo venne sottoposto a scrutinio l'accordo concluso tra Ovitz e il consiglio di amministrazione al termine della sua breve permanenza a Disney; (c) in terzo luogo venne invocato un riesame della decisione assunta dal consiglio di amministrazione di Disney alla luce della presenza di un ipotetico conflitto di interessi in seno al consiglio di amministrazione. In un primo momento la Chancery Court del Delaware non accolse le domande proposte dagli azionisti. Tuttavia, quando il caso giunse di fronte alla Corte Suprema del Delaware questa si dimostrò più benevola nei confronti delle domande degli attori e concesse loro di riformulare parte delle proprie domande alla Chancery Court, dando consigli agli attori in relazione a come sarebbe stato più opportuno riformulare le proprie domande alla corte inferiore. Tra le diverse possibilità prospettate agli attori dalla Corte Suprema del Delaware vi era anche quella di proporre la propria domanda invocando una violazione da parte del consiglio di amministrazione di Disney del dovere di agire in *good faith* <sup>(41)</sup>.

Una volta tornati di fronte alla Chancery Court gli azionisti di Disney dovettero affrontare una *motion to dismiss* proposta da parte della società. Il Chancellor Chandler, tuttavia, negò la mozione proposta dalla società. Nel fare ciò la corte dovette giustificare in che modo tale decisione si sarebbe potuta conciliare con la clausola contenuta nello statuto di Disney che prevedeva ai sensi della § 102(b)(7) del DGCL un'esclusione della responsabilità degli amministratori in relazione agli atti compiuti in

---

<sup>(41)</sup> Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

violazione del *duty of care*. La corte si trovò, quindi, ad argomentare in materia di violazione del dovere di agire in *good faith*:

“[s]pecifically, plaintiffs claims are based on an alleged knowing and deliberate indifference to a potential risk of harm to the corporation. Where a director consciously ignores his or her duties to the corporation, thereby causing economic injury to its stockholders, the director’s actions are either “not in good faith” or “involve intentional misconduct.” Thus, plaintiffs’ claims that fall outside the liability waiver provided under Disney’s certificate of incorporation” (42).

In sostanza in questa prima compiuta espressione del *duty of good faith* possiamo notare come esso si differenzi dal *duty of care* in quanto tale dovere fiduciario non rientra nel campo di applicazione della § 102(b)(7) del DGCL pur non costituendo una chiara violazione del *duty of loyalty*. Un aspetto fondamentale per la comprensione dei rapporti tra il *duty of good faith*, da un lato, e il *duty of care* e il *duty of loyalty*, dall’altro, è rappresentato dal fatto che la violazione del *duty of loyalty* non era oggetto della domanda degli azionisti in questa riformulazione della domanda alla Chancery Court, in quanto la Corte Suprema del Delaware aveva escluso la possibilità che fosse consentito riproporre alla Corte un’azione avente ad oggetto una violazione di questo dovere fiduciario.

Una volta riconosciuta l’esistenza di un dovere fiduciario che si differenzia sia dal *duty of care* sia dal *duty of loyalty* occorre a questo determinare in cosa consista effettivamente questo dovere. Il problema, in realtà, resta irrisolto anche per gli stessi giudici del Delaware (43).

---

(42) In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, *cit.*

(43) Lo stesso Chief Justice Veasey della Corte Suprema del Delaware, che si era dimostrato così comprensivo nei confronti delle richieste avanzate dagli azionisti di Disney, ha affermato, infatti, che l’elaborazione teorica del dovere elaborato dalla giurisprudenza di agire in *good faith* resta ancora un problema irrisolto. Così E.N. VEASEY,

Ciononostante, il riconoscimento del dovere di agire secondo *good faith* ha trovato conferma anche in altre pronunce delle corti di questo ordinamento (44).

Gli autori che fino ad oggi si sono interessati del tema hanno posto in evidenza diversi aspetti di questo nuovo dovere fiduciario a cui sarebbero vincolati gli amministratori. Secondo Sale per esempio il *duty of good faith* sarebbe differente dagli altri doveri fiduciari in quanto avrebbe ad oggetto non comportamenti che non soddisfano il requisito di diligenza richiesto dal *duty of care*, ma quelle situazioni in cui gli amministratori pongono in essere una condotta volutamente e coscientemente negligente (45). Altri autori contestano che esista in effetti una categoria autonoma in cui sia possibile ricomprendere le violazioni del *duty of good faith*. Secondo questa impostazione, infatti, le diverse pronunce delle corti del Delaware che si rifanno a questo principio, in realtà, potrebbero essere semplicemente lette come espressione dei più classici doveri fiduciari ovvero il *duty of care* e il *duty of loyalty* (46).

---

*The Defining Tension in Corporate Governance in America*, in *Bus. Law.*, vol. 52, 1997, p. 393 ss., a p. 448.

(44) Sul punto si vedano *Unsecured Creditors of Integrated Health Services, Inc. v. Elkins*, LEXIS 122 (Del. Ch. 2004); *Levco Alternative Fund v. Reader's Digest Association*, 803 A.2d 428 (Del. 2002). È interessante notare che anche *Elkins* così come *Disney* aveva ad oggetto un caso relativo ai compensi degli amministratori. A questa tendenza, fa eccezione tuttavia *Reader's Digest*, che riguardava invece un'operazione in cui gli veniva imputato agli amministratori di non aver perseguito con uguale attenzione gli interessi dei soci rappresentati tutte le categorie di azioni.

(45) H.A. SALE, *Delaware's Good Faith*, in *Cornell L. Rev.*, vol. 89, 2004, p. 456 ss., a p. 488, la quale così argomenta: “[g]ood faith based liability, then, moves the bar from negligent behavior to deliberately indifferent, egregious, subversive, or knowing behavior, and thereby raises issues related to the motives of the actors”.

(46) S.J. GRIFFITH, *A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>: “[g]ood faith, in other words, is not now and is not likely ever to develop into a distinct doctrine of subrules and multi-part tests. Instead, the pattern in the good faith cases is to raise issues under both the duty of care and the duty of loyalty but, rather than following either traditional analysis through to a conclu-

Al termine di questa breve analisi sul *duty of good faith* non si può evitare di ricordare che recentemente la Chancery Court del Delaware si è pronunciata nel merito del caso Disney escludendo che vi sia stata da parte dei componenti del consiglio di amministrazione di questa società una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori compreso quello di agire in *good faith* <sup>(47)</sup>. Attualmente il caso è oggetto di appello davanti alla Corte Suprema del Delaware, ma alcuni aspetti relativi alla natura e al contenuto del dovere di agire in *good faith* sono già stati oggetto di riesame da parte della Chancery Court che sulla questione fornisce alcune interessanti indicazioni: (1) innanzitutto abbiamo un ulteriore chiarimento di quale sia in concreto il contenuto dell'obbligo di agire in *good faith* <sup>(48)</sup>; (2) in secondo luogo si deve rilevare anche che, nonostante tale chiarimento, il dovere di agire in *good faith* non trova applicazione nella fattispecie oggetto di esame in questa decisione e risulta, quindi, difficile immaginare quale potrà essere in concreto il futuro campo di applicazione di questo dovere fiduciario.

In conclusione, il dovere di agire in *good faith* nella sua elaborazione attuale si presenta come un dovere intermedio tra di *duty of care* e il *duty of loyalty*. Tale dovere, tuttavia, non sembra avere ancora raggiunto una

---

sion, to blend the issues together and, in doing so, identify a basis for liability under the duty of good faith”.

<sup>(47)</sup> In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, WL 1875804 (Del. Ch. 2005).

<sup>(48)</sup> In realtà il Chancellor Chandler ammette che: “[d]ecisions from the Delaware Supreme Court and the Court of Chancery are far from clear with respect to whether there is a separate fiduciary duty of good faith”; tuttavia poi conclude fornendo qualche ulteriore chiarimento sulla natura di questo dovere fiduciario: “[u]pon long and careful consideration, I am of the opinion that the concept of intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one's responsibilities, is an appropriate (although not the only) standard for determining whether fiduciaries have acted in good faith. Deliberate indifference and inaction in the face of a duty to act is, in my mind, conduct that is clearly disloyal to the corporation. It is the epitome of faithless conduct”.

propria dignità autonoma e, nonostante le aperture di alcune pronunce delle corti del Delaware, non è detto che in futuro esso potrà affermarsi e consolidarsi nella propria specificità.

Giungendo al termine di questo esame introduttivo sulla natura dei doveri fiduciari degli amministratori nel diritto degli Stati Uniti possiamo già ricavare alcune considerazioni che ci serviranno nella continuazione di questa analisi. In primo luogo notiamo che, almeno secondo la concezione tradizionale, le decisioni assunte dagli amministratori in violazione del *duty of care* non sono oggetto di un riesame stringente da parte delle corti, in quanto, qualora non vi sia anche una violazione del *duty of loyalty*, lo *standard of review* applicabile alle scelte adottate dagli amministratori è quello della *business judgment rule* e non quello dell'*entire fairness*. In secondo luogo abbiamo visto che il dovere di agire in *good faith* si trova ancora in una fase di prima elaborazione. Allo stato attuale, inoltre, non è chiaro se tale dovere si ponga in alternativa agli altri due doveri fiduciari, oppure se esso unisca elementi del *duty of care* e del *duty of loyalty*. In terzo luogo è possibile rilevare che il *duty of loyalty* rappresenta uno dei nodi chiave per l'analisi dei doveri fiduciari degli amministratori. Qualora, infatti, vi sia una violazione di questo dovere fiduciario lo *standard of review* applicato sarà quello dell'*entire fairness* e, quindi, le corti potranno valutare anche il merito delle decisioni imprenditoriali assunte dagli amministratori. È possibile concludere, quindi, che i maggiori problemi concernenti lo studio dei doveri fiduciari degli amministratori si riassumono in buona parte nei problemi relativi al campo di applicazione e al contenuto del *duty of loyalty*, si vedrà inoltre che alcune ipotesi in cui le corti hanno riconosciuto una violazione del *duty of care* e del *duty of good faith* possano essere comprese più facilmente una volta esaminate anche alla luce del *duty of loyalty*.

## CAPITOLO II

### IL *DUTY OF LOYALTY* TRA *COMMON LAW* E *STATE LAW*

SOMMARIO: 1. L'evoluzione storica del *duty of loyalty*. – 2. Il *duty of loyalty* e le operazioni in conflitto d'interessi. – 3. L'obbligo di *disclosure*. – 4. Il *fairness test*. – 5. L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte dei *director*. – 6. L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli *shareholder*. – 7. Le conseguenze dell'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli amministratori e degli azionisti. – 8. La disciplina delle *corporate opportunity*. – 9. Il divieto di concorrenza. – 10. *Majority shareholders' fiduciary responsibility*. – 11. Il *duty of loyalty* nelle *closely held corporation*. – 12. I doveri fiduciari degli amministratori nei confronti di soggetti diversi dagli azionisti.

1. *L'evoluzione storica del duty of loyalty*. – Dopo una rapida introduzione sui tre doveri fiduciari esistenti nel diritto degli Stati Uniti d'America e dopo aver constatato che tra questi doveri fiduciari il *duty of loyalty* ricopre una posizione di particolare importanza, è possibile procedere con l'esame di questo dovere fiduciario nel sistema giuridico nordamericano. In precedenza si è già accennato al fatto che, nell'attuale evoluzione del diritto degli Stati Uniti d'America, le operazioni compiute dagli amministratori in violazione del *duty of loyalty* risultano essere sottoposte allo *standard of review* dell'*entire fairness*. Da un punto di vista storico, tuttavia, questa non è sempre stata la conclusione raggiunta dalle corti nordamericane. Il *duty of loyalty* come elaborato nel diritto dei singoli stati statunitensi trae origine, infatti, da due diverse fonti: da un lato esso è espressione di un principio di *common law* che, almeno in senso lato, si ispira ai principi sanciti dalla giurisprudenza in materia di *agency law* e di *trust and estates*, dall'altro il *duty of loyalty* trova un suo più recente fondamento nel diritto positivo promulgato dai singoli legislatori statali.

Secondo l'opinione più accreditata, al termine del diciannovesimo secolo il diritto societario elaborato dalle corti degli Stati Uniti non applicava alle violazioni del *duty of loyalty* lo *standard of review* dell'*entire fairness*. In questa fase dell'evoluzione del diritto di questo paese le operazioni compiute dagli amministratori in conflitto di interessi con la società erano considerate annullabili <sup>(49)</sup> su istanza degli azionisti <sup>(50)</sup>. Con il trascorrere del tempo, tuttavia, tale approccio iniziò a presentare rilevanti inconvenienti. Incominciò, infatti, a farsi strada l'idea che un'operazione decisa da un consiglio di amministrazione in cui siede un amministratore interessato non sempre comporta degli svantaggi per la società, essendo invece in molti casi vero il contrario.

A partire dall'inizio del ventesimo secolo la prospettiva seguita dalle corti nordamericane, per cui tutte le volte in cui vi è un conflitto di interessi tra amministratori e società in relazione ad un'operazione questa non si sarebbe potuta concludere a pena dell'invalidità della stessa, iniziò a mutare gradualmente. Dal principio per cui era possibile far valere l'invalidità dei contratti conclusi dagli amministratori in conflitto di interessi le corti iniziarono gradualmente a passare a quello per cui, qualora fossero state soddisfatte determinate condizioni, gli azionisti non avrebbero più

---

<sup>(49)</sup> Secondo il AA., *Black's Law Dictionary*, St. Paul, 2004, 8<sup>th</sup> ed., p. 350, un contratto *voidable* è: “[a] contract that can be affirmed or rejected at the option of one of the parties; a contract that is void as to the wrongdoer but not void as to the party wronged, unless that party elects to treat it as void”. Un'altra definizione di *voidable contract* può essere trovata nel Restatement (Second) of Contracts (1981) § 7, secondo cui: “[a] voidable contract is one where one or more parties have the power, by a manifestation of election to do so, to avoid the legal relations created by the contract, or by ratification of the contract to extinguish the power of avoidance”.

<sup>(50)</sup> Per questa impostazione di veda H. MARSH, *Are Directors Trustees?—Conflicts of Interest and Corporate Morality*, in *Bus. Law.*, vol. 22, 1966, p. 35 ss., ed in particolare si veda a p. 36 ss.; in senso contrario si veda tuttavia N. BEVERIDGE JR., *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, in *De Paul L. Rev.*, vol. 41, 1992, p. 655 ss., a p. 659 ss., il quale

potuto impugnare un'operazione conclusa. Le condizioni che dovevano essere soddisfatte per raggiungere la salvezza dell'atto compiuto in violazione del *duty of loyalty* erano due: da un lato, era necessaria l'approvazione dell'operazione da parte degli amministratori non interessati, dall'altro, era necessario altresì che le corti riconoscessero che l'operazione compiuta era *fair* nei confronti della società. Occorre notare, inoltre, che per curare il conflitto di interessi questi due requisiti dovevano ricorrere congiuntamente <sup>(51)</sup> <sup>(52)</sup>.

In relazione a questa fase iniziale dell'evoluzione del *duty of loyalty*, occorre notare, quindi, che qualora vi fosse stata soltanto l'approvazione degli amministratori che non si trovavano in conflitto di interessi, la corte non avrebbe applicato uno *standard of review* paragonabile alla *business judgment rule*, vale il criterio a cui di norma sono sottoposte tutte le decisioni degli amministratori; di conseguenza occorre rilevare anche che in questa fase dell'evoluzione del *duty of loyalty* il controllo sulla *fairness* dell'operazione non era destinato a riesaminare gli atti compiuti dagli amministratori in conflitto di interessi, ma atti su cui gli amministratori interessati non si erano neppure pronunciati.

Fino a questo momento storico – ovvero fino ai primi decenni del secolo scorso – il motore principale dell'evoluzione del *duty of loyalty* era stata l'elaborazione giurisprudenziale dei principi di *common law*. In

---

sostiene che anche in questo periodo non esisteva un divieto assoluto alla conclusione di operazioni tra la società e i propri amministratori.

<sup>(51)</sup> H. MARSH, *Are Directors Trustees?*, *op. cit.*, p. 39 ss.

<sup>(52)</sup> In realtà i criteri adottati dalle corti nordamericane per riesaminare operazioni che coinvolgono un interesse di amministratori in assenza di una previsione degli *statute* non si limitavano soltanto a quello per cui è richiesta la contemporanea approvazione da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti e il controllo di *fairness* da parte delle corti. Sul punto si veda R.W. HAMILTON, *Corporations*, St. Paul, 1994, 5<sup>th</sup> ed., p. 825 ss., il quale presenta addirittura otto possibili criteri di riesame che hanno trovato sostegno nelle pronunce delle corti.

questo scenario di parziale incertezza derivante dal conflitto esistente tra il classico principio di annullabilità delle operazioni in violazione del *duty of loyalty* e la più recente tendenza che riconosceva la possibilità di porre tali operazioni al riparo da impugnative a condizione che fossero soddisfatte determinate condizioni, intervennero i poteri legislativi dei singoli stati. A partire dagli anni trenta, infatti, i singoli stati iniziarono a promulgare una specifica disciplina diretta a regolare il problema delle operazioni compiute dagli amministratori in conflitto di interessi con la società. Lo stato che per primo iniziò ad affrontare il problema del *duty of loyalty* sotto questa diversa prospettiva fu la California nel 1931; non fu necessario, tuttavia, attendere molto tempo perchè questa esperienza fosse seguita anche dagli altri stati degli Stati Uniti (53).

Ancora oggi negli *statute* dei singoli stati il problema delle operazioni concluse dagli amministratori in conflitto di interessi con la società non è regolato in modo uniforme. Ciononostante in linea di principio tutti gli stati hanno seguito, almeno a grandi linee, l'impostazione seguita dalla legislazione della California. Secondo questa impostazione un'operazione compiuta da un consiglio di amministrazione in conflitto di interessi con la società non è nulla o annullabile se viene soddisfatta alternativamente una delle seguenti tre condizioni: (a) vi sia stata l'approvazione dell'operazione da parte degli amministratori che non si trovano in conflitto; (b) l'operazione sia stata approvata dagli amministratori; (c) sia provato che l'operazione è *fair* nei confronti della società.

Appare immediatamente chiaro che l'approccio seguito dalle legislazioni dei singoli stati era profondamente diverso da quello seguito dalle corti che applicavano i principi di *common law*. Secondo

---

(53) Sul punto F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 324 ss.

l'interpretazione delle corti, infatti, l'approvazione da parte degli amministratori non interessati e il controllo giudiziario sull'*entire fairness* dell'operazione non si ponevano come due criteri alternativi che avrebbero potuto, singolarmente adottati, curare la violazione del *duty of loyalty*. Nella loro legislazione, invece, i singoli stati avevano ridimensionato il ruolo delle corti riconoscendo che un'operazione non sarebbe stata sottoposta al controllo di *fairness* qualora vi fosse stata l'autorizzazione del consiglio di amministrazione oppure l'approvazione degli azionisti.

Al termine di questa breve indagine storica possiamo ricavare alcune conclusioni in relazione all'evoluzione del *duty of loyalty* negli Stati Uniti che saranno utili nella prosecuzione di questo lavoro: (a) in primo luogo abbiamo visto come, almeno da un punto di vista teorico, i principi di *common law* applicati dalle corti americane prevedano che un'operazione compiuta da un consiglio di amministrazione in cui sieda un amministratore interessato sia invalida; (b) una prima eccezione a questo principio venne elaborata dalla giurisprudenza la quale poneva l'operazione al riparo da impugnative qualora fosse stato soddisfatto il doppio requisito dell'approvazione da parte degli amministratori disinteressati e del controllo di *fairness* da parte delle corti; (c) infine, è stato rilevato come a partire dagli anni trenta del secolo scorso su questa elaborazione giurisprudenziale si vennero a sovrapporre le legislazioni dei singoli stati che riconobbero la salvezza delle operazioni compiute in violazione del *duty of loyalty* qualora vi fosse stata l'approvazione degli amministratori non in conflitto o degli azionisti. Di conseguenza, anche qualora tali approvazioni fossero mancate, l'atto compiuto dalla società non sarebbe stato di per sé invalido soltanto per questo motivo. Le corti, infatti, che fossero state chiamate a giudicare una controversia basandosi

sugli *statute* avrebbero potuto ritenere valida l'operazione qualora questa fosse stata riconosciuta *fair* nei confronti della società.

2. *Il duty of loyalty e le operazioni in conflitto d'interessi.* – il principale campo di applicazione della disciplina del *duty of loyalty* nel diritto degli Stati Uniti d'America è quello delle operazioni compiute dagli amministratori in conflitto di interessi. Secondo la ricostruzione degli *statute* degli stati nordamericani le operazioni compiute dagli amministratori in conflitto di interessi possono assumere due diverse forme: da un lato, gli amministratori possono contrattare direttamente con la società e, di conseguenza, possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi diretto; dall'altro, gli amministratori possono trovarsi nella situazione in cui debbano decidere su operazioni in cui essi non si trovano ad avere come controparte la società. In queste ipotesi abbiamo un conflitto di interessi indiretto tra gli amministratori e la società (54).

Mentre per i casi di conflitto di interesse diretto non sussistono particolari problemi di qualificazione, l'identificazione delle ipotesi in cui sia possibile parlare di un conflitto di interessi indiretto è molto meno agevole data l'ampiezza e l'elasticità della previsione contenuta negli *statute* (55). Vi sono alcuni casi, poi, in cui il conflitto di interessi indiretto esistente tra

---

(54) Si veda ad esempio la § 144 (a) del DGCL che così dispone: "(a) No contract or transaction between a corporation and one or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which one or more of its directors or officers are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason ...". In modo simile si veda anche la § 8.60 RMBCA del 1988 che distingue alla § 8.60(1)(i) l'ipotesi in cui controparte della società sia un amministratore o una sua *related party* rispetto alle altre ipotesi di conflitto di interessi § 8.60(1)(ii) (cfr. *infra* nota 64). Anche la § 8.31 della versione del 1984 del RMBCA prevede una distinzione tra conflitto di interessi diretto e indiretto.

(55) Si pensi ad esempio all'ampiezza delle formulazioni utilizzate nella § 144 (a) del DGCL riportato nella nota precedente.

l'amministratore e la società viene giudicato con minor rigore. Questa ipotesi si verifica quando l'amministratore non è portatore di un interesse proprio, ma di un interesse altrui che deve essere perseguito in virtù di un vincolo fiduciario. In sostanza tale caso si verifica quando un soggetto sia contemporaneamente amministratore in due società che si trovano a concludere un affare. In queste ipotesi non è corretto affermare che l'amministratore si trova in una situazione in cui vi è un rischio che egli anteponga il proprio interesse a quello delle società. In tali casi, infatti, il conflitto di interessi indiretto nasce dall'esigenza dell'amministratore di rispettare doveri fiduciari concorrenti <sup>(56)</sup>.

Prescindendo da queste prime considerazioni concernenti la nozione di conflitto di interessi nel diritto degli Stati Uniti, occorre rilevare che buona parte degli *statute* non contengono una definizione di operazione conflittuale che consenta di tracciare una chiara distinzione tra le operazioni che ricadono nel campo di applicazione di questa disciplina e quelle che ne sono invece escluse. Anche in questo caso è quindi necessario ricorrere all'elaborazione del concetto di operazione in conflitto di interessi compiuta dalla giurisprudenza.

In *Sinclair* <sup>(57)</sup>, uno dei casi più importanti in materia di violazione dei doveri fiduciari degli amministratori, la Corte Suprema del Delaware individuò alcuni elementi utili per la qualificazione del conflitto di interessi. In questa decisione la Corte Suprema del Delaware si trovò ad affrontare un caso in cui venivano trattati diversi aspetti delle relazioni

---

<sup>(56)</sup> F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 351 s. Tra gli stati nordamericani la California adotta questo approccio attenuato alla nozione di conflitto di interessi nel caso in cui un soggetto sia tenuto a rispettare doveri fiduciari concorrenti. La § 310 (a)(3) dello *statute* di questo ordinamento prevede infatti che "... [a] mere common directorship does not constitute a material financial interest within the meaning of this subdivision".

<sup>(57)</sup> *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

infragruppo intercorrenti tra Sinclair Oil, società controllante, e Sinven società controllata al 97%. Alcuni azionisti di Sinven agirono contro Sinclair contestando che alcune decisioni del consiglio di amministrazione di Sinven erano state assunte in conflitto di interessi, in quanto l'organo di gestione di questa società era dominato dalla società controllante <sup>(58)</sup>. Entrando nel merito della controversia, tre erano i rapporti intercorrenti tra Sinclair Oil e Sinven oggetto di contestazione da parte degli azionisti della controllata: in primo luogo si contestava una consistente distribuzione di dividendi da parte di Sinven effettuata principalmente per soddisfare esigenze di liquidità della società controllante; in secondo luogo si lamentava il fatto che Sinven aveva provveduto a distribuire le opportunità d'affari di cui era venuta a conoscenza tra le diverse società da essa controllate in modo tale da danneggiare gli interessi di Sinven; infine, il terzo punto oggetto di controversia riguardava una delibera assunta dal consiglio di amministrazione della società controllata, con la quale si era deciso di non agire contro un'altra società facente capo a Sinclair, che si era resa inadempiente in relazione a un contratto di vendita avente ad oggetto petrolio prodotto da Sinven.

In relazione al primo punto della controversia la Corte Suprema del Delaware concluse che non vi era stata una violazione del *duty of loyalty* o *self-dealing* tra Sinclair e Sinven in relazione alla decisione di distribuzione degli utili conseguiti dalla controllata. Dopo aver ammesso che anche una delibera del consiglio di amministrazione avente ad oggetto la distribuzione di utili poteva comportare un'ipotesi di *self-dealing* tra controllante e controllata qualora, ad esempio, fossero esistite più

---

<sup>(58)</sup> In sostanza il caso in esame riguardava uno di quelle ipotesi in cui viene riconosciuto anche in capo ai soci di maggioranza l'obbligo di rispettare un dovere fiduciario, cfr. *infra* par. 10.

categorie di azioni e fosse stata deliberata la distribuzione di utili a favore degli azionisti portatori di una soltanto di queste categorie, la corte affrontò nello specifico il problema della legittimità della distribuzione di dividendi effettuata da Sinven:

“[c]onsequently it must be determined whether the dividend payments by Sinven were, in essence, self-dealing by Sinclair. The dividends resulted in great sums of money being transferred from Sinven to Sinclair. However, a proportionate share of this money was received by the minority shareholders of Sinven, Sinclair received nothing from Sinclair to the exclusion of its minority stockholders. As such, these dividends were not self-dealing” (59).

In sostanza la Corte Suprema del Delaware escluse che nel caso concreto potesse parlarsi di una violazione del *duty of loyalty* in quanto la distribuzione dei dividendi non aveva avvantaggiato l'azionista di maggioranza a scapito di quelli di minoranza; di conseguenza gli azionisti di minoranza di Sinven non avevano ragione di lamentarsi in quanto essi, in seguito alla distribuzione degli utili, avevano conseguito proporzionalmente lo stesso vantaggio che era stato conseguito da Sinclair Oil.

Anche in relazione al secondo punto della controversia la corte sostenne che nel caso specifico non vi era stata appropriazione di una *corporate opportunity* da parte della controllante, in quanto nessuna opportunità di affari si era presentata direttamente a Sinven; soltanto Sinclair Oil, infatti, era la titolare delle opportunità di affari che si erano

---

(59) Sinclair Oil Corp. v. Levien, *cit.*

venute a creare e di esse la controllante avrebbe potuto disporre a proprio piacimento <sup>(60)</sup>.

Per quanto riguarda infine il terzo e ultimo punto della controversia il giudice, al contrario di quanto aveva fatto in relazione ai due punti precedenti, riconobbe che vi era stata una violazione del *duty of loyalty* e che, di conseguenza, sarebbe stato necessario applicare lo *standard of review* dell'*entire fairness test*:

“[u]nder the contract Sinclair received the products produced by Sinven, and of course the minority shareholders of Sinven were not able to share in the receipt of these products. If the contract was breached, then Sinclair received these products to the detriment of Sinven's minority shareholders” <sup>(61)</sup>.

In sostanza l'elaborazione compiuta dalla Corte Suprema del Delaware sembra richiedere che il *fairness test* possa trovare applicazione soltanto quando l'operazione compiuta dagli amministratori sia di per se stessa *unfair* o compiuta – come nel caso in esame – in danno dei soci di minoranza <sup>(62)</sup>. Tale approccio al problema appare immediatamente contraddittorio, in quanto confonde lo *standard of conduct* del *duty of loyalty* con lo *standard of review* dell'*entire fairness*. Per determinare se un'operazione è in conflitto di interessi, ciò che importa, infatti, non è tanto valutare la correttezza sostanziale dell'operazione, quanto verificare se tale operazione possa in linea teorica soddisfare determinati requisiti che possano comportare un controllo che segua lo *standard of review*

---

<sup>(60)</sup> Per altri due casi relativi a relazioni infragruppo in cui la corte non ha riconosciuto l'applicabilità del test di *entire fairness* si vedano *Meyerson v. El Paso Natural Gas Company*, 246 A.2d 789 (Del. Ch. 1967); *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.* 267, A.2d 883 (Del. 1970).

<sup>(61)</sup> *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, *cit.*

<sup>(62)</sup> Cfr. F.A. GEVURTZ, *Corporation*, *op. cit.*, p. 352 s.

dell'*entire fairness* rispetto a quello della *business judgment rule* <sup>(63)</sup>. Soltanto una volta superato questo primo scrutinio si potrà quindi procedere indagando il merito dell'operazione per verificare se essa soddisfa o meno l'*entire fairness test*.

Concludendo questa breve analisi del caso *Sinclair* è già possibile ricavare alcuni spunti di riflessione per quanto riguarda la nozione di conflitto di interessi: (a) in primo luogo, è stato rilevato che non è possibile parlare di *self dealing* quando viene rispettato un criterio di parità di trattamento tra gli azionisti; (b) in secondo luogo, è stato osservato come non sia possibile imporre ad un soggetto di sacrificare un proprio legittimo interesse per favorire la società; (c) in terzo luogo, è stato rilevato che vi è una violazione del *duty of loyalty* quando si impone ad una società di sacrificare una pretesa ad essa legittimamente spettante per favorire un interesse non sociale; (d) infine, è stato rilevato come non sempre sia netta la linea di demarcazione che separa il concetto di *self dealing* come espressione dello *standard of conduct* del *duty of loyalty* rispetto allo *standard of review* dell'*entire fairness*.

Dopo aver rilevato che neppure dal dato giurisprudenziale è possibile individuare indizi certi in relazione alla nozione di conflitto di interessi nel diritto degli Stati Uniti d'America, è necessario esaminare se tali indizi possano essere ricavati da altre fonti. In particolare la § 8.60 del RMBCA introdotta nel 1988 prevede una più chiara definizione di conflitto di interessi degli amministratori <sup>(64)</sup>, nonché di operazione in conflitto di

---

<sup>(63)</sup> F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 353.

<sup>(64)</sup> Al contrario del testo della § 8.31 del RMBCA del 1984 che non prevedeva una disciplina molto articolata in materia di conflitto di interessi la § 8.60 del RMBCA del 1988, prevedendo una specifica definizione di conflitto di interessi, così dispone: "(1) "Conflicting interest" with respect to a corporation means the interest a director of the corporation has respecting a transaction effected or proposed to be effected by the

interessi <sup>(65)</sup>, rispetto alla precedente versione del RMBCA del 1984 e alla legislazione del Delaware.

Un aspetto fondamentale dell'approccio seguito nella § 8.60 RMBCA, è costituito dal fatto che viene abbandonata la concezione per cui ciò che rileva è unicamente la concreta situazione di conflitto di interessi esistente tra l'amministratore e la società. I redattori della § 8.60 del RMBCA hanno previsto, infatti, che un'operazione deve intendersi viziata da conflitto di interessi non soltanto quando controparte della società sia lo stesso amministratore, ma anche quando controparte sia una *related person* <sup>(66)</sup>.

---

corporation (or by a subsidiary of the corporation or any other entity in which the corporation has a controlling interest) if

(i) whether or not the transaction is brought before the board of directors of the corporation for action, the director knows at the time of commitment that he or a related person is a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the director or a related person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if he were called upon to vote on the transaction; or

(ii) the transaction is brought (or is of such character and significance to the corporation that it would in the normal course be brought) before the board of directors of the corporation for action, and the director knows at the time of commitment that any of the following persons is either a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if he were called upon to vote on the transaction: (A) an entity (other than the corporation) of which the director is a director, general partner, agent, or employee; (B) a person that controls one or more of the entities specified in subclause (A) or an entity that is controlled by, or is under common control with, one or more of the entities specified in subclause (A); or (C) an individual who is a general partner, principal, or employer of the director".

<sup>(65)</sup> Secondo la § 8.60(2) del RMBCA una "[d]irector's conflicting interest transaction" è "a transaction effected or proposed to be effected by the corporation (or by the subsidiary of the corporation or any other entity in which the corporation has a controlling interest) respecting which a director of the corporation has a conflicting interest".

<sup>(66)</sup> Secondo la § 8.60 (3) del RMBCA la definizione di "Related person" degli amministratori comprende: "(i) the spouse (or a parent or sibling thereof) of the director, or a child, grandchild, sibling, parent (or spouse of any thereof) of the director, or an individual having the same home as the director, or a trust or estate of which an individual

Oltre a questa prima rilevante novità è possibile individuare anche all'interno della disciplina prevista dalla § 8.60 del RMBCA una definizione più elastica di operazione compiuta da un amministratore in conflitto di interessi con la società. Un'operazione, infatti, può dirsi interessata quando un amministratore o una *related person* ha un interesse patrimoniale nella operazione tale che sarebbe possibile ragionevolmente aspettarsi che, se l'amministratore fosse chiamato a decidere in relazione a questa operazione, tale interesse sarebbe in grado di influenzare la propria decisione <sup>(67)</sup>. Secondo questa definizione di operazione in conflitto di interessi restano escluse, quindi, tutte le operazioni compiute dagli amministratori in cui sia ravvisabile un conflitto di interessi non patrimoniale ad eccezione di quei casi in cui l'operazione venga conclusa con una *related person*. La disposizione della § 8.60 del RMBCA richiede, inoltre, che l'amministratore sia a conoscenza del conflitto di interessi <sup>(68)</sup>.

Un'ultima prospettiva sul concetto di conflitto di interessi può essere trovata negli ALI Principles of corporate governance. Secondo quanto previsto alla § 1.23 dei Principles un amministratore può dirsi interessato innanzitutto se sussiste un conflitto di interessi diretto <sup>(69)</sup>. Per quanto riguarda, invece, il conflitto di interessi indiretto i Principles adottano una prospettiva in parte diversa rispetto a quella proposta della § 8.60 del

---

specified in this clause (i) is a substantial beneficiary; or (ii) a trust, estate, incompetent, conservatee, or minor of which the director is a fiduciary".

<sup>(67)</sup> È interessante notare che, secondo quanto indicato nel commento ufficiale alla § 8.60 del RMBCA, il requisito relativo al fatto che l'interesse coinvolto debba essere tale da esercitare ragionevolmente un'influenza sulla scelta dell'amministratore, ha natura oggettiva e non soggettiva.

<sup>(68)</sup> Si noti inoltre che secondo quanto indicato nel commento ufficiale alla § 8.60 del RMBCA tale disciplina non è destinata a regolare anche le ipotesi di conflitto di interesse in cui sono coinvolti gli azionisti che restano soggette all'applicazione dei principi di *common law*.

<sup>(69)</sup> ALI PRINCIPLES § 1.23(a)(1).

RMBCA, che si pone comunque come obiettivo quello di definire un criterio oggettivo per individuare quali siano le operazioni che possono rientrare nel campo di applicazione della disciplina del conflitto di interessi. È previsto, infatti, che un amministratore possa essere considerato interessato ai fini dei Principles quando egli ha una relazione familiare, d'affari, o patrimoniale con una persona coinvolta nell'operazione tale da poter influenzare il proprio giudizio<sup>(70)</sup>. Anche in questo caso è previsto che un amministratore debba essere considerato interessato se egli stesso o una delle persone con cui egli ha una relazione familiare, d'affari, o patrimoniale ha un interesse patrimoniale rilevante nell'operazione<sup>(71)</sup>. Infine, è previsto che un amministratore possa essere considerato interessato quando è sottoposta ad una “*controlling influence*” da parte di un soggetto che ha un interesse patrimoniale nell'operazione<sup>(72)</sup>.

3. *L'obbligo di disclosure.* – Dopo aver esaminato i caratteri che deve avere un'operazione per essere considerata in conflitto di interessi e quindi in violazione del *duty of loyalty*, è possibile esaminare gli obblighi

---

<sup>(70)</sup> ALI PRINCIPLES § 1.23(a)(2), che così dispone: “[t]he director or officer, an associate of the director or officer, or a person with whom the director or officer has a business, financial, or familial relationship, has a material pecuniary interest in the transaction or conduct (other than usual and customary directors’ fees and benefits) and that interest and (if present) that relationship would reasonably be expected to affect the director’s or officer’s judgment in a manner adverse to the corporation”. Si noti inoltre che molti dei casi previsti alla § 1.23(a)(2) degli ALI PRINCIPLES possono rientrare anche nella previsione del conflitto di interessi diretto contenuta nella § 1.23(a)(1) in quanto in tale disposizione vengono ricomprese anche le ipotesi in cui l'operazione venga compiuta da un “associate” dell'amministratore. La § 1.03(a) degli ALI PRINCIPLES relativa alla definizione di “associate” indica, infatti, alla § 1.03(a)(1)(A) alcune ipotesi riconducibili ai rapporti familiari che parrebbero essere tassative. La § 1.23(a)(2) parla, invece, in generale di una “familial relationship”.

<sup>(71)</sup> ALI PRINCIPLES § 1.23(a)(3).

<sup>(72)</sup> ALI PRINCIPLES § 1.23(a)(4).

informativi che gravano sugli amministratori che si trovano a dover compiere un'operazione potenzialmente in conflitto di interessi. Il principio generale di *common law* in questa materia è espresso nelle §§ 389-392 del Restatement of the Law of Agency <sup>(73)</sup>. In particolare il § 390 prevede che:

“[a]n agent who, to the knowledge of the principal, acts on his account in a transaction in which he is employed has a duty to deal fairly with the principal and to disclose him all facts which the agent knows or should know or should know would reasonably affect the principal's judgment, unless the principal has manifested that he knows such facts of that he does not care to know them” <sup>(74)</sup>.

Il principio di *disclosure* così elaborato in *common law*, tuttavia, non può essere applicato direttamente al diritto societario. In precedenza è già stato ricordato, infatti, che i singoli stati americani hanno adottato a partire dagli trenta del secolo scorso legislazioni che consentono di salvare dall'invalidità, almeno a determinate condizioni, le operazioni in conflitto di interessi compiute dagli amministratori. Nel regolare le modalità attraverso cui è possibile rimediare al conflitto di interessi degli amministratori i legislatori dei singoli stati hanno provveduto anche a disciplinare gli obblighi informativi che gravano sugli amministratori interessati.

Un primo modello di questa regolamentazione è offerto dalla legge del Delaware in base alla quale la *disclosure* da parte degli amministratori o la conoscenza dei fatti rilevanti relativi alla conclusione dell'operazione da compiere è condizione necessaria perché l'operazione non possa essere

---

<sup>(73)</sup> Cfr. Restatement (Second) of Agency (1957) §§ 389-392.

<sup>(74)</sup> § 390 Restatement (Second) of Agency (1957).

impugnata dopo che sia stata autorizzata dal consiglio di amministrazione (o da uno *special committee* costituito in seno al consiglio) oppure dai soci (75). In sostanza in questo ordinamento è previsto in capo agli amministratori, sia un obbligo di rivelare il conflitto di interessi, sia un obbligo di informare l'organo sociale chiamato ad autorizzare l'operazione in relazione ai fatti che potrebbero influenzare il giudizio dei soggetti chiamati ad esprimersi sul conflitto.

In altri *statute* degli stati americani esistono, tuttavia, obblighi informativi meno stringenti nei confronti degli amministratori. Secondo quanto previsto, ad esempio, nella legislazione della Florida, non è necessaria la *disclosure* di tutti i fatti rilevanti relativi all'interesse conflittuale dell'amministratore, in quanto è sufficiente che vi sia un'informazione relativa soltanto all'esistenza del conflitto e non anche sulla natura dello stesso (76). Secondo la legislazione degli stati che adottano una legislazione di questo tenore un amministratore potrebbe quindi limitarsi a dichiarare l'esistenza di un interesse in conflitto con

---

(75) Così infatti dispone la § 144 (a)(1)(2) del DGCL.

(76) Cfr. Fla. Stat. ch. 607.0832 (1) che così dispone: "1) No contract or other transaction between a corporation and one or more of its directors or any other corporation, firm, association, or entity in which one or more of its directors are directors or officers or are financially interested shall be either void or voidable because of such relationship or interest, because such director or directors are present at the meeting of the board of directors or a committee thereof which authorizes, approves, or ratifies such contract or transaction, or because his or her or their votes are counted for such purpose, if:

(a) The fact of such relationship or interest is disclosed or known to the board of directors or committee which authorizes, approves, or ratifies the contract or transaction by a vote or consent sufficient for the purpose without counting the votes or consents of such interested directors;

(b) The fact of such relationship or interest is disclosed or known to the shareholders entitled to vote and they authorize, approve, or ratify such contract or transaction by vote or written consent; or

(c) The contract or transaction is fair and reasonable as to the corporation at the time it is authorized by the board, a committee, or the shareholders."

quello della società senza fornire ulteriori notizie in relazione alla natura e alla portata di tale interesse (77).

La disciplina dell'obbligo di *disclosure* contenuta nella § 8.60 del RMBCA del 1988 risulta essere più chiara di quella prevista nella § 144 del DGCL (78). È previsto, infatti, che gli amministratori, che intendono curare il conflitto di interessi mediante una deliberazione del consiglio di amministrazione o dell'assemblea, debbano provvedere ad informare i soggetti chiamati a decidere, sia sull'esistenza del conflitto di interessi, sia sulla sua natura e sui fatti rilevanti inerenti a tale interesse (79).

Per quanto riguarda, infine, la disciplina della *disclosure* relativa alle operazioni in conflitto di interessi contenuta negli ALI Principles è possibile rilevare che anche in questo caso è richiesto che i soggetti chiamati ad esprimersi sul conflitto debbano essere informati sui fatti rilevanti ad esso relativi (80).

---

(77) L'approccio seguito dalla legislazione della Florida al problema della *disclosure* del conflitto di interessi era fino a pochi anni fa anche quello seguito anche dalla legislazione dello stato di New York cfr. sul punto F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 335; W.A. KLEIN - J.C. COFFEE JR., *Business Organization and Finance*, New York, 2004, p. 162. L'attuale formulazione del N.Y. Bus. Corp. Law §713 (a) (1) ha assunto sotto questo aspetto una formulazione paragonabile a quella adottata dal DGCL, in quanto anche questo ordinamento ora richiede la *disclosure* dei fatti rilevanti concernenti l'interesse dell'amministratore in conflitto.

(78) La § 144 prevede laconicamente che vi sia un obbligo di *disclosure* in relazione a quella che viene definita "*material information*".

(79) Si veda in proposito la § 8.60 (4) del RMBCA del 1988 che così dispone: "[r]equired disclosure" means disclosure by the director who has a conflicting interest of (i) the existence and nature of his conflicting interest, and (ii) all facts known to him respecting the subject matter of the transaction that an ordinarily prudent person would reasonably believe to be material to a judgment about whether or not to proceed with the transaction".

(80) Così prevedono, infatti, gli ALI PRINCIPLES § 1.14 (a). È interessante rilevare che gli ALI Principles contengono alla § 1.25 una definizione del concetto di "*material fact*" che viene così ricostruito nei seguenti termini: "[a] fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable person would consider it important under the circumstances in determining the person's course of action".

Una volta esaminate le diverse fonti che regolano la *disclosure* di informazioni rilevanti da parte degli amministratori che si trovano in conflitto di interessi, è necessario individuare quali siano le conseguenze della mancanza o del vizio dell'informativa in relazione all'operazione compiuta dalla società. In precedenza è già osservato che gli *statute* degli stati americani si sono sovrapposti ai principi di *common law* prevedono tre diverse alternative per curare il conflitto di interessi; in particolare è previsto che tale conflitto non rilevi se vi sia stata l'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione o da parte dei soci previa informativa sul conflitto, oppure qualora l'operazione sia *fair* nei confronti della società e, quindi, venga superato il *fairness test* <sup>(81)</sup>.

In realtà il problema dei rapporti tra le tre diverse alternative previste negli *statute* per curare il conflitto di interessi è complesso e verrà esaminato in modo più approfondito in seguito <sup>(82)</sup>, per il momento il problema che occorre risolvere è quello relativo alle conseguenze della mancanza o del difetto di *disclosure* sull'applicabilità del *fairness test*. Su questo punto le diverse fonti del diritto americano divergono. Un orientamento giurisprudenziale sostiene, infatti, che la mancanza di *disclosure* impedisce in ogni caso la possibilità che l'operazione posta in essere dalla società possa essere considerata, anche in un secondo momento, *fair* nei confronti della società. In sostanza l'obbligo informativo costituirebbe un elemento necessario per poter applicare il *fairness test* in caso contrario, ovvero qualora tale obbligo informativo non

---

<sup>(81)</sup> Cfr. *supra* par. 1.

<sup>(82)</sup> Cfr. *infra* par. 6 ss.

sia stato soddisfatto l'operazione dovrebbe considerarsi irrimediabilmente viziata <sup>(83)</sup>.

I principali *statute* dei stati americani sembrano accogliere, tuttavia, il principio per cui l'obbligo di *disclosure* dell'operazione in conflitto di interessi non assurge a requisito autonomo perché sia possibile applicare il *fairness test*. Secondo quanto previsto, ad esempio, nella legislazione del Delaware l'obbligo di informativa è indicato soltanto come requisito perché gli amministratori o i soci possano deliberare in ordine all'autorizzazione dell'operazione in conflitto di interessi <sup>(84)</sup>.

In relazione a questo problema l'approccio seguito dal RMBCA del 1988 sembra essere più chiaro rispetto a quello seguito in molti *statute*. In realtà anche il testo RMBCA del 1988 non prende una posizione completamente chiara sulla questione, in quanto, secondo una impostazione classica, alla §8.61 (b) vengono semplicemente richiamate le tre diverse opzioni di cui è possibile avvalersi per curare il conflitto di interessi. Il commento ufficiale di questa disposizione invece che così afferma sul punto:

“(3) *Process of Decision*. In some circumstances, the behavior of the director having the conflicting interest can itself affect the finding and content of “fairness.” The most obvious

---

<sup>(83)</sup> In tal senso si veda *State ex. rel. Hayes Oyster Co. v. Keypoint Oyster Co.*, 391 P.2d 979 (Wash. 1964). In senso contrario si veda, tuttavia, il caso *Marciano v. Nakash*, 535 A.2d 400 (Del. 1987) (cfr. *infra* par. 7) nel quale, in nota, viene affermato che ad un'operazione compiuta in conflitto di interessi è possibile applicare lo *standard of review* dell'*entire fairness* anche quando non vi è stata *disclosure*: “[a]lthough in this case none of the curative steps afforded under section 144(a) were available because of the director-shareholder deadlock, a non-disclosing director seeking to remove the cloud of interest would appear to have the same burden of proof under section 144(a)(3), as under prior case law, of proving the intrinsic fairness of a transaction which had been approved or ratified by the directors or the shareholders”.

<sup>(84)</sup> Sul punto si veda la § 144 (a)(1) e la § 144 (a)(2) del DGCL; in modo simile si veda anche il N.Y. Bus. Corp. Law § 713(a).

illustration of unfair dealing arises out of the director's failure to disclose fully his interest or hidden defects known to him regarding the transaction" (85).

Nonostante l'*official comment* della § 8.60 del RMBCA del 1988 preveda che il tipico esempio di comportamento *unfair* da parte di un amministratore interessato sia, appunto, quello in cui vi è una mancanza di *disclosure*, non si può fare a meno di rilevare che la § 8.61 del RMBCA del 1988, nello stabilire che un'operazione può essere considerata valida qualora superi il *fairness test*, nulla dice in relazione al rispetto di eventuali obblighi di *disclosure*.

Da questo punto di vista, in relazione al problema dell'applicabilità del *fairness test* qualora non vi sia stata un'informativa da parte degli amministratori, gli ALI Principles hanno adottato in modo esplicito un approccio simile a quello indicato nell'*official comment* del RMBCA. Secondo quanto previsto alla § 5.02 dei Principles un amministratore soddisfa il suo dovere di correttezza se l'operazione è *fair* nei confronti della società o, in alternativa se essa è stata autorizzata da parte degli amministratori o dei soci. In tutti i casi sopra indicati è comunque necessario che il conflitto di interessi sia comunicato rispettivamente agli amministratori o ai soci (86). La mancanza di *disclosure* da parte dell'amministratore interessato impedisce, quindi, che possa essere provata la correttezza sostanziale dell'operazione.

La conclusione che è possibile trarre da questo esame delle diverse discipline relative agli obblighi informativi imposti agli amministratori interessati è che nel diritto degli Stati Uniti d'America sempre maggiore

---

(85) RMBCA § 8.61 Official Comment Note on Fair Transaction.

(86) La § 5.02 degli ALI Principles prevede che la comunicazione del conflitto di interessi debba essere rivolta nei confronti del "decisionmaker who authorizes in advance or ratifies the transaction".

enfasi viene posta sulla necessità che gli amministratori rendano nota l'esistenza del conflitto di interessi ed i termini in cui questo conflitto si presenta. Vi è poi una tendenza che sottolinea sempre più l'importanza che vi sia il rispetto non soltanto di una *substantial fairness* ma anche di una *procedural fairness* che verrebbe violata in quei casi in cui gli amministratori non hanno provveduto alla *disclosure* del conflitto di interessi (87).

4. *Il fairness test.* – In precedenza è già stato rilevato che le violazioni del *duty of care* sono di regola sottoposte da parte delle corti nordamericane allo *standard of review* della *business judgment rule*, mentre le violazioni del *duty of loyalty* sono sottoposte all'*entire fairness test*. Il *fairness test* nasce come criterio di riesame di *common law* e con l'introduzione degli *statute* che regolano il conflitto di interessi degli amministratori diviene anche un criterio di riesame espresso nel diritto positivo dei singoli stati.

Nonostante l'importanza del *fairness test* nel determinare la salvezza o meno di un'operazione compiuta dagli amministratori interessati, non è semplice dare una definizione più analitica di quali siano i requisiti che debbano dirsi soddisfatti superare lo scrutinio delle corti. È possibile, tuttavia, cercare di chiarire almeno alcuni tra gli aspetti più rilevanti di questo *standard of review*.

---

(87) Secondo F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 336, una possibile spiegazione di questa tendenza del diritto nordamericano potrebbe essere individuata nell'obiettivo perseguito dal legislatore di spingere gli amministratori a rendere noti i conflitti di interesse che li possano riguardare. In questo modo, infatti, un amministratore che non provveda alla *disclosure* del proprio conflitto di interessi avrebbe la certezza che l'operazione da egli conclusa sarebbe invalida. Al contrario, qualora si riconosca agli amministratori la possibilità di sottoporre al *fairness test* eventuali operazioni conflittuali concluse dalla società senza che vi sia stata una preventiva *disclosure* del conflitto

In primo luogo possiamo rilevare che la *fairness* di una operazione può essere sia procedurale che sostanziale. Come è stato detto in precedenza, l'esempio più chiaro di violazione del dovere di *fairness* procedurale può essere individuato in quei casi in cui è necessaria in primo luogo la *disclosure* del conflitto di interessi per poter, in un secondo momento, curare il conflitto di interessi con una delibera del consiglio di amministrazione o dell'assemblea. Il problema della *procedural fairness* verrà affrontato più approfonditamente nei paragrafi seguenti (88).

Se, da un lato, non sembra che l'esame del requisito della *procedural fairness* possa dare adito a particolari problemi interpretativi, dall'altro risulta più complessa la determinazione di quali siano i requisiti della *substantial fairness*. Per tentare di risolvere la questione è necessario rifarsi soprattutto agli orientamenti della giurisprudenza, in base alla quale è possibile ricavare alcuni importanti indizi. In *Flieger* (89) la Corte Suprema del Delaware, esaminando il problema della *substantial fairness*, giunse ad una prima rilevante conclusione sostenendo che, nel valutare la correttezza sostanziale di una operazione non è rilevante determinare l'entità del vantaggio conseguito dagli amministratori (90). Da un punto di vista sostanziale ciò che rileva per determinare il superamento del *fairness test* è, infatti, soltanto il valutare se l'operazione sia stata conclusa dalla

---

di interessi, un amministratore potrebbe ritenere preferibile non provvedere all'informativa che non potrebbe portargli alcun vantaggio.

(88) Cfr. *infra* par. 6 ss. Se, invece, come sembra corretto dedurre dal testo degli ALI Principles, si ritiene che l'obbligo di disclosure costituisca nella valutazione del *duty of loyalty* una componente separata rispetto al *fairness test* non si può fare altro che concludere che il rispetto di un criterio di *procedural fairness* rappresenti un prerequisito per procedere alla valutazione della *substantial fairness*.

(89) *Flieger v. Lawrence*, 361 A.2d 218 (Del. 1976); questo caso in particolare aveva ad oggetto una complessa operazione avente ad oggetto lo sfruttamento di una *business opportunity* da parte degli amministratori e dei dirigenti.

(90) *Flieger v. Lawrence, cit.*

società a condizioni "corrette", avendo come unico metro di riferimento l'interesse della società e non quello degli amministratori. In sostanza ciò che importa è soltanto la prospettiva della società e non anche quella del soggetto interessato <sup>(91)</sup>.

Seguendo una linea argomentativa molto simile a quella appena esposta nel caso *Flieger* si pone poi l'orientamento per cui un'operazione in conflitto di interessi non può mai dirsi *fair* se la società non è nella condizione di conseguire alcun vantaggio dal suo compimento <sup>(92)</sup>.

---

<sup>(91)</sup> Una breve digressione di analisi economica del diritto ci consente di comprendere meglio questo aspetto del problema: immaginiamo che la società Alfa e un suo amministratore, Tizio, debbano concludere un contratto di compravendita avente ad oggetto un immobile della società. Se Tizio acquista l'immobile da un terzo il contratto potrebbe essere rappresentato in termini economici secondo il seguente schema:

Tab. 1

	Adempie	Non Adempie
Tizio	V-P	0
Venditore	P-C	0
Benessere sociale	V-C	0

V è il valore che Tizio attribuisce all'utilizzo dell'immobile, P è il prezzo pagato e C è il valore che il venditore attribuisce all'immobile. Se  $V > C$  è socialmente preferibile che Tizio e il venditore stipulino un contratto di compravendita in modo tale che l'immobile venga acquistato dal soggetto che lo valuta di più; per ottenere il bene Tizio, infatti, sarà disposto a pagare una qualunque somma di denaro che sia inferiore a V e se tale somma risulta essere superiore C il soggetto terzo sarà disposto a concludere il contratto. Immaginiamo ora che lo stesso contratto venga concluso tra Tizio amministratore della società Alfa proprietaria dell'immobile e la società stessa. Il principio espresso in *Flieger* dice in sostanza che per determinare se un'operazione può superare il *fairness test* non è importante valutare quale sia stato il vantaggio conseguito nel nostro esempio da Tizio (V), ma occorre soltanto valutare la situazione in cui si trova a contrattare la società, ovvero il rapporto tra il prezzo e il valore per la società del bene (P-C). Per una introduzione all'analisi economica dei contratti si veda T.J. MICELI, *The Economic Approach to Law*, Stanford, 2004, p. 128 ss.

<sup>(92)</sup> Cfr. F.A. GEVURTZ, *Corporation*, op. cit., p. 327. In questo senso *Fill Bldgs., Inc. v. Alexander Hamilton Life Ins. Co.*, 241 N.W.2d 466 (Mich. 1966). Per comprendere meglio anche questo secondo orientamento è possibile richiamare ancora l'esempio della nota precedente. In questo caso immaginiamo, tuttavia, la situazione inversa in cui sia Tizio a vendere e la società Alfa ad acquistare:

Una volta considerata l'irrelevanza del vantaggio potenziale che potrebbe derivare all'amministratore interessato dall'operazione conflittuale e verificato che l'operazione sotto esame deve comunque essere di qualche utilità per la società per poter essere considerata *fair*, il vero criterio utilizzato dalle corti per determinare se un'operazione sia in grado di superare il *fairness test* è quello della conformità della controprestazione ottenuta dalla società a quelle che potrebbero essere le ipotetiche condizioni di mercato <sup>(93)</sup>.

In realtà in molti casi è difficile determinare se un'operazione sia stata effettivamente conclusa a condizioni di mercato, in quanto nella maggioranza dei casi tali operazioni hanno ad oggetto beni e prestazioni per cui un mercato non esiste. In questi casi ciò che rileva è più che altro il

Tab. 2

---

	Adempie	Non Adempie
Acquirente	V-P	0
Tizio	P-C	0
Benessere sociale	V-C	0

In questo caso ovviamente V rappresenta il valore che l'acquirente attribuisce al bene, mentre C rappresenta il valore attribuito da Tizio. La giurisprudenza citata dice, in sostanza, che se  $V=0$  non è necessario indagare ulteriormente quale sia il valore di P e se tale prezzo sia corretto e rispecchi le condizioni di mercato.

<sup>(93)</sup> Un esempio di questo approccio può essere individuato in *Bayer v. Beran*, 49 N.Y.S. 2d 2 (N.Y. Sup. 1944); il caso riguardava un contratto stipulato da una società con la moglie (Mrs. Dreyfus) di uno degli amministratori della società avente ad oggetto la realizzazione di uno spettacolo radiofonico con finalità pubblicitarie. Mrs. Dreyfus era una nota cantante e ricevette un compenso inferiore a quello degli altri artisti che avevano partecipato allo spettacolo. Chiamata a pronunciarsi sul caso la Corte Suprema dello stato di New York affermò che: "[m]iss [Dreyfus'] contract with the advertising agency retained by the directors was on a standard form, negotiated through her professional agent. Her compensation, as well as that of the other artists, was in conformity with that paid for comparable work. She received less than any of the other artists on the program. ... It is clear, therefore, that the directors have not been guilty of any breach of fiduciary duty". In sostanza non vi era stata una violazione del *duty of loyalty* perché il contratto era stato concluso a condizioni non differenti da quelle di mercato.

procedimento attraverso cui si è arrivati al compimento dell'operazione conflittuale. In concreto la corte chiamata ad applicare il *fairness test* valuta se il consiglio di amministrazione della società che si trova a decidere sull'operazione ha vagliato in modo efficace quali siano le possibili alternative alla conclusione dell'operazione in conflitto di interessi (94).

Un simile approccio al problema del superamento del *fairness test* da parte di una società richiama immediatamente alla memoria il problema già esaminato in precedenza relativo al dovere di agire informati a cui sono tenuti gli amministratori e che trova la sua più famosa espressione in *Smith v. Van Gorkom* (95). Occorre ricordare tuttavia che il caso *Van Gorkom* venne esaminato dalla Corte Suprema del Delaware alla luce di una possibile violazione del *duty of care* e non del *duty of loyalty*.

In un caso che ricordava molto da vicino la fattispecie concreta che si era verificata nel caso *Van Gorkom* la Corte Suprema del Delaware ebbe la possibilità di chiarire i rapporti tra i diversi *standard of conduct* e *standard of review* adottati dalle corti del Delaware. Come era accaduto pochi anni prima nel caso *Van Gorkom*, *Cede* (96) aveva ad oggetto l'impugnativa da parte di alcuni soci di Technicolor dell'operazione di *cash out merger* su cui gli amministratori di quest'ultima società erano stati chiamati ad esprimere un giudizio, avendo agito, tuttavia, in modo non informato. La conclusione a cui giunse la corte nel caso in esame contribuì,

---

(94) In *Lewis v. S.L. & E., Inc.*, 629 F.2d 764 (2d Cir. 1980), un caso avente ad oggetto la stipulazione di un contratto di locazione, il principio viene espresso in questi termini: "[the directors] had made no effort to determine contemporaneously what rental would be fair during the years 1966-1972. ... During this period no appraisals were made; no attempts were made to sell or rent the Property; no thought whatever was given to whether \$14,4000 was a fair and reasonable rent".

(95) Cfr. *supra* cap. I, par. 2.

(96) *Cede & Co. v. Technicolor, cit.*

probabilmente, ad aumentare la confusione già esistente sui rapporti intercorrenti tra il *duty of loyalty* e il *duty of care*, nonché sul problema della possibilità che possa verificarsi in concreto una violazione del *duty of care*. In un celebre quanto infelice passaggio di questa decisione la corte, infatti, argomentò in questi termini:

“[a]pplying the rule, a trial court will not find a board to have breached its duty of care unless the directors individually and the board collectively have failed to inform themselves fully and in a deliberate manner before voting as a board upon a transaction as significant as a proposed merger or sale of the company. Only on such a judicial finding will a board lose the protection of the business judgment rule under the duty of care element and will a trial court be required to scrutinize the challenged transaction under an entire fairness standard of review”<sup>(97)</sup>.

La Corte Suprema del Delaware sostenne, in sostanza, che una violazione del *duty of care* non avrebbe comportato necessariamente l'applicazione del della *business judgment rule*, ma che, qualora fosse stata ravvisata una violazione del *duty of care*, la conseguenza sarebbe stata l'impossibilità di applicare la *business judgment rule* al posto della quale avrebbe trovato applicazione lo *standard di review dell'entire fairness*.

Sia *Van Gorkom* che *Cede* nascono in un contesto molto particolare rispetto a quello delle semplici operazioni in conflitto di interessi, in entrambi i casi, infatti, oggetto della decisione da parte del consiglio di amministrazione è l'approvazione di un *cash out merger*, ovvero un tipo di operazione di gestione straordinaria che presenta rischi particolarmente accentuati per gli interessi degli soci<sup>(98)</sup>. Ciò che rileva ai fini della

---

<sup>(97)</sup> *Cede & Co. v. Technicolor, cit.*

<sup>(98)</sup> Cfr. *infra* cap. 3, par. 5.

presente analisti relativa al *fairness test* è che, secondo l'orientamento della Corte Suprema del Delaware in *Cede*, il *fairness test* non è esclusivamente applicabile in quei casi in cui vi sia una violazione del *duty of loyalty*.

La soluzione prospettata dalla corte in *Cede* presenta, tuttavia, alcuni aspetti problematici, che, da un punto di vista sistematico, difficilmente possono trovare una spiegazione soddisfacente: in primo luogo non è chiaro per quale ragione nel caso in oggetto sia necessario applicare il *fairness test*. Se, infatti, fosse astrattamente possibile applicare il *fairness test* ad una decisione non in conflitto in interessi, la ragione stessa per cui viene previsto uno *standard of review* meno stringente per le operazioni che non rispettano il *duty of care*, ovvero lasciare gli amministratori liberi di poter assumere decisioni che siano neutrali al rischio, viene meno (99).

Un secondo aspetto problematico di questa decisione è rappresentato dal fatto che, almeno da un punto di vista concreto, non ha molto senso domandarsi se un'operazione non in conflitto di interessi soddisfi il *fairness test*, in quanto questo *standard of review* si pone come obiettivo principale quello di valutare se un amministratore ha anteposto i propri interessi a quelli della società e non quello di valutare in seconda istanza eventuali comportamenti non diligenti degli amministratori (100).

Volendo cercare di trovare un senso agli *standard of review* applicati *Cede* e a *Van Gorkom* non si può fare a meno che richiamare ancora una

---

(99) L. JOHNSON, *Rethinking Judicial Review of Director Care*, in *Del. J. Corp. L.*, vol. 24, 1999, p. 787 ss., a p. 822 s.; W.T. ALLEN - J.B. JACOBS - L.E. STRINE, JR., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, in *Bus. Law.*, vol. 56, 2001, p. 1287 ss. e p. 1303.

(100) L. JOHNSON, *Rethinking*, p. 817; W.T. ALLEN - J.B. JACOBS - L.E. STRINE, JR., *Function*, p. 1303.

volta il caso *Disney* <sup>(101)</sup> recentemente deciso dalla Chancery Court del Delaware. In questa decisione, la cui fattispecie concreta avrebbe potuto implicare l'applicazione dei principi espressi in *Van Gorkom*, il Chancellor Chandler ha escluso questa possibilità aprendo di fatto la strada ad un possibile revirement giurisprudenziale di quanto sancito *Van Gorkom* e quindi, indirettamente, anche di quanto sancito in *Cede*. Per il momento e in attesa che la Corte Suprema del Delaware si pronunci al riguardo non si può che dare atto di questa tendenza auspicata anche da alcuni dei più importanti giudici del Delaware <sup>(102)</sup>.

Se, da un lato, il *fairness test* viene interpretato come un diverso standard di riesame delle decisioni compiute dagli amministratori, dall'altro, esso si caratterizza per il diverso profilo probatorio ad esso relativo. In precedenza è già stato rilevato che chi agisce in giudizio per far valere una violazione del *duty of care* deve dimostrare il mancato rispetto della *business judgment rule*. In materia di violazione del *duty of loyalty* e di applicazione del *fairness test* trova applicazione, invece, il principio opposto e l'onere della prova grava sugli amministratori interessati che devono dimostrare, appunto la *fairness* dell'operazione.

Sebbene possa sembrare logico ricollegare all'applicazione dello *standard of review* dell'*entire fairness* l'onere in capo agli amministratori di provare la correttezza della operazione nei confronti della società, vedremo nei prossimi paragrafi come non sempre *standard of review* e onere della prova vadano di pari passo. In alcuni casi, infatti, pur applicando il *fairness test* le corti pongono l'onere della prova della mancanza di correttezza in capo agli attori e non degli amministratori.

---

<sup>(101)</sup> Il riferimento è alla decisione *In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation*, WL 1875804 (Del. Ch. 2005), *cit.*

<sup>(102)</sup> W.T. ALLEN - J.B. JACOBS - L.E. STRINE, JR., *Function Over Form*, *op. cit.*, p. 1319.

Inoltre, come abbiamo appena visto in *Cede*, la Corte Suprema del Delaware almeno in una decisione ha posto a carico degli amministratori l'onere della prova anche se oggetto della controversia era una violazione del *duty of care*. In realtà anche questa potrebbe essere una chiave di lettura di *Cede*. D'altra parte l'approccio seguito in questo caso in relazione all'onere della prova ha trovato parziale conferma nell'evoluzione della giurisprudenza del Delaware. Nel caso *Emerald Partners* <sup>(103)</sup>, infatti, la Corte Suprema del Delaware ha affermato che la § 102(b)(7) del DGCL costituisce una *affirmative defense*, ponendo in questo modo a carico degli amministratori l'onere di provare che la § 102(b)(7) del DGCL è applicabile alla fattispecie concreta in quanto non è stata compiuta dagli amministratori alcuna violazione del *duty of loyalty* o del *duty of good faith*.

Per concludere questo breve esame relativo al problema dell'onere della prova in relazione all'*entire fairness test*, vedremo, infine, che in altri casi, anche qualora vi siano amministratori che si trovano in conflitto di interessi, non sempre trova applicazione il *fairness test* né l'onere della prova grava necessariamente sugli amministratori.

5. *L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte dei director*. – Secondo i principi di *common law* esaminati in precedenza la regola generale applicabile alle operazioni in conflitto di interessi è quella che riconosce agli azionisti la possibilità di impugnare l'operazione conflittuale. A questa regola si venne ad affiancare con il tempo il principio in base al quale, qualora vi fosse stata l'approvazione della deliberazione in conflitto di interessi e l'operazione avesse superato il *fairness test* applicato dalla corte competente, non sarebbe stato possibile

---

<sup>(103)</sup> *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215 (Del. 1999).

impugnare l'operazione conclusa. In questo scenario gli *statute* dei singoli stati americani intervennero prevedendo che l'approvazione dell'operazione conflittuale da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti avrebbe comportato la salvezza dell'operazione compiuta. In questo paragrafo verranno esaminati i problemi relativi all'approvazione da parte del consiglio di amministrazione delle operazioni conflittuali; nel prossimo paragrafo verranno trattati, invece, i problemi relativi all'approvazione da parte degli azionisti.

In primo luogo è necessario esaminare chi, effettivamente, debba pronunciarsi sull'operazione al fine di curarne il conflitto. Secondo quanto previsto alla § 144(a)(1) del DGCL un'operazione in conflitto di interessi non è impugnabile se è stata approvata dal consiglio di amministrazione in buona fede con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori disinteressati (104).

Anche il RMBCA nella sua versione del 1988 prevede alla § 8.62 una formulazione paragonabile a quella prevista nello *statute* del Delaware (105). Esistono, tuttavia, rilevanti differenze tra la disciplina prevista dal DGCL e quella prevista dal RMBCA. La terminologia adottata nella §8.62

---

(104) La § 144(a)(1) del DGCL così dispone: "the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum". La § 144(b) del DGCL inoltre prevede quanto segue: "[c]ommon or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or the transaction".

(105) Così la § 8.60 RMBCA (1988) "(a) Directors' action respecting a transaction is effective for purposes of section 8.61(b)(1) if the transaction received the affirmative vote of a majority (but no fewer than two) of those qualified directors on the board of directors or on a duly empowered committee of the board who voted on the transaction after either required disclosure to them (to the extent the information was not known by them) or compliance with subsection (b); provided that action by a committee is so effective only if:

(1) all its members are qualified directors, and

del RMBCA è, infatti, profondamente diversa da quella prevista dalla legislazione del Delaware: mentre la §144 del DCGL parla di autorizzazione da parte dei "*disinterested directors*", la § 8.62 del RMBCA richiede un voto da parte dei "*qualified directors*". Questa differenza che potrebbe sembrare non molto rilevante diviene fondamentale se si considera che nel DGCL non esiste una definizione di "*disinterested directors*", al contrario nel RMBCA è possibile trovare alla § 8.61 (d) una definizione dettagliata di quali amministratori possano essere considerati "*qualified*" (106). Secondo quanto previsto dal RMBCA non abbiamo dunque una definizione di amministratore disinteressato che possa essere interpretata in modo elastico dalla corti, ma una definizione che permette di determinare *a priori* se un amministratore possa o non possa considerarsi "*qualified*". Inoltre, come chiarisce anche il commento ufficiale del RMBCA, perché un amministratore possa essere considerato "*qualified*" non è sufficiente che egli non si trovi in conflitto di interessi con la società. È previsto, infatti, che qualsiasi relazione familiare, patrimoniale, lavorativa e professionale che sia in grado di influenzare il voto dell'amministratore priva quest'ultimo della possibilità di essere considerato "*qualified*" (107).

---

(2) its members are either all the qualified directors on the board or are appointed by the affirmative vote of a majority of the qualified directors on the board."

(106) La § 8.60 (d) RMBCA (1988) così dispone: "(d) For purposes of this section, "qualified director" means, with respect to a director's conflicting interest transaction, any director who does not have either (1) a conflicting interest respecting the transaction, or (2) a familial, financial, professional, or employment relationship with a second director who does have a conflicting interest respecting the transaction, which relationship would, in the circumstances, reasonably be expected to exert an influence on the first director's judgment when voting on the transaction".

(107) In realtà anche le corti dei singoli stati americani hanno avuto in alcuni casi l'occasione di chiarire cosa debba intendersi per amministratore disinteressato. Ad esempio si vedano *Rocket Mining Corp. v. Gill*, 483 P.2d 897 (Utah 1971); *Sarner v. Fox Hill, Inc.*, 199 A.2d 6 (Conn. 1964), entrambi citati in F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 331. Nel primo caso venne affermato, infatti, che il coniuge, il padre e il fratello

Anche gli ALI Principles affrontano il problema di quali siano i requisiti che devono essere soddisfatti da un amministratore perché questi possa essere considerato indipendente ai fini della delibera relativa ad un'operazione in conflitto di interessi. Tuttavia, al contrario di quanto indicato nel RMBCA, non è previsto che la deliberazione relativa all'operazione in conflitto di interessi venga assunta da parte di amministratori *qualified*. Gli ALI Principles prevedono semplicemente, infatti, che questa decisione venga assunta da amministratori che siano *disinterested* (108).

In conclusione, mentre la legislazione del Delaware non offre indizi particolari per determinare quali siano i requisiti che devono essere soddisfatti perché un amministratore possa dirsi indipendente e demanda tale compito alle corti di questo stato, il RMBCA distingue tra amministratori che si trovano in conflitto di interessi, amministratori *qualified* e amministratori che pur non trovandosi in conflitto di interessi con la società non possono essere neppure essere considerati *qualified*. L'approccio seguito negli ALI Principles, infine, è meno oscuro di quello seguito dalla legislazione del Delaware e meno complesso di quello previsto nel RMBCA. In queste regole di *corporate governance*, infatti,

---

di un amministratore interessato possono essere considerati amministratori *disinterested*. Nel secondo caso, invece, venne sostenuto che l'avvocato di un amministratore interessato non può essere considerato *disinterested*. Il problema è stato affrontato anche in due recenti pronunce della delle corti del Delaware: *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003); *Beam v. Martha Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004). Nel primo di questi due casi (*Oracle*) la Chancery Court ha affermato che il rapporto di colleganza esistente tra alcuni professori di Stanford preclude la possibilità che un amministratore possa essere considerato *disinterested* in relazione alla decisioni che possono coinvolgere interessi di colleghi che siedono nel consiglio di amministrazione della stessa società. In *Beam*, tuttavia, la Corte Suprema del Delaware ha seguito un approccio meno rigoroso, affermando che l'esistenza di un rapporto di amicizia non ha conseguenze sulla possibilità che un amministratore possa essere considerato disinteressato.

non è prevista la terza categoria degli amministratori *qualified*; un amministratore, quindi, potrà essere alternativamente *interested* o *disinterested tertium non datur*. Se, da un lato, l'approccio al problema di quali siano gli amministratori coinvolti nella decisione relativa alla cura del conflitto di interessi è meno complesso negli ALI Principles rispetto RMBCA, dall'altro, questi principi di *corporate governance* prevedono anche, al contrario di quanto non faccia il DGCL, una più chiara definizione di quali siano i requisiti che devono essere rispettati perché un amministratore possa essere considerato *disinterested*.

Un altro aspetto da esaminare in relazione all'approvazione delle delibere aventi ad oggetto operazioni in conflitto di interessi è quello relativo alla possibilità che gli amministratori interessati possano partecipare alle sedute del consiglio di amministrazione in cui l'operazione conflittuale viene decisa e se sia loro consentito esprimere il proprio voto in relazione a tali deliberazioni.

La § 144(a) del DGCL assume al riguardo una posizione chiara, stabilendo che gli amministratori possono partecipare all'assemblea che si pronuncia sul conflitto di interessi e possono anche esprimere il proprio voto in tale sede. Il DGCL non prevede un *quorum* costitutivo diverso per le deliberazioni del consiglio di amministrazione assunte in relazione ad un conflitto di interessi: gli amministratori interessati che partecipano alla riunione devono essere contati tra gli amministratori presenti ai fini del calcolo del *quorum* costitutivo. D'altra parte, in relazione al *quorum* deliberativo è richiesto che la deliberazione venga approvata da una maggioranza di amministratori *disinterested* anche quando il numero degli

---

<sup>(108)</sup> La § 1.15 ALI PRINCIPLES prevede, infatti, che un amministratore possa dirsi *disinterested* se non rientra nella previsione della § 1.23, sezione che contiene la definizione di amministratore interessato. Cfr. *supra* par. 2.

amministratori *disinterested* presenti alla riunione è inferiore al *quorum* normalmente richiesto per l'approvazione della deliberazione (109).

Anche la § 8.62(c) del RMBCA del 1988 si esprime chiaramente su questo punto, prevedendo che la presenza o il voto di un amministratore in conflitto di interessi non esclude che la deliberazione relativa ad un'operazione conflittuale possa comunque dirsi validamente adottata. È previsto, infatti, che la deliberazione non possa essere impugnata se vi è stato il voto favorevole della maggioranza degli amministratori *qualified*.

Secondo la stessa logica è prevista anche la salvezza delle operazioni che siano stata decise da uno *special committee* composto da amministratori *disinterested*. Una previsione simile, in realtà, è contenuta anche nel DGCL (DGCL 144(a)); nel RMBCA, tuttavia, vengono indicati in modo più chiaro alcune delle caratteristiche che devono essere soddisfatte dallo *special committee* per curare il conflitto di interessi. In particolare viene richiesto che tutti i componenti del *committee* soddisfino i requisiti necessari per essere considerati *qualified* (RMBCA (1988) § 8.62(a)) (110).

In relazione al problema dell'individuazione di quali siano i soggetti legittimati a partecipare alla deliberazione del consiglio di amministrazione con cui viene decisa un'operazione interessata e al problema dei *quorum* richiesti per tale delibera, gli ALI Principles prevedono che la decisione possa essere assunta da amministratori disinteressati (§ 5.02 (a)(1)(B)). I Principles, tuttavia, non forniscono ulteriori indizi in relazione alla possibilità che gli amministratori

---

(109) La § 144(a)(1) del DGCL prevede in particolare che sia richiesto un *affirmative vote* della maggioranza degli amministratori disinteressati anche quando gli amministratori disinteressati sono meno del *quorum* deliberativo.

(110) Anche in questo caso il RMBCA § 8.62(a) richiede che via sia un *affirmative vote* da parte degli amministratori *qualified*.

interessati partecipino al consiglio di amministrazione e alla possibilità che questi possano o meno esprimersi sul conflitto di interessi.

Un altro aspetto interessante della deliberazione con cui viene curato il conflitto di interessi è quello concernente il momento in cui gli amministratori possono esprimersi in relazione al conflitto di interessi. In sostanza occorre determinare se oltre ad un'autorizzazione preventiva sia possibile curare il conflitto di interessi mediante una ratifica successiva dell'operazione. Alcuni stati nordamericani prevedono che il voto del consiglio di amministrazione o dello *special committee* possa avvenire sia prima che dopo il compimento dell'operazione <sup>(111)</sup>. In relazione a questo specifico aspetto l'approccio seguito dalla § 144 del DCGL sembra essere meno liberale, in quanto l'unica ipotesi espressamente prevista è quella dell'autorizzazione preventiva, mentre nulla è detto in relazione a successive ratifiche <sup>(112)</sup>. Né sembra verosimile ritenere che il mancato riferimento esplicito alla ratifica successiva da parte del consiglio di amministrazione possa essere imputato ad una semplice imprecisione della General Assembly del Delaware nella formulazione della § 144 del DGCL. Se si esamina, infatti, il testo della § 144(a)(3) del DGCL riguardante il controllo di *fairness* compiuto dalle corti si può notare che il legislatore del Delaware dovrebbe aver chiara la distinzione tra autorizzazione e ratifica, in quanto è previsto che un'operazione *fair* che

---

<sup>(111)</sup> Il Cal. Corp. Code alla § 310 (a), infatti, così dispone: “[n]o contract or other transaction between a corporation and one or more of its directors, or between a corporation and any corporation, firm or association in which one or more of its directors has a material financial interest, is either void or voidable because such director or directors or such other corporation, firm or association are parties or because such director or directors are present at the meeting of the board or a committee thereof which authorizes, approves or ratifies the contract or transaction”.

<sup>(112)</sup> La § 144 (a)(1) del DGCL prevede infatti che un'operazione non può essere impugnata se il consiglio di amministrazione o lo *special committee* “authorizes the contract or transaction”.

sia stata autorizzata, approvata o ratificata dal consiglio di amministrazione, dagli azionisti o da uno *special committee* non è soggetta a impugnativa <sup>(113)</sup>.

Il RMBCA nella sua versione del 1988 risolve questo problema in modo differente rispetto al DGCL. La § 8.62 non parla né di *authorization*, né di *ratification*, né di *approval*, ma, in modo più semplice e forse ambiguo, viene previsto che il voto degli amministratori *qualified* debba avere come suo oggetto in senso generico la “[d]irectors’ action respecting [the] transaction”. In realtà il RMBCA non si esprime mai positivamente riguardo alla possibilità che il consiglio di amministrazione si possa pronunciare sul conflitto di interessi una volta che l’operazione sia già stata consumata. Ciononostante, una chiara indicazione in questo senso può essere trovata nel commento ufficiale al RMBCA in cui viene chiarito che la *directors’ action* può essere presa in ogni momento sia prima che dopo la conclusione dell’operazione <sup>(114)</sup>.

Esaminando, infine, gli ALI Principles su questo problema è possibile notare che la § 5.02(a)(2) dei Principles distingue chiaramente l’ipotesi in cui l’operazione potenzialmente in conflitto di interessi viene sottoposta *ex ante* o *ex post* agli amministratori disinteressati. Nel primo caso, infatti, è prevista semplicemente l’approvazione da parte degli amministratori disinteressati. Per quanto riguarda, invece, la ratifica di un’operazione conflittuale già compiuta dalla società vengono adottati criteri più rigidi per curare il conflitto di interessi. Una delibera del

---

<sup>(113)</sup> § 144 (a)(3) DGCL: “[t]he contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the shareholders”.

<sup>(114)</sup> Nell’commento ufficiale della § 8.61(a) del RMBCA (1988) è indicato, infatti, quanto segue: “[a]ction complying with subsection 8.62(a) may be taken by the board of directors at any time, before or after the transaction, and may deal with a single transaction or a specified category of similar transactions”.

consiglio di amministrazione che si pronuncia successivamente su un'operazione in conflitto di interessi deve, in primo luogo, (a) essere adottata da soggetti che siano disinteressati; in secondo luogo, (b) anche in questo caso è prevista la *disclosure* del conflitto di interessi secondo le stesse modalità previste alla § 5.02(a)(1); terzo elemento (c) necessario perché sia possibile procedere alla ratifica di un'operazione in conflitto di interessi è che la mancanza di un'autorizzazione preventiva alla deliberazione non sia dipesa da un comportamento irragionevole dell'amministratore; il quarto e ultimo elemento necessario (d) perché sia possibile procedere alla ratifica della deliberazione in conflitto di interessi è costituito dal fatto che la mancanza di una preventiva deliberazione degli amministratori sull'operazione non abbia avuto effetti negativi sulla società <sup>(115)</sup>.

Riassumendo le conclusioni sopra raggiunte, è possibile rilevare che, da un lato, il DGCL non affronta il problema della ratifica delle operazioni conflittuali, mentre, dall'altro, la legislazione di altri stati americani e il RMBCA ritengono che, così come è possibile autorizzare *ex ante* un'operazione in conflitto di interessi, allo stesso è possibile ratificarla *ex post* una volta che questa sia stata compiuta. Gli ALI Principles seguono, invece un approccio diverso per quanto riguarda l'approvazione preventiva

---

<sup>(115)</sup> La § 5.02(a)(2)(C) degli ALI Principles così dispone: "(C) The transaction is ratified, following such disclosure, by disinterested directors who could reasonably have concluded that the transaction was fair to the corporation at the time it was entered into, provided (i) a corporate decisionmaker who is not interested in the transaction acted for the corporation in the transaction and could reasonably have concluded that the transaction was fair to the corporation; (ii) the interested director or senior executive made disclosure to such decisionmaker pursuant to Subsection (a) (1) to the extent he or she then knew the material facts; (iii) the interested director or senior executive did not act unreasonably in failing to seek advance authorization of the transaction by disinterested directors or a disinterested superior; and (iv) the failure to obtain advance authorization of the transaction by disinterested directors or a disinterested superior did not adversely affect the interests of the corporation in a significant way".

dell'operazione conflittuale e la sua ratifica. Secondo i Principles, infatti, la ratifica costituisce un'ipotesi particolare ammissibile soltanto in quei casi in cui non risulta possibile procedere ad un'autorizzazione preventiva dell'operazione.

6. *L'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli shareholder.* – Oltre al superamento del *fairness test* e all'intervento del consiglio di amministrazione gli *statute* degli stati nordamericani prevedono una terza possibilità per curare eventuali conflitti di interessi, ovvero quella di sottoporre al giudizio degli azionisti l'approvazione dell'operazione conflittuale. In relazione a questa terza possibilità sia la § 144 del DGCL che la § 8.63 del RMBCA (1988) prevedono che sia possibile attraverso un voto dell'assemblea degli azionisti rendere inimpugnabile un'operazione compiuta in conflitto di interessi. Anche in questo caso, tuttavia, il testo della § 144(a)(2) del DGCL è più laconico del RMBCA e si limita a prevedere che un'operazione non può essere impugnata se:

“[t]he material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders”.

In sostanza non è indicato espressamente se gli azionisti interessati possano o meno partecipare al voto sull'operazione in conflitto di interessi <sup>(116)</sup>. Anzi, ragionando *a contrario* sul testo della § 144(a)(1) relativa

---

<sup>(116)</sup> Non tutti gli *statute*, tuttavia, sono ambigui su questo punto; la § 310(a)(1) del Cal. Corp. Code, ad esempio, prevede che le azioni degli azionisti interessati non possono partecipare al voto.

all'autorizzazione da parte degli amministratori, si potrebbe addirittura arrivare alla conclusione che, quando gli azionisti sono chiamati a pronunciarsi sull'operazione conflittuale, questi possano liberamente esprimersi su di essa, pur trovandosi in conflitto di interessi: la § 144(a)(1) del DGCL, al contrario di quanto previsto nella § 144(a)(2), esclude, infatti, che rilevi il voto degli amministratori interessati.

In assenza di un chiaro riferimento nel DGCL il compito di determinare l'effettiva portata della § 144(a)(2) del DGCL in relazione a questo problema è stato assunto dalle corti del Delaware che hanno avuto l'occasione di esprimersi sul punto. In particolare la Corte Suprema del Delaware ha affermato in *Flieger* <sup>(117)</sup> che anche gli azionisti che si trovano in conflitto di interessi possono partecipare al voto. Tuttavia, come vedremo meglio in seguito <sup>(118)</sup>, in questi casi l'approvazione da parte degli azionisti non esclude del tutto la possibilità che le corti decidano di applicare comunque come *standard of review* il *fairness test* <sup>(119)</sup>.

Più dettagliata è, invece, la disciplina prevista dalla § 8.63 del RMBCA (1988), che impone agli amministratori interessati il rispetto di numerosi adempimenti e chiarisce alcuni aspetti relativi ai *quorum*

---

<sup>(117)</sup> *Flieger v. Lawrence, cit.*; nello stesso senso si veda anche *Remillard v. Remillard-Dandini Co.*, 241 P.2d 66 (Cal. App. 1952). In realtà, come vedremo nel prossimo paragrafo, non è del tutto chiaro se il principio espresso in quest'ultima decisione possa ancora trovare applicazione nel diritto della California. Al tempo in cui questo caso venne deciso, infatti, la California aveva adottato uno *statute* in materia di conflitto di interesse simile a quello del Delaware; come è stato indicato nella nota precedente nella sua formulazione attuale il Cal. Corp. Code esclude che il voto degli amministratori interessati debba essere considerato ai fini del calcolo della maggioranza richiesta per l'approvazione di un'operazione conflittuale.

<sup>(118)</sup> Cfr. *infra* par. 7.

<sup>(119)</sup> Vedremo in seguito che questo può avvenire per due diverse ragioni: in primo luogo può accadere che, sebbene venga rispettata la § 144 del DGCL, trovi comunque applicazione il *fairness test* come principio di *common law*. In secondo luogo può accadere che l'operazione in conflitto di interessi venga conclusa tra la società stessa e un socio che possiede almeno il 50% delle azioni con diritto di voto, cfr. *infra* par. 7.

richiesti <sup>(120)</sup>. In primo luogo emerge che l'obbligo informativo che grava sugli amministratori interessati è più stringente rispetto a quello a cui sono tenuti gli amministratori che sottopongono al consiglio di amministrazione l'autorizzazione di un'operazione interessata. Innanzitutto è richiesto che gli amministratori interessati diano *notice* agli azionisti dell'esistenza del conflitto di interessi <sup>(121)</sup>; è richiesto, inoltre, che l'amministratore interessato comunichi al segretario dell'assemblea quali azioni della società siano possedute da lui o eventualmente da sue *related person*. È

---

<sup>(120)</sup> Per completezza si riporta qui di seguito il testo integrale della § 8.63: "(a) Shareholders' action respecting a transaction is effective for purposes of section 8.61(b)(2) if a majority of the votes entitled to be cast by the holders of all qualified shares were cast in favor of the transaction after (1) notice to shareholders describing the director's conflicting interest transaction, (2) provision of the information referred to in subsection (d), and (3) required disclosure to the shareholders who voted on the transaction (to the extent the information was not known by them).

(b) For purposes of this section, "qualified shares" means any shares entitled to vote with respect to the director's conflicting interest transaction except shares that, to the knowledge, before the vote, of the secretary (or other officer or agent of the corporation authorized to tabulate votes), are beneficially owned (or the voting of which is controlled) by a director who has a conflicting interest respecting the transaction or by a related person of the director, or both.

(c) A majority of the votes entitled to be cast by the holders of all qualified shares constitutes a quorum for purposes of action that complies with this section. Subject to the provisions of subsections (d) and (e), shareholders' action that otherwise complies with this section is not affected by the presence of holders, or the voting, of shares that are not qualified shares.

(d) For purposes of compliance with subsection (a), a director who has a conflicting interest respecting the transaction shall, before the shareholders' vote, inform the secretary (or other office or agent of the corporation authorized to tabulate votes) of the number, and the identity of persons holding or controlling the vote, of all shares that the director knows are beneficially owned (or the voting of which is controlled) by the director or by a related person of the director, or both.

(e) If a shareholders' vote does not comply with subsection (a) solely because of a failure of a director to comply with subsection (d), and if the director establishes that his failure did not determine and was not intended by him to influence the outcome of the vote, the court may, with or without further proceedings respecting section 8.61(b)(3), take such action respecting the transaction and the director, and give such effect, if any, to the shareholders' vote, as it considers appropriate in the circumstances".

<sup>(121)</sup> Il termine *notice* previsto alla § 8.60 non può essere ricondotto alla definizione di *Notice* prevista alla § 1.41 RMBCA. In pratica è necessario che tutti gli azionisti siano stati informati dell'esistenza di un'operazione in conflitto di interessi.

richiesto, infine, che l'amministratore interessato provveda in assemblea ad informare gli azionisti presenti e chiamati a pronunciarsi sul conflitto di interessi.

Un altro aspetto interessante della § 8.63 del RMBCA è rappresentato dalle modalità di calcolo del *quorum* deliberativo della delibera assembleare che si pronuncia sull'operazione conflittuale. Le azioni di proprietà degli amministratori interessati e delle *related person* non sono calcolate ai fini dell'approvazione della deliberazione. È sufficiente, infatti, che vi sia il voto favorevole di una maggioranza degli azionisti che non si trovano in conflitto. È previsto, infine, che, qualora la deliberazione dell'assemblea sia stata approvata con il voto non determinante di un amministratore interessato o di una sua *related person*, la corte chiamata a pronunciarsi sulla legittimità dell'operazione possa riconoscere comunque la validità del voto espresso in assemblea <sup>(122)</sup>.

In relazione ai rapporti tra la disciplina prevista per il consiglio di amministrazione e quella prevista per l'approvazione assembleare dell'operazione in conflitto di interessi è interessante notare che non vi è completa corrispondenza di requisiti tra gli amministratori e i soci che sono legittimati a esprimersi sul conflitto di interessi. Nel primo caso, infatti, sono soltanto i *qualified director* che possono pronunciarsi, mentre nel secondo è semplicemente richiesto soltanto che i soci non siano gli stessi amministratori interessati o una *related person*.

Esaminando, invece, quanto previsto negli ALI Principles rileviamo che anche in essi è previsto che il voto dell'assemblea degli azionisti può curare il conflitto di interessi in cui versa uno o più componenti del

---

<sup>(122)</sup> Come è stato indicato in precedenza si ricordi, infatti, che il RMBCA non si pone come obiettivo anche quello di regolare quei conflitti di interessi che coinvolgano i soci, cfr. *supra* nota 68.

consiglio di amministrazione. Nello specifico i Principles parlano di un'approvazione o di una ratifica che deve essere effettuata da parte degli azionisti disinteressati. Anche in questo caso, come abbiamo visto in precedenza in relazione all'approvazione da parte di amministratori disinteressati, la nozione di azionista disinteressato è così ampia da abbracciare tutti gli azionisti che non siano *interested* <sup>(123)</sup>. Al riguardo gli ALI Principles prevedono una definizione di azionista interessato meno ampia di quella di amministratore interessato: un azionista, infatti, non potrà dirsi disinteressato soltanto quando egli stesso o un suo *associate* si trovi in conflitto di interessi con la società <sup>(124)</sup>. Un ultimo aspetto interessante della delibera dei soci come strumento di cura del conflitto di interessi è costituito dal fatto che, secondo i Principles, anche quando vi sia stata l'approvazione dell'assemblea, non è escluso, comunque, che l'operazione possa essere impugnata quando sia provato che essa costituisce un *waste of corporate assets*, tema che verrà esaminato più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

7. *Le conseguenze dell'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi da parte degli amministratori e degli azionisti.* – Dopo aver affrontato le due diverse modalità previste negli *statute* per curare *ex ante* il conflitto di interessi, è necessario esaminare il complesso tema delle conseguenze dell'autorizzazione o dell'approvazione di una operazione in

---

<sup>(123)</sup> La definizione di azionista disinteressato può essere trovata nella § 1.16 degli ALI Principles, la quale in sostanza prevede un rinvio alla definizione di azionista interessato alla § 1.23(b).

<sup>(124)</sup> La definizione di azionista interessato contenuta alla § 1.23(b) degli ALI Principles prevede, infatti, che: “[a] shareholder is interested in a transaction or conduct if either the shareholder or, to the shareholder’s knowledge, an associate of the shareholder is a party to the transaction conduct, or the shareholder is also an interested director or officer with respect to the same transaction or conduct”.

conflitto di interessi. Occorre ricordare in primo luogo che, anche qualora si accolga il principio per cui l'autorizzazione preventiva legittimamente deliberata rimuove ogni ombra di conflitto di interessi, in ogni caso potrà comunque trovare applicazione lo *standard of review* della *business judgment rule*. In sostanza una volta esclusa la responsabilità per violazione del divieto di compiere operazioni conflitto di interessi non è detto che l'operazione sia completamente immune da impugnative. Tale considerazione, che ad un primo esame potrebbe sembrare intuitiva, ha, come vedremo, importanti ripercussioni in particolare per quanto riguarda l'approvazione della deliberazione da parte degli azionisti disinteressati.

Un'altra premessa necessaria per lo studio di quali siano le concrete conseguenze dell'approvazione da parte degli amministratori e degli azionisti di un'operazione in conflitto di interessi è l'esame della vecchia versione della § 8.31 del RMBCA del 1984 che, come è stato già rilevato, aveva un contenuto simile alla § 144 del DGCL <sup>(125)</sup>. In realtà la § 8.31 conteneva al suo interno una imprecisione che ancora oggi ha importanti conseguenze nelle applicazioni pratiche della disciplina delle operazioni conflittuali. In effetti uno dei principali problemi interpretativi relativi alla disciplina del conflitto di interessi degli amministratori negli Stati Uniti

---

<sup>(125)</sup> Il RMBCA nella sua versione del 1984 alla § 8.30 prevedeva, infatti, che:  
“(a) A conflict of interest transaction is a transaction with the corporation in which a director of the corporation has a material direct or indirect interest. A conflict of interest transaction is not voidable by the corporation solely because of the director's interest in the transaction if any one of the following is true:

(1) the material facts of the transaction and the director's interest were disclosed or known to the board of directors or a committee of the board of directors and the board of directors or committee authorized, approved, or ratified the transaction;

(2) the material facts of the transaction and the director's interest were disclosed or known to the shareholders entitled to vote and they authorized, approved, or ratified the transaction; or

(3) the transaction was fair to the corporation.”

trova la sua fonte nella mancata indicazione al termine della § 8.31 (a)(1) della congiunzione “or” <sup>(126)</sup>.

Secondo un'interpretazione letterale del RMBCA del 1984, infatti, sembrerebbe che la § 8.31(a)(1) e la § 8.31(a)(2) possano riguardare soltanto quelle operazioni che non sono *fair* nei confronti della società. Procedendo su questa linea di ragionamento, si sarebbe potuti arrivare alla conclusione che sia in primo luogo necessario verificare in linea teorica la *fairness* dell'operazione e soltanto qualora ci si trovi di fronte ad un'operazione *unfair* sia possibile applicare la § 8.31(a)(1) o la § 8.31(a)(2).

Questa imprecisione contenuta nel RMBCA del 1984 tradiva in realtà il contesto storico in cui era maturata la disciplina del conflitto di interessi. In precedenza abbiamo già osservato che alla regola originaria che considerava impugnabili le operazioni in conflitto di interessi compiute dalla società si venne ad aggiungere il correttivo per cui, qualora vi fosse stata l'approvazione del consiglio di amministrazione e contemporaneamente l'operazione fosse stata *fair* nei confronti della società, non sarebbe stato più possibile impugnarla. Anche la formulazione della § 8.31 del RMBCA del 1984 sembra riproporre questa contrapposizione tra la decisione sull'operazione compiuta dai soci e gli amministratori e il controllo di *fairness* sulla stessa.

Tornando ai nostri giorni il problema risulta essere quello della possibilità di applicare il *fairness test* anche quando l'operazione sia stata autorizzata dal consiglio di amministrazione o approvata dai soci. Non sempre, infatti, il rispetto di quanto disposto negli *statute* comporta automaticamente l'applicabilità dello *standard of review* della *business*

---

<sup>(126)</sup> Si noti come proprio questa sia una delle più importanti differenze esistenti tra il testo il DGCL e quello del RMBCA nella sua versione del 1984.

*judgment rule*. Una volta ammesso che la deliberazione del consiglio di amministrazione o degli azionisti può, almeno in determinati casi, non avere alcuna conseguenza sulla salvezza dell'operazione in conflitto di interessi che sarà comunque sottoposta al *fairness test*, ci si deve interrogare, tuttavia, se il rispetto della *procedural fairness* abbia qualche effetto concreto sull'operazione. A questo riguardo, come vedremo tra breve, le corti, che hanno negato la possibilità di applicare la *business judgment rule*, hanno previsto, tuttavia, che vi possa comunque essere un'inversione dell'onere della prova in relazione al *fairness test*. In sostanza qualora gli amministratori non abbiano rispettato la *procedural fairness* graverà su di essi l'onere di provare che l'operazione è *fair* nei confronti della società. Nel caso in cui, invece, gli amministratori abbiano soddisfatto i requisiti procedurali previsti negli *statute* questo onere graverà sugli azionisti che hanno impugnato l'operazione che aveva ottenuto il consenso del consiglio di amministrazione o dell'assemblea.

Prima di esaminare più in dettaglio questi temi è opportuno soffermarci brevemente sull'approccio seguito dal RMBCA del 1988 e dagli ALI Principles relativamente alle conseguenze dell'approvazione da parte dei soci e dell'autorizzazione da parte degli amministratori di operazioni conflittuali.

La § 8.61(b) del RMBCA non ha una formulazione molto diversa rispetto alla precedente versione della § 8.31 del MBCA del 1984. Anche in questa nuova versione, infatti, vi è una contrapposizione tra l'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione o dell'assemblea, da un lato, e il controllo di *fairness* dall'altro. In realtà in questo caso è lo stesso *official comment* del RMBCA <sup>(127)</sup> a chiarire che, qualora venga rispettata la procedura prevista alle § 8.61(b)(1) e §

8.61(b)(2), l'operazione non può più essere attaccata sulla base del conflitto di interessi esistente tra l'amministratore e la società. Esaminando più attentamente l'*official comment* alla § 8.61 emerge, tuttavia, un dato interessante. Sebbene l'operazione non possa più essere impugnata per conflitto di interessi gli amministratori devono comunque rispettare il *duty of care* e il *duty of good faith* <sup>(128)</sup>. Ad ogni modo non sembra possibile riconoscere la possibilità alle corti di sindacare il merito di un'operazione, appellandosi ad una violazione del dovere di agire in *good faith* e applicando uno *standard of review* paragonabile al *fairness test* <sup>(129)</sup>.

Anche la § 5.02(a) degli ALI Principles prevede le tre diverse possibilità per curare il conflitto di interessi con la società che abbiamo già incontrato nell'esame del RMBCA e del DGCL. La formulazione della disciplina relativa alle conseguenze dell'approvazione da parte dell'assemblea o degli amministratori di una operazione conflittuale contenuta negli ALI Principles rileva principalmente per due profili: in primo luogo la formulazione dei Principles non consente quella lettura equivoca che abbiamo incontrato in precedenza analizzando il RMBCA del 1984. Gli ALI Principles al contrario del RMBCA del 1984 non prevedono che l'operazione in conflitto di interessi non possa essere impugnata qualora vi sia stata l'approvazione da parte degli amministratori, dei soci, oppure qualora l'operazione sia *fair* nei confronti della società, ma, al contrario, prevedono che un amministratore soddisfi il proprio *duty of fair dealing* nei confronti della società se, previa *disclosure* del proprio conflitto di interessi secondo le modalità esaminate in

---

<sup>(127)</sup> RMBCA (1988) § 8.61 Official Comment.

<sup>(128)</sup> RMBCA (1988) § 8.61 Official Comment 2.

<sup>(129)</sup> S. BAINBRIDGE, *Corporation*, p. 319 s.

precedenza <sup>(130)</sup>, l'operazione conflittuale venga alternativamente approvata dal consiglio di amministrazione, dai soci, oppure sia *fair* nei confronti della società <sup>(131)</sup>.

La seconda è più interessante scelta operata dagli ALI Principles sul tema delle conseguenze dell'approvazione compiuta dall'assemblea e dal consiglio di amministrazione deve essere individuata nella previsione contenuta nella § 5.02 (a)(2)(D) relativa all'approvazione o alla ratifica dell'operazione da parte degli azionisti. È previsto, infatti, che qualora gli azionisti disinteressati si siano pronunciati nei confronti dell'operazione in conflitto di interessi l'operazione non è immune da un riesame da parte delle corti qualora venga provato che l'operazione comporta un *waste of corporate assets*. Il punto merita di essere affrontato con particolare attenzione. In primo luogo dobbiamo ricordare che, al contrario degli amministratori, gli azionisti non hanno nei confronti della società e degli altri soci gli stessi doveri fiduciari a cui sono sottoposti gli amministratori. Anche se è corretto riconoscere l'esistenza di una particolare manifestazione del *duty of loyalty* degli azionisti nei confronti della società, molto più difficile è riconoscere che in capo ai soci vi sia un obbligo di rispettare il *duty of care*. In particolare manca in capo agli azionisti l'obbligo di agire informati e di predisporre un sistema di controllo interno a cui, invece, sono tenuti gli amministratori, come previsto nel RMBCA <sup>(132)</sup>, negli ALI Principles <sup>(133)</sup> e nella

---

<sup>(130)</sup> Cfr. *supra* par. 3.

<sup>(131)</sup> La § 5.02 degli ALI Principles, dopo aver indicato l'obbligo di *disclosure*, dispone con la formula "and, either" che oltre al rispetto di questo obbligo informativo per curare il conflitto di interessi è necessario che vengano soddisfatti i requisiti indicati in una delle tre differenti alternative previste.

<sup>(132)</sup> Per quanto riguarda il RMBCA (1988) si veda la § 8.31.

<sup>(133)</sup> Negli ALI Principles questi principi vengono sanciti alla § 4.01. Sul punto si veda anche F.GHEZZI, *I «doveri fiduciari»*, *op. cit.*, p. 486 ss.

giurisprudenza delle corti del Delaware (134). Sembra quindi logico concludere che, quando un'operazione è stata autorizzata dagli azionisti, non è possibile applicare uno *standard of review* così permissivo come la *business judgment rule*. Proprio gli ALI Principles sembrano accogliere questa impostazione definendo alla § 1.42 il *waste of corporate assets* come segue:

“[a] transaction constitutes a “waste of corporate assets if it involves an expenditure of corporate funds or a disposition of corporate assets for which no consideration is received in exchange and for which there is no rational business purpose, or, if consideration is received in exchange, the consideration the corporation receives is so inadequate in value that no person of ordinary sound business judgment would deem it worth that which the corporation has paid”.

In sostanza, secondo quanto previsto nei Principles, costituirebbe uno *waste of corporate assets* in primo luogo il compimento di operazioni *ultra vires* ovvero estranee all'oggetto sociale, in secondo luogo sarebbe impugnabile anche un'operazione che non abbia una qualche finalità imprenditoriale o che non sarebbe stata in nessun caso conclusa da una persona diligente. Anche le corti degli stati americani si sono espresse su cosa debba intendersi per *waste of corporate assets* giungendo alla conclusione che una tale ipotesi si verifica quando gli azionisti agiscono in violazione del criterio di diligenza proprio di un soggetto “*of ordinary, sound business judgment*” (135). Concludendo questo breve esame sulla

---

(134) Cfr. *supra* per quanto riguarda le pronunce delle corti del Delaware in relazione al dovere di agire informati si veda *Smith v. Van Gorkom, cit.*; per quanto riguarda invece la creazione di un idoneo sistema di controllo si veda invece *In re Caremark Intern. Inc. Derivative Litigation, cit.*, entrambe esaminate in precedenza, cfr., *supra* cap. 1, par. 2.

(135) Così *Gobrow v. Perot, 539 A.2d 180 (Del. 1988)* e si veda anche *Saxe v. Brady, 184 A.2d 602 (Del. 1962)*. In realtà le circostanze che si devono produrre perché

natura dello *waste of corporate assets* è possibile aggiungere due brevi considerazioni: in primo luogo si deve rilevare che molto probabilmente questo *standard of review* potrà trovare un'applicazione concreta in un numero di casi più limitato rispetto alla *business judgment rule* e all'*entire fairness test*; in secondo luogo che a partire dall'onere delle prova, questo criterio di riesame presenta più elementi in comune con la *business judgment rule* che con l'*entire fairness test* (136).

Esaminando invece l'approccio seguito dalla giurisprudenza in relazione al problema delle conseguenze dell'autorizzazione o dell'approvazione delle delibere aventi ad oggetto operazioni in conflitto di interessi, è necessario osservare che non sempre il rispetto della *procedural fairness* pone l'operazione conflittuale al riparo dallo *standard of review* dell'*entire fairness test*. Questo principio è chiaramente espresso nel noto – e contraddittorio – caso *Marciano* (137). Prima di esaminare questo caso è necessario tuttavia soffermarsi brevemente su alcuni aspetti del caso *Flieger* che abbiamo già incontrato in precedenza (138). In questa decisione la Corte Suprema del Delaware sostenne, infatti, che il rispetto della § 144 del DGCL non avrebbe potuto escludere in via teorica l'applicazione dei principi di *common law* in quanto:

---

sia effettivamente possibile parlare di un *waste of corporate assets* possono verificarsi soltanto molto raramente come ricorda il Chancellor Allen in *Steiner v. Meyerson*, WL 441999 (Del. Ch. 1995): “the waste theory represents a theoretical exception to the statement very rarely encountered in the world of real transactions. There surely are cases of fraud; of unfair self dealing and, much more rarely negligence. But rarest of all—and indeed like *Nessie*, probably not existing—would be the case of disinterested business people making non fraudulent deals (non-negligently) that meet the legal standard of waste!”.

(136) In questo senso si veda F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 345 s., il quale ritiene che lo *waste of corporate assets* costituisca una specie di *business judgment rule* applicabile agli azionisti che non sono sottoposti ai vincoli fiduciari derivanti dal *duty of care*.

(137) *Marciano v. Nakash*, 535 A.2d 400 (Del. 1987).

(138) Cfr. *supra* note 89, 117 e testo corrispondente.

“[i]t merely removes an ‘interested director’ cloud when its terms are met” (139).

La conclusione raggiunta dalla corte era, in sostanza, quella per cui, in concreto, possono trovare contemporanea applicazione sia la § 144 del DGCL che i principi di *common law*. Di conseguenza, seguendo questa linea di ragionamento anche quando vi sia l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti è stato necessario verificare la *fairness* dell'operazione. Il principio così espresso in *Flieger* restò, tuttavia, un semplice *dictum* in quanto caso in questo la corte riconobbe nel merito la *fairness* dell'operazione conclusa.

In *Marciano* la Corte Suprema del Delaware richiamò espressamente i principi precedentemente enunciati in *Flieger*, giungendo almeno in apparenza alle medesime conclusioni. Al termine dell'esposizione delle argomentazioni che avevano condotto la corte ad adottare questa soluzione la corte aggiunse tuttavia in una nota una considerazione completamente incoerente con la ricostruzione teorica seguita in *Flieger*:

“[a]lthough in this case none of the curative steps afforded under section 144 (a) were available ... a non-disclosing director seeking to remove the cloud of interestedness would appear to have the same burden under section 144 (a) (3), as under prior case law, of proving the intrinsic fairness of a questioned transaction which had been approved or ratified by the directors or shareholders. ... On the other hand, approval by fully-informed disinterested directors under section 144 (a) (1), or disinterested shareholders under section 144 (a) (2), permits invocation of the business judgment rule and limits the judicial

---

(139) *Flieger v. Lawrence, cit.*

review to issues of gift or waste with the burden of proof upon the party attacking the transaction” (140).

Almeno tre aspetti di questa nota contenuta in *Marciano* meritano attenzione: in primo luogo si deve rilevare che questa nota contraddice nella sostanza l'approccio seguito in *Flieger* e nello stesso testo di *Marciano*. In secondo luogo è interessante rilevare l'accostamento tra la *business judgment rule* ed il *waste of corporate assets*. Un terzo aspetto interessante riguarda il fatto che la possibilità di applicare la *business judgment rule*, qualora vi sia stata approvazione dell'operazione da parte degli azionisti, dipende dal fatto che questi siano disinteressati, requisito che, come abbiamo visto in precedenza, non è espressamente previsto nel DGCL.

In sostanza in questa decisione della Corte Suprema del Delaware viene chiarito il principio per cui perché un'operazione non sia più sottoposta allo *standard of review* dell'*entire fairness* non soltanto è necessario che venga rispettata la procedura prevista nella § 144(a) del DGCL, ma occorre anche che il rispetto della *procedural fairness* avvenga a determinate condizioni stabilite dalla stessa giurisprudenza.

Non sempre, tuttavia, è possibile evitare l'applicazione all'operazione interessata dello *standard of review* dell'*entire fairness*. Anche in questo caso è l'evoluzione degli orientamenti giurisprudenziali delle corti del Delaware che ci permette di inquadrare più chiaramente tali fattispecie. Nel 1994 la Corte Suprema del Delaware in sede di appello contro una decisione della Chancery Court si dovette pronunciare su un apparente contrasto giurisprudenziale che si era venuto a creare nella giurisprudenza della corte inferiore.

---

(140) *Marciano v. Nakash, cit.*

In *Puma* <sup>(141)</sup> la Chancery Court si trovò a dover determinare quale sarebbe stato lo *standard of review* applicabile ad un'operazione in conflitto di interessi nella quale, tuttavia, erano stati soddisfatti i requisiti procedurali previsti alla § 144 del DGCL. Nello specifico l'operazione sottoposta all'esame della corte riguardava l'acquisto di alcuni immobili appartenenti alla famiglia Marriot da parte della società Marriot e venne approvata dal consiglio di amministrazione. Al tempo in cui l'operazione venne decisa la famiglia Marriot deteneva il 46% delle azioni con diritto di voto nella società. I problemi principali derivanti da questo tipo di operazione risiedono ovviamente nel fatto che, qualora vi sia un'azionista di maggioranza, gli amministratori chiamati a comporre il consiglio vengono nominati dallo stesso soggetto che versa in conflitto di interessi. Ciononostante, la corte decise che anche in questi casi l'autorizzazione dell'operazione in conflitto di interessi da parte del consiglio di amministrazione avrebbe comportato l'applicazione della *business judgment rule*.

Nel 1990 la Chancery Court si trovò ad affrontare nel caso *Citron* <sup>(142)</sup> una situazione paragonabile a quella affrontata in precedenza in *Puma*. La società DuPont era stata per più di quaranta anni azionista di controllo della società Remington. Alla fine degli anni settanta DuPont possedeva circa il 70% delle azioni di Remington ed iniziò ad esaminare la possibilità di acquisire la restante quota del 30% della società procedendo ad *cash out merger*. Consapevole dei problemi relativi alla possibile applicazione dello *standard of review* dell'*entire fairness* DuPont condizionò la conclusione dell'operazione all'approvazione da parte della maggioranza dei soci di minoranza e venne costituito in seno a Remington

---

<sup>(141)</sup> *Puma v. Marriot*, 283 A.2d 693 (Del. Ch. 1971).

<sup>(142)</sup> *Citron v. E.I. DuPont Nemours & Co.*, 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990).

uno *special committee* composto da amministratori indipendenti della società che, secondo il parere della corte, aveva operato in modo efficace. In questo caso, in sostanza, erano state adottate tutte le possibili cautele procedurali per curare un'eventuale conflitto di interessi. Ciononostante la Chancery Court stabilì che, nonostante fossero state rispettate queste cautele, avrebbe comunque trovato applicazione il *fairness test* <sup>(143)</sup>.

Questo apparente contrasto giurisprudenziale venutosi a creare nella Chancery Court venne affrontato e risolto dalla Corte Suprema del Delaware in *Kahn* <sup>(144)</sup>, un altro caso relativo a un *cash out merger* che vedeva protagonista un socio di maggioranza. La corte in questa decisione accolse l'impostazione proposta in *Citron* riconoscendo il principio per cui il rispetto delle norme procedurali può comportare al massimo l'inversione dell'onere della prova in relazione alla *fairness* dell'operazione e non l'applicazione della *business judgment rule*.

Non deve trarre in inganno il fatto che sia *Kahn* che *Citron* avessero ad oggetto operazioni di *cash out merger*. Sicuramente queste operazioni presentano dei problemi particolari di tutela delle minoranza e per questa ragione richiedono anche che *a posteriori* possa essere applicato ad esse uno *standard of review* più rigoroso rispetto alla *business judgment rule* <sup>(145)</sup>. Tuttavia, il principio che emerge nella giurisprudenza del Delaware, ovvero quello per cui vi è l'inversione dell'onere della prova quando

---

<sup>(143)</sup> In realtà la Chancery Court applicò a questo caso l'orientamento giurisprudenziale ormai abbastanza consolidato relativo alle operazioni di *cash out merger* nei casi *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983); *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d (Del. 1985); cfr. *infra* cap. 3, par. 5.

<sup>(144)</sup> *Kahn v. Lynch Communication System, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

<sup>(145)</sup> Cfr. *infra* cap. 3, par. 5.

l'operazione è conclusa tra la società e l'azionista che controlla la società, sembra avere una portata generale <sup>(146)</sup>.

Così impostato il problema diventa allora quello di determinare chi possa essere considerato azionista di controllo ai fini dell'applicazione del diverso *standard of review* dell'*entire fairness*. A questo riguardo, come abbiamo visto nel sopramenzionato caso *Puma*, sembra che le corti del Delaware adottino in alcune decisioni un approccio piuttosto formale al problema escludendo che il principio della semplice inversione dell'onere della prova possa essere applicato ad azionisti che non posseggono almeno il 50% delle azioni con diritto di voto nella società <sup>(147)</sup>.

Riassumendo le conclusioni raggiunte fino a questo momento in relazione alle conseguenze dell'approvazione di un'operazione in conflitto di interessi da parte degli amministratori o da parte degli azionisti possiamo richiamare, ancora una volta, la giurisprudenza del Delaware che ha avuto anche l'occasione di ricostruire in modo sistematico il problema. In *Lewis* <sup>(148)</sup>, infatti, il *Chancellor* Allen descrive brevemente quali sono gli *standard of review* applicabili dalle corti e quali siano le conseguenze sull'onere della prova dell'intervento del consiglio di amministrazione o

---

<sup>(146)</sup> Il principio è espresso in *Cooke v. Oolie*, WL 710199 (Del. Ch. 2000) nel quale si afferma che "[h]ad *Oolie and Salkind* [vale a dire i due amministratori in conflitto] been majority shareholders with voting control ... satisfying the requirements of the safe harbor provision would have merely shifted the burden of proving entire fairness to the plaintiffs". Questo caso in realtà risulta essere di grande interesse perché in un primo momento la corte si era pronunciata per la semplice inversione dell'onere della prova in quanto aveva ritenuto non correttamente che gli amministratori e azionisti interessati avessero anche il controllo della società, così *Cooke v. Oolie*, WL 367034 (Del. Ch. 1997). Nella pronuncia del 2000 sopraindicata la Chancery Court riconobbe di essere caduta in errore e che nella fattispecie sarebbe stato corretto applicare la *business judgment rule*.

<sup>(147)</sup> In *Kahn*, tuttavia, la Corte Suprema del Delaware stabilì che vi era controllo anche qualora fossero state possedute soltanto il 43,5% delle azioni con diritto di voto.

<sup>(148)</sup> *Lewis v. Vogelstein*, 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997).

dell'assemblea degli azionisti: (1) secondo un primo orientamento l'operazione, dopo il vaglio di uno di questi due organi sociali, non può più essere impugnata per qualunque violazione di doveri fiduciari <sup>(149)</sup>; (2) seguendo un diverso orientamento l'approvazione o l'autorizzazione da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti ha come unico effetto la semplice inversione dell'onere della prova in relazione al test di *entire fairness* dell'operazione conflittuale <sup>(150)</sup>; (3) una terza possibilità prevede che vi sia l'inversione dell'onere della prova e che trovi applicazione lo *standard of review* dello *waste of corporate assets* <sup>(151)</sup>; infine, l'ultimo scenario prospettato dal Chancellor Allen riguarda unicamente l'ipotesi in cui vi sia stata l'approvazione da parte dell'assemblea; in questi casi sarebbe possibile arrivare anche alla conclusione che debba comunque trovare applicazione il *fairness test* e che l'onere della prova debba continuare a gravare sugli amministratori <sup>(152)</sup>.

La determinazione di quale sia in concreto la conseguenza del rispetto della *procedural fairness* dipende da un diverso numero di fattori:

---

<sup>(149)</sup> Cfr. Lewis v. Vogelstein, *cit.*: "effect one: effective ratification eliminates any claim for breach of duty of care but only breach of care"; tale principio sarebbe stato adottato nei casi *In re Wheelabrator Technologies, Inc., Shareholders Litigation*, 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995); *Michelson v. Duncan*, 408 A.2d 211 (Del. 1979).

<sup>(150)</sup> Cfr. Lewis v. Vogelstein, *cit.*: "effective ratification shifts the burden of fairness to plaintiff".

<sup>(151)</sup> Cfr. Lewis v. Vogelstein, *cit.*: "effective ratification of director interested transaction triggers waste standard". Si noti che in relazione allo *waste of corporate assets* il Chancellor Chandler si riferisce all'intervento del consiglio di amministrazione e non a quello dell'assemblea. Si ricordi anche, tuttavia, che è difficile distinguere nella giurisprudenza delle corti del Delaware tra lo *standard of review* dello *waste of corporate assets* e quello della *business judgment rule*; cfr. *supra* nota 136 e testo corrispondente.

<sup>(152)</sup> Cfr. Lewis v. Vogelstein, *cit.*: "[f]ourth, one might conclude (perhaps because of great respect for the collective action disabilities that attend shareholder action in public corporations) that shareholder ratification offers no assurance of assent of a character that deserves judicial recognition". In realtà, per quanto concerne questa ultima soluzione, lo stesso Chancellor Allen afferma, tuttavia, che non esiste una pronuncia in cui si sia giunti a tale conclusione.

in primo luogo abbiamo visto che, almeno per quanto riguarda il diritto del Delaware, non vi è una netta distinzione tra la *business judgment rule* e il *waste of corporate assets* <sup>(153)</sup>. Abbiamo visto, inoltre, che vi sarà una semplice inversione dell'onere della prova quando l'operazione in conflitto di interessi viene conclusa tra la società e un azionista che detiene almeno il 50% delle azioni con diritto di voto della società. Infine, il rispetto della *procedural fairness* prevista negli *statute* non consente in ogni caso la salvezza dell'operazione interessata. È stato rilevato, infatti, che, secondo i principi espressi in *Marciano*, le corti possono optare anche per l'applicazione del *fairness test* come principio di *common law*: se, da un lato, l'approvazione e l'autorizzazione da parte degli organi sociali impedisce l'applicazione del *fairness test* come principio di diritto positivo, dall'altro, nulla impedisce di richiamare il principio *fairness* di *common law* su cui si basava prima degli anni '30 la salvezza delle operazioni in conflitto di interessi. L'applicazione della *fairness* di *common law*, tuttavia, non sarà frequente; tale principio, più che altro, costituisce infatti un correttivo giurisprudenziale ai difetti di formulazione degli *statute*, come, ad esempio, la mancata previsione della mancanza di legittimazione degli azionisti interessati in relazione alle deliberazioni in cui si debba decidere su un'operazione conflittuale.

8. *Le corporate opportunity*. – A seguito della riforma del diritto societario l'ultimo comma dell'art. 2393 c.c. disciplina per la prima nel nostro ordinamento i problemi relativi all'appropriazione da parte degli amministratori di notizie e di opportunità di affari apprese nel esercizio dell'incarico. Al contrario, nel diritto degli Stati Uniti d'America, lo studio

---

<sup>(153)</sup> Distinzione che, invece, assume una propria dignità e autonomia all'interno degli ALI Principles.

dei problemi relativi alle *corporate opportunity* ha ormai raggiunto un notevole livello di approfondimento. L'approfondimento dei problemi connessi alle *corporate opportunity*, inoltre, è fondamentale per comprendere il ruolo dei doveri fiduciari degli amministratori negli Stati Uniti d'America in quanto l'appropriazione da parte degli amministratori di una *corporate opportunity* viene considerata nel diritto degli Stati Uniti d'America come una delle più importanti espressioni di violazione del *duty of loyalty*.

La *corporate opportunity doctrine* trova il proprio fondamento nei principi di *common law* e alcune delle ricostruzioni più classiche del *duty of loyalty* furono elaborate dalle corti nordamericane proprio in relazione a casi in cui oggetto della controversia era l'appropriazione di un'opportunità di affari da parte di un amministratore della società. Nel famoso caso *Meinhard* (154), che costituisce uno pilastri su cui si fonda storicamente la ricostruzione del *duty of loyalty*, Cardozo venne chiamato a esprimersi sulla legittimità dell'appropriazione di un'opportunità d'affari da parte di Salmon il quale aveva stipulato una *joint-venture* con Meinhard. La *joint-venture* aveva come suo oggetto la ristrutturazione di un immobile di proprietà di terzi e la successiva concessione in *lease* dell'immobile ristrutturato per la durata di venti anni. L'amministrazione della *joint-venture* era stata affidata a Salmon il quale, per questa ragione, al termine del periodo di venti anni venne a conoscenza del fatto che i proprietari dell'immobile erano intenzionati ad abbattere l'edificio e a costruirne uno nuovo che sarebbe stato concesso in *lease* per una durata di tempo ancora più lunga rispetto a quella originaria. Appresa la notizia relativa a questa opportunità d'affari Salmon decise di non comunicare nulla a Meinhard, il quale, quando venne a conoscenza di quanto era

avvenuto, decise di convenire in giudizio Salmon invocando una violazione del *duty of loyalty*.

Cardozo, chiamato a pronunciarsi sul caso, adottò la famosa formula richiamata in precedenza del *duty of loyalty* come dovere fiduciario che trascende la semplice onestà fino a costituire un “punctilio of honor the most sensitive”. Così concepito il criterio discriminante per determinare il rispetto o meno della *corporate opportunity doctrine* restava, tuttavia, indeterminato e rimesso di fatto a valutazioni *ex post* svolte dalle corti in relazione ai singoli casi concreti (155). In realtà anche in *Meinhard* Cardozo iniziò a delimitare in qualche modo il campo di applicazione della *corporate opportunity doctrine*:

“a different question would be here if there were lacking any nexus of relation between the business conducted by the management and the opportunity brought to him as an incident of the management” (156).

In conclusione, sebbene la classica ricostruzione di Cardozo risulti essere indeterminata, in essa è possibile riscontrare almeno una delle caratteristiche fondamentali dell'elaborazione attuale della *corporate opportunity doctrine*: non ogni opportunità che si presenta agli amministratori deve essere offerta alla società, bensì soltanto quelle che vengono sottoposte agli amministratori in virtù del loro incarico.

Anche in Delaware la *corporate opportunity doctrine* prevalentemente è stata oggetto di elaborazione da parte della

---

(154) *Mehinard v. Salmon, cit.*

(155) S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 322, il quale afferma che i principi richiamati da Cardozo per risolvere il caso restano “wonderfully vague”.

(156) *Mehinard v. Salmon, cit.*

giurisprudenza. In *Guth* <sup>(157)</sup> la Corte Suprema del Delaware si trovò a dover decidere su un tipico caso di *business opportunity*: Loft, di cui Guth era presidente del consiglio di amministrazione, era una società la cui attività comprendeva la produzione e la distribuzione di dolci e bevande tra le quali era compresa anche Coca-Cola. Nel corso della sua attività di presidente del consiglio di amministrazione Guth venne contattato da un terzo, Megargel, che lo informò della possibilità di acquistare il marchio e la formula per produrre una bibita, la Pepsi Cola. Guth decise allora di costituire una nuova società con Magargel per produrre la bevanda. Loft decise quindi di agire contro Guth per appropriazione illecita di una opportunità d'affari ad essa spettante di cui Guth era venuto a conoscenza unicamente nella sua veste di presidente del consiglio di amministrazione di Loft <sup>(158)</sup>.

In questa pronuncia la Corte Suprema del Delaware presentò tre diversi possibili test per determinare se, in effetti vi fosse stata o meno appropriazione illecita di un'opportunità d'affari da parte di Guth. Questi tre diversi criteri adottati dalla corte rappresentano anche i tre criteri al tempo esistenti in *common law* per identificare le violazioni della *business opportunity doctrine* <sup>(159)</sup>.

In primo luogo, un criterio utilizzato dalla corte per determinare l'esistenza di una violazione della *business opportunity doctrine* era il cosiddetto *line of business test*, in base al quale l'amministratore avrebbe

---

<sup>(157)</sup> *Guth v. Loft, Inc., cit.*

<sup>(158)</sup> Nell'attuale formulazione del DGCL alla § 122(17) è previsto che una società possa nel proprio statuto sociale prevedere una rinuncia a determinate categorie di *business opportunity*. Questa previsione rappresenta l'accoglimento legislativo di una prassi abbastanza comune nella pratica societaria degli Stati Uniti, la cui validità tuttavia era discussa, seguita da Coca-Cola nei propri contratti di distribuzione, i quali un tempo prevedevano una rinuncia da parte della società distributrice ad occasioni d'affari che fossero potute essere di qualche interesse per Coca-Cola.

<sup>(159)</sup> S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 324.

dovuto offrire alla società ogni opportunità di affari che ad egli fosse stata presentata se questa avesse avuto ad oggetto un'attività che si trovava nella *line of business* della società. Per *line of business* si deve intendere non soltanto l'attività svolta in concreto dalla società, ma anche i potenziali ambiti di sviluppo dell'attività imprenditoriale. In *Guth Loft* non produceva bibite, ma si limitava semplicemente a distribuirle. Ciononostante la corte Suprema del Delaware riconobbe che la produzione di Pepsi Cola poteva rientrare, almeno astrattamente, nell'ambito dei potenziali sviluppi dell'attività di Loft e quindi concluse che tale attività si trovava nella *line of business* della società <sup>(160)</sup>.

Un secondo criterio utilizzato dalla Corte Suprema del Delaware era quello di tracciare una distinzione a seconda del fatto che l'opportunità d'affari fosse stata offerta o meno a Guth nella sua qualità di amministratore di Loft. In sostanza, secondo questo secondo approccio seguito dalla corte, sarebbe stato necessario determinare se Magargel avesse contattato Guth in quanto amministratore di Loft, oppure se egli si fosse rivolto a lui personalmente.

Il terzo e ultimo criterio individuato dalla Corte Suprema del Delaware per determinare se effettivamente vi fosse stata una violazione della *corporate opportunity doctrine* era quello di determinare se la società avesse un *interest* o una *expectancy* in relazione alla *corporate opportunity*. Se si adotta questo criterio ciò che rileva, in pratica, è la presenza di un preesistente interessamento della società nei confronti della

---

<sup>(160)</sup> Come nota F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 364, il limite principale di questa linea di ragionamento è rappresentato dal fatto che ogni attività imprenditoriale può astrattamente costituire un possibile ambito di espansione della società, con la conseguenza che gli amministratori sarebbero tenuti in ogni caso ad offrire alla società le opportunità di affari che ad essi si presentano. Un altro limite del *line of business test* è rappresentato dal fatto che esso deve essere coordinato con il principio in base al quale una *corporate opportunity*, per essere considerata tale, deve poter essere astrattamente ricompresa nel ambito di attività della società, profilo che affronteremo tra breve.

opportunità d'affari. Tale interessamento, in concreto, si può manifestare sotto diverse forme: può consistere, ad esempio, nello svolgimento di trattative tra la società e il soggetto che presenta l'opportunità d'affari; un'altra ipotesi può verificarsi quando la società è già titolare di un diritto relativo al successivo concretizzarsi dell'opportunità d'affari <sup>(161)</sup>.

L'approccio seguito dalla Corte Suprema del Delaware in *Guth* in realtà non è l'unico che sia stato adottato dalla giurisprudenza nordamericana. In alcuni casi, infatti, le corti non hanno seguito un'impostazione fondata su uno dei tre test che abbiamo appena esaminato e hanno ritenuto che il test corretto da adottare per valutare se si possa parlare di una violazione della *corporate opportunity doctrine* sia invece un *fairness test* avente ad oggetto il comportamento degli amministratori <sup>(162)</sup>. Questa diversa impostazione, tuttavia, non offre criteri interpretativi più solidi di quelli esaminati in precedenza per determinare la legittimità dell'appropriazione da parte di un amministratore di una *corporate opportunity* e nella sostanza si rifà ai principi esaminati in precedenza in *Guth*.

Un altro orientamento giurisprudenziale può essere poi individuato in quella linea di casi che si rifanno al caso *Miller* <sup>(163)</sup> e che prevedono come criterio di riesame per determinare se vi sia stata o meno appropriazione di una opportunità d'affari un test articolato in due diversi momenti. Il cosiddetto *Miller two-step test*, che in buona parte trae ispirazione dal *fairness test* e dai principi enunciati in *Guth*, richiede in primo luogo che venga determinato se l'opportunità d'affari si trova effettivamente nella *line of business* della società. In questa prima fase

---

<sup>(161)</sup> F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 365.

<sup>(162)</sup> Si veda ad esempio *Durfee v. Durfee & Canning, Inc.*, 80 N.E.2d 522 (Mass. 1948).

dell'indagine da parte della corte l'onere della prova grava sull'attore e non sull'amministratore. Soltanto qualora venga riconosciuta l'appartenenza della opportunità d'affari alla *line of business* della società si può procedere allora al secondo *step* del *Miller test*. In questa seconda fase il riconoscimento del fatto che l'opportunità d'affari spetta effettivamente alla società comporta un'inversione dell'onere della prova in capo all'amministratore che dovrà dimostrare la *fairness* del comportamento da egli tenuto. Da un punto di vista applicativo anche questo approccio, tuttavia, si è dimostrato insoddisfacente e, di fatto, non in grado di aiutare l'interprete a risolvere il problema della indeterminatezza dei criteri utilizzati dalle corti per accertare se vi sia o meno un'appropriazione di un'opportunità d'affari (164).

In questo contesto di incertezza che sembra dominare nell'interpretazione giurisprudenziale della *corporate opportunity doctrine*, sono intervenuti, nel tentativo di portare chiarezza, anche gli ALI Principles. Alla § 5.05 dei Principles troviamo una definizione di che tipo di opportunità d'affari possa essere considerata una *business opportunity*: alla lettera (b)(1) di questa *section* è previsto, infatti, che un'opportunità d'affari appartiene alla società se l'amministratore o un *senior executive* della società è venuto a conoscenza di essa in connessione allo

---

(163) *Miller v. Miller*, 222 N.W.2d 71 (Minn. 1974).

(164) In questo senso si vedano, ad esempio, le critiche avanzate dalla Corte Suprema del Maine nel caso *Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris*, 661 A.2d 1146 (Me. 1995), la quale ricorda come la Corte Suprema del Minnesota avesse inteso adottare un criterio distintivo in grado di migliorare la situazione di incertezza in cui versava la giurisprudenza. Secondo i giudici del Maine tale obiettivo sarebbe stato mancato ed il test adottato in *Miller*: "merely piles the uncertainty and vagueness of the fairness test on top of the weaknesses of the line of business test". Tale critica è condivisa anche da V. BRUDNEY - R. CLARK, *A New Look at Corporate Opportunities*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 94, 1981, p. 997 ss., per i quali "[t]he new methodology adds only new layer of confusion to an already murky area of law without forwarding the analysis in any significant fashion".

svolgimento delle proprie funzioni o in circostanze che ragionevolmente possano far ritenere che l'opportunità fosse stata offerta alla società. Allo stesso modo vengono considerate spettanti alla società le opportunità d'affari di cui gli amministratori o i dirigenti della società siano venuti a conoscenza attraverso l'uso di informazioni o di beni di proprietà della società. La § 5.05(b)(2) dei Principles prevede, infine, una terza ipotesi di opportunità d'affari che spetta alla società. Qualora, infatti, un *senior executive* – e si badi bene non un amministratore – venga a conoscenza di un'opportunità che sia strettamente correlata ad un'attività imprenditoriale esercitata dalla società si ricadrà ancora una volta nel campo di applicazione della *business opportunity doctrine*.

In sostanza gli ALI Principles, pur ispirandosi ancora ampiamente ai diversi approcci seguiti dalle corti, tentano di tracciare una distinzione abbastanza chiara tra le opportunità d'affari acquisite in virtù della carica ricoperta nella società e in virtù di beni o informazioni sociali, da un lato, e le opportunità che siano attinenti all'attività imprenditoriale svolta dalla società. Soltanto nel primo caso, infatti, sono ricomprese nell'ambito di applicazione di questa disciplina anche le opportunità d'affari offerte agli amministratori che non siano anche *senior executive*.

Una volta determinato quali siano le opportunità di affari spettanti alla società i Principles richiedono che gli amministratori e i *senior executive*, previa *disclosure* del conflitto di interessi, offrano tali opportunità alla società alla quale verrà data la possibilità di rinunciare ad esse. Per potersi dire validamente effettuata la rinuncia da parte della società dovrà rispettare criteri simili a quelli che abbiamo esaminato in precedenza in relazione all'approvazione delle operazioni in conflitto di interessi: la rinuncia dovrà quindi soddisfare alternativamente il *fairness test*, essere decisa da amministratori disinteressati, oppure essere deliberata

dagli azionisti della società; in questi ultimi due casi la rinuncia da parte del consiglio di amministrazione sarà comunque sottoposta allo *standard of review* della *business judgment rule*, mentre la rinuncia effettuata dagli azionisti sarà sottoposta allo *standard of review* dello *waste of corporate assets*. Nel primo caso l'onere della prova graverà sugli amministratori negli altri due, invece, l'onere della prova graverà su chi agisce contro gli amministratori (165). È necessario ricordare, inoltre, che vi è una sostanziale differenza tra il *fairness test* applicato come principio di *common law* per determinare se vi sia stata in concreto una violazione della *corporate opportunity doctrine* e il *fairness test* adottato per sindacare la decisione del consiglio di amministrazione di rinunciare all'opportunità d'affari. Nel primo caso, infatti, è necessario valutare la globalità della situazione in cui si è venuta a creare l'opportunità d'affari nonché il contegno tenuto dall'amministratore; nel secondo, invece, è necessario soltanto esaminare la convenienza o meno della rinuncia da parte della società. In effetti, il *fairness test* previsto dagli ALI Principles più che un criterio per determinare se si sia in presenza di una *business opportunity* costituisce una difesa che può essere invocata

---

(165) Alcuni aspetti della disciplina tracciata dagli ALI Principles meritano qualche ulteriore chiarimento: in particolare occorre sottolineare che, mentre gli azionisti possono autorizzare o ratificare la rinuncia all'opportunità d'affari, gli amministratori possono pronunciarsi esclusivamente *ex ante* sulla autorizzazione, essendo esclusa la possibilità di un loro intervento successivo all'appropriazione della *business opportunity*. Un altro corollario che è possibile ricavare da quanto indicato nel testo è che il semplice fatto di non aver offerto l'opportunità d'affari alla società non comporta necessariamente una violazione del *duty of loyalty*. La § 5.05(e) degli ALI Principles prevede infatti che, qualora l'opportunità non sia stata offerta da un amministratore o da un *senior executive* sulla base della sua convinzione che l'opportunità non è ricompresa tra quelle relative all'attività imprenditoriale esercitata dalla società, è comunque possibile sanare questa violazione del dovere fiduciario provvedendo ad una ratifica dell'operazione ai sensi della § 5.05(a)(1). Secondo alcuni autori, considerata la formulazione della § 5.05(a)(1), sarà possibile sanare l'appropriazione dell'opportunità di affari soltanto con il voto degli azionisti disinteressati cfr. S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 332.

dall'amministratore per giustificare l'appropriazione dell'opportunità d'affari <sup>(166)</sup>.

La giurisprudenza più moderna si orienta sempre più verso la direzione tracciata negli ALI Principles. Infatti, già prima che fosse redatta una versione definitiva dei Principles, la Corte Suprema dell'Oregon adottò in *Klinicki* <sup>(167)</sup> l'approccio proposto in queste norme di *best practice* per risolvere i problemi legati alle *business opportunity*. Il definitivo accoglimento della disciplina delle opportunità d'affari prevista nei Principles venne infine sancito dalla Corte Suprema del Maine in *Northeast Harbor Golf Club* <sup>(168)</sup> che richiamò espressamente facendo proprio quanto disposto nella versione definitiva degli ALI Principles alla § 5.05.

L'impostazione degli ALI Principles sembra inoltre aver influenzato almeno indirettamente anche l'impostazione seguita dalle corti del Delaware. La più recente giurisprudenza di questo stato ha assunto, infatti, un atteggiamento che potrebbe apparire poco coerente con l'impostazione seguita in *Guth* caso che ancora oggi rappresenta uno dei più importanti precedenti di questo ordinamento per determinare se sia possibile o meno parlare di appropriazione di un'opportunità di affari da parte di un amministratore. In *Broz* <sup>(169)</sup> la Corte Suprema del Delaware si trovò ad affrontare il caso di un amministratore, Broz che sedeva in qualità di amministratore non esecutivo nel consiglio di amministrazione di Cellular Information Systems (CIS), una società di telefonia mobile che, al tempo in cui verificò la fattispecie oggetto di contenzioso, si trovava in difficoltà

---

<sup>(166)</sup> Cfr. F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 376.

<sup>(167)</sup> *Klinicki v. Lundgren*, 695 P.2d 906 (Or. 1985).

<sup>(168)</sup> *Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris, cit.*

<sup>(169)</sup> *Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*, 673 A.2d 148 (Del. 1996).

finanziare. Oltre all'incarico in CIS Broz era anche presidente del consiglio di amministrazione e unico azionista di RFB Cellular, Inc. (RFBC) società anch'essa operante nel settore della telefonia mobile. Nell'aprile del 1994 venne presentata a Broz un'opportunità di affari che avrebbe potuto interessare sia CIS che RFBC e che aveva ad oggetto l'acquisto di una licenza per l'esercizio dell'attività di telefonia mobile in un'area del Michigan. In particolare emerge dall'esposizione dei fatti che Broz non venne contattato nella sua qualità di amministratore di CIS, ma, piuttosto, nella sua qualità di presidente del consiglio di amministrazione di RFBC. La controparte che si rivolse a Broz, infatti, considerata la precaria situazione finanziaria in cui versava CIS, non riteneva che questa società potesse essere un valido candidato per la conclusione dell'affare. Dopo aver discusso la questione con altri componenti del consiglio di amministrazione di CIS che si erano dichiarati non interessati all'opportunità d'affari, ma senza aver ottenuto una pronuncia formale del consiglio di amministrazione al riguardo, Broz si appropriò dell'opportunità d'affari. Dopo pochi giorni CIS venne acquisita da una terza società, PriCellular, che decide di agire contro Broz per violazione della *corporate opportunity doctrine*.

La corte in questo caso, pur richiamando ancora una volta i principi indicati in *Guth*, escluse che Broz potesse essere considerato responsabile di essersi appropriato di una *business opportunity* spettante a CIS. La corte fondò la propria decisione sulla impossibilità finanziaria di CIS di trarre utilità dalla opportunità d'affari e sulla sostanziale correttezza del comportamento tenuto da Broz. Vedremo tra breve che il primo di questi argomenti costituisce un'efficace difesa contro le azioni tese a far valere l'usurpazione di una *corporate opportunity*. Per il momento è interessante notare che l'approccio seguito in Broz è coerente anche con

l'impostazione proposta dagli ALI Principles: Broz, infatti, ai fini dell'applicazione della § 5.05 non sarebbe potuto essere considerato un *senior executive*, per cui ad egli non sarebbe stata applicabile la lettera (b)(2) di questa sezione. D'altro canto, il comportamento tenuto da Broz non sarebbe potuto ricadere nemmeno nel campo di applicazione della lettera (b)(1) della § 5.05 dei Principles, in quanto per ottenere l'opportunità d'affari non erano stati utilizzati beni o informazioni di CIS, né Broz era stato avvicinato in quanto componente del consiglio di amministrazione di CIS.

Dopo aver esaminato in quali casi è possibile parlare di *corporate opportunity*, occorre anche verificare se, in presenza di un'appropriazione da parte di un amministratore di una opportunità d'affari della società, si debba necessariamente concludere che un tale comportamento conduca inevitabilmente ad una violazione del *duty of loyalty*. In realtà alcune di queste ipotesi di esclusione di responsabilità sono state già richiamate in precedenza quando sono stati esaminati gli ALI Principles e il caso *Broz*. In tali situazioni esiste una vera e propria difesa che può essere invocata dagli amministratori contro la società ed è possibile che un'opportunità d'affari che in linea di principio dovrebbe spettare alla società possa essere sfruttata dagli amministratori senza che una tale condotta possa comportare una violazione della *business opportunity doctrine*. Tra le principali di queste ipotesi è possibile menzionare i seguenti casi: (1) quando vi sia stata una rinuncia da parte della società all'opportunità d'affari; (2) quando la società non sia in grado di sfruttare l'opportunità d'affari; (3) quando l'opportunità d'affari esuli dall'oggetto sociale della società e, infine, (4) quando la controparte con cui deve essere concluso l'affare oggetto dell'opportunità si rifiuti di contrarre con la società.

La prima ipotesi è già stata esaminata in precedenza quando è stato analizzato l'approccio seguito dagli ALI Principles al problema delle *corporate opportunity*. Occorre ricordare soltanto che l'approccio dei Principles ha molto in comune, pur distinguendosi per alcuni rilevanti effetti, con il *fairness test* previsto per l'approvazione delle deliberazioni in conflitto di interessi. È importante rilevare che, almeno da un punto di vista teorico, la rinuncia ad un'opportunità d'affari non rappresenta una operazione in conflitto di interessi in senso stretto in quanto oggetto della deliberazione del consiglio di amministrazione non è tanto la concessione all'amministratore di potersi appropriare dell'opportunità d'affari, quanto la semplice rinuncia all'opportunità. In sostanza in questa fase la possibilità che vi sia un conflitto di interessi è ancora remota. Di conseguenza non sembra che possa essere estesa acriticamente alla rinuncia ad una *corporate opportunity* l'intera disciplina prevista per le operazioni interessate (170). Sotto questo profilo l'impostazione dei Principles che, anche se soltanto in parte, disciplina in modo simile le operazioni in conflitto di interessi e l'appropriazione di opportunità d'affari costituisce un importante contributo alla ricostruzione teorica di questo istituto.

Una seconda possibile difesa che può essere invocata dagli amministratori per evitare di incorrere nella responsabilità derivante da una violazione della *business opportunity doctrine* consiste nel provare l'impossibilità finanziaria o tecnica per la società di approfittare dell'opportunità d'affari. Un esempio di questa tendenza giurisprudenziale è già stato esaminato in precedenza quando è stato affrontato il caso *Broz*

---

(170) Cfr. F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 375 s.

(171). In questa decisione, tuttavia, la semplice impossibilità finanziaria della società di sfruttare l'opportunità d'affari non aveva comportato di per sé l'esclusione della responsabilità dell'amministratore. In altre pronunce, invece, la conclusione raggiunta dalla corte è stata proprio questa (172). Vi sono poi altre decisioni che assumono un orientamento esattamente contrario a quello appena esposto; in esse viene affermato, infatti, che in nessun caso l'impossibilità finanziaria di una società di sfruttare un'opportunità d'affari può giustificare l'appropriazione dell'opportunità da parte di un amministratore (173).

Il problema principale di questa linea di difesa consiste nel fatto che è estremamente difficile giustificare il comportamento di un amministratore che, da un lato, adduce l'impossibilità per la società di sfruttare l'opportunità d'affari e, dall'altro, riesce a trovare il tempo, il denaro e le competenze per sfruttarla in proprio. L'attività di finanziamento dell'impresa sociale, per esempio, non è una variabile indipendente rispetto al comportamento dell'amministratore, il quale potrebbe essere portato a non fare tutto quanto in suo potere per sfruttare l'opportunità d'affari a vantaggio della società. In sostanza se è vero che l'amministratore deve sempre anteporre l'interesse della società al proprio appare molto sospetto che si verifichi un caso concreto in cui alla fine è

---

(171) *Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*, *cit.*; in modo simile si veda anche *Klinicki v. Lundgren*, *cit.*, caso in cui la corte applica la disciplina prevista negli ALI Principles.

(172) In *Miller v. Miller*, *cit.*, ad esempio, viene affermato che un'opportunità d'affari spetta alla società soltanto quando questa sia nella condizione di sfruttarla.

(173) In questo senso si veda ad esempio *Irving Trust Co. v. Deutsch*, 73 F.2d 121 (2d Cir. 1934).

proprio l'interesse dell'amministratore a prevalere rispetto a quello della società (174).

Per concludere sul punto, non sembra possibile ritenere che una semplice difficoltà finanziaria della società sia in grado da sola di giustificare l'appropriazione di una *corporate opportunity* da parte dell'amministratore, d'altro canto non è neppure possibile escludere che in alcune ipotesi particolari la società si trovi effettivamente nella impossibilità di avvantaggiarsi dell'opportunità (175).

Una terza ipotesi, in cui non è possibile parlare di appropriazione di un'opportunità d'affari della società si verifica quando l'attività in cui si sostanzierebbe la *corporate opportunity* esula dall'oggetto sociale della società. Come è stato già rilevato questa regola deve essere tenuta distinta da quella per cui un'opportunità d'affari può essere considerata della società soltanto qualora essa sia pertinente ad un'attività facente parte della *line of business* dell'ente. In pratica l'insieme delle attività che costituiscono la *line of business* di una società risulta essere più circoscritto di quello delle attività che non sono *ultra vires*.

In realtà, considerata anche la difficoltà di trovare in concreto attività economiche che non possano avere alcuna attinenza con l'oggetto sociale di una società, il principale campo di applicazione di questa difesa sarà

---

(174) Il problema, quindi, diviene quello dell'allineamento degli incentivi dell'amministratore come individuo con quelli della società. Se un amministratore trae un vantaggio da un'opportunità d'affari della società sostenendo l'impossibilità dell'ente di sfruttare tale opportunità, vi è più che un sospetto di violazione del *duty of loyalty*; cfr. F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 380; S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 333 s.

(175) Tale ipotesi si potrà verificare, ad esempio, quando la società stia cessando la propria attività e si trovi in una fase prossima alla liquidazione cfr. S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 334 s.

quello delle attività che richiedono autorizzazioni speciali per poter essere esercitate come, ad esempio, l'attività bancaria <sup>(176)</sup>.

L'ultimo caso, in cui è concesso agli amministratori di dimostrare che in effetti non vi è stata un'illecita appropriazione di un'opportunità d'affari della società, è quello in cui il soggetto che offre l'opportunità d'affari all'amministratore si rifiuta di offrire l'opportunità alla società. In questo caso è difficile ritenere che la società possa accampare qualche diritto nei confronti dell'opportunità, in quanto essa non si trova materialmente nella possibilità di trarre un'utilità dalla stessa. In relazione a questo tipo di difesa avanzata dagli amministratori la giurisprudenza delle corti degli Stati Uniti non ha seguito un orientamento univoco: in alcuni casi <sup>(177)</sup>, infatti, la semplice esistenza di un rifiuto di trattare con la società è stato considerato sufficiente per escludere che si possa parlare di *corporate opportunity*; in altri <sup>(178)</sup>, invece, la corte ha ritenuto che in situazioni di questo genere sarebbe stato comunque necessario provvedere alla *disclosure* dell'opportunità d'affari alla società in modo tale che questa fosse posta nella condizione di poter convincere la controparte a modificare il proprio rifiuto.

---

<sup>(176)</sup> Sul punto si veda F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 382. Per quanto riguarda la giurisprudenza il principio per cui è possibile provare che una *business opportunity* esula dall'oggetto sociale è stata accolta in *Diedrick v. Helm*, 14 N.W.2d 913 (Minn. 1944); in senso contrario si veda invece la successiva sentenza della stessa Corte Suprema del Minnesota *Miller v. Miller, cit.*, la quale ha ritenuto che i limiti contenuti nello statuto sociale non possono giustificare l'appropriazione di un'opportunità d'affari da parte degli amministratori, in quanto i soci potrebbero sempre decidere di modificare lo statuto sociale al fine di poter approfittare dell'opportunità d'affari.

<sup>(177)</sup> In questo senso si veda ad esempio *Science Accessories Corp. v. Summagraphics Corp.*, 425 A.2d 957 (Del. 1980).

<sup>(178)</sup> In questo senso si veda *Energy Resources Corp. v. Porter*, 483 N.E.2d 391 (Mass. App. 1982).

9. *Il divieto di concorrenza.* – Tra le diverse manifestazioni del *duty of loyalty* come ricostruito nella dottrina degli Stati Uniti d'America deve essere ricompreso anche il divieto di compiere atti in concorrenza con la società. In realtà il divieto di concorrere con la società può assumere diverse dimensioni anche nel diritto nordamericano; in questa sede sarà possibile affrontare principalmente gli aspetti del divieto di concorrenza più strettamente legati a possibili violazioni del *duty of loyalty*. Se, si esamina, tuttavia, il divieto di concorrenza in un quadro più generale occorre rilevare che, da un lato, tale divieto può certamente contribuire a diminuire l'entità degli *agency cost* tra gli azionisti e gli amministratori, ma dall'altro, esso può anche comportare dei risultati anticompetitivi, limitando l'ingresso di nuovi soggetti sul mercato (179).

Esaminando il problema del divieto di concorrenza alla luce della possibile influenza che esso può avere sulla riduzione degli *agency cost*, per avere una disciplina dettagliata di quale sia concretamente il contenuto dell'obbligo di non concorrere con la società imposto agli amministratori, oltre ai più classici principi di *common law*, che escludono la possibilità che un soggetto possa esercitare un'attività concorrente con quella della società (180), occorre riferirsi alle indicazioni contenute negli ALI Principles.

La § 5.06 dei Principles prevede, infatti, che in linea di principio gli amministratori e i *senior executive* non possano intraprendere alcuna attività concorrente con quella della società. Anche in questo caso, come

---

(179) Per un esame del diritto divieto di concorrenza degli amministratori nel diritto degli Stati Uniti si veda M.L. MONTAGNANI, *Commento sub art. 2390*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, Milano, 2005, p. 418, la quale ricorda che il divieto di concorrenza nel diritto degli Stati Uniti d'America può trovare una sua manifestazione anche nella previsione contenuta alla § 8 del Clayton Act.

(180) Per l'espressione di questo principio generale da parte delle corti si veda *Ritterpusch v. Lithographic Plate Service, Inc.*, 119 A.2d 392 (Md. 1956).

abbiamo già visto in tema di operazioni in conflitto di interessi e di *corporate opportunity*, è previsto che a determinate condizioni sia comunque possibile esercitare un'attività concorrente. In particolare la § 5.06 dei Principles prevede che con l'approvazione, l'autorizzazione o la ratifica da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti sia possibile curare la violazione del *duty of loyalty* relativa all'esercizio di un'attività in concorrenza con la società a patto che vengano soddisfatte determinate condizioni: innanzitutto tali decisioni devono essere assunte con il voto di soggetti disinteressati; in secondo luogo è necessario che tali decisioni, se assunte dal consiglio di amministrazione, siano in grado di superare il vaglio della *business judgment rule*, nel caso in cui, invece, queste decisioni siano state assunte dagli azionisti è necessario che esse siano in grado di superare lo *standard of review* dello *waste of corporate assets*.

Vi è poi una terza ipotesi in cui è riconosciuta agli amministratori la possibilità di concorrere con la società senza che sia richiesto neppure il rispetto della *procedural fairness*. È escluso, infatti, che un amministratore possa ricadere nel divieto di agire in concorrenza quando:

“(1) Any reasonable foreseeable harm to the corporation from such competition is outweighed by the benefit that the corporation may reasonably be expected to derive from allowing the competition to take place, or there is no reasonably foreseeable harm to the corporation for such competition”.

In sostanza, e al contrario di quanto abbiamo esaminato in precedenza in relazione alle operazioni in conflitto di interessi e alle opportunità d'affari, non è previsto un vero e proprio *fairness test* relativo all'attività svolta dagli amministratori. Ciò che rileva, infatti, è soltanto il fatto che, partendo da una prospettiva *ex ante*, risulti che gli eventuali

danni provocati alla società dall'attività concorrente posta in essere dall'amministratore possano essere compensati dai vantaggi conseguiti dalla società in virtù di questa attività.

Un altro aspetto interessante della disciplina del conflitto di interessi degli amministratori riguarda l'individuazione di quali siano i soggetti su cui grava l'onere della prova: qualora venga fatta valere una violazione della *procedural fairness*, ovvero qualora si contesti che vi sia stata una decisione da parte di amministratori o di azionisti disinteressati, toccherà all'attore dimostrare la violazione del *duty of fair dealing*. Qualora, invece, si intenda invocare una violazione del *duty of fair dealing* fondata sul fatto che l'attività concorrente svolta dalla società non rispetta la § 5.06(a)(1) l'onere della prova graverà sugli amministratori convenuti <sup>(181)</sup>.

Un ultimo aspetto interessante riguarda i rapporti esistenti tra il dovere di non concorrere con la società e la disciplina delle opportunità d'affari, in quanto queste due diverse espressioni del *duty of loyalty* presentano numerosi punti in comune. In effetti, in molti casi è difficile distinguere il campo di applicazione della divieto di non concorrenza da quello relativo al divieto di appropriarsi di opportunità d'affari; frequentemente, infatti, una violazione della *corporate opportunity doctrine* comporta necessariamente anche una violazione del dovere di non agire in concorrenza con la società <sup>(182)</sup>.

10. Majority shareholders' fiduciary responsibility. – La disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori nel diritto degli Stati Uniti d'America non ignora i problemi causati dalla presenza di un gruppo di

---

<sup>(181)</sup> Ovviamente in questo caso l'attore avrà comunque l'onere di provare la mancanza o l'eventuale vizio della delibera del consiglio di amministrazione o dell'assemblea.

<sup>(182)</sup> M.L. MONTAGNANI, *Commento sub art. 2390, op. cit.*, p. 417 s.

azionisti che controllano la società ed è consapevole del fatto che gli azionisti di minoranza di una società con un azionariato concentrato potrebbero subire indebite pressioni da parte di quei soggetti che detengono il controllo. È già stato rilevato in precedenza, tuttavia, che in alcuni casi il fatto di avere una partecipazione di controllo in una società può comportare conseguenze rilevanti in relazione allo *standard of conduct* e allo *standard of review* applicabile ad un'operazione interessata. In particolare è già stato affrontato il problema di quali siano le conseguenze dell'approvazione di un'operazione in conflitto di interessi da parte del consiglio di amministrazione o degli azionisti ed è stato rilevato che in alcuni ipotesi la conseguenza dell'approvazione dell'operazione consiste unicamente nell'inversione dell'onere della prova, restando comunque applicabile il *fairness test* (183).

Prima di procedere nel nostro esame occorre individuare in primo luogo in quali casi è concretamente possibile ritenere che un soggetto abbia il controllo di una società. Già in precedenza è stato notato che, anche qualora un azionista abbia una quota delle azioni con il diritto di voto di una società vicina al 50%, non sempre è stata riconosciuta dalle corti del Delaware la soggezione a controllo della società (184). In questi casi, ovvero qualora non sia possibile dimostrare che un soggetto è in grado di esercitare un controllo di diritto sulla società, occorrerà provare che effettivamente tale soggetto è stato in grado di influenzare – le corti

---

(183) Cfr *supra* par. 7.

(184) Come esaminato in precedenza (cfr. par. 7) nel caso *Puma v. Marriot, cit.*, la famiglia Marriot deteneva il 46% delle azioni di Marriot, ciononostante la Chancery Court del Delaware stabilì che, qualora fossero stati rispettati i requisiti di *procedural fairness* previsti dalla § 144 del DGCL, non vi sarebbe stata una semplice inversione dell'onere della prova del *fairness test*, ma che quest'ultimo *standard of review* non sarebbe stato più applicabile.

utilizzano il termine *dominate* – il consiglio di amministrazione della società controllata (185).

I problemi derivanti dall'esistenza di un soggetto che detiene il controllo di fatto o di diritto sulla società sono stati oggetto di disciplina anche da parte degli ALI Principles, i quali hanno adottato un approccio più rigoroso rispetto a quello seguito nella giurisprudenza delle corti del Delaware per chiarire in quali casi si verifichi un rapporto di controllo. In realtà la § 1.10(a) dei Principles segue un'impostazione abbastanza classica in relazione al problema del controllo, affermando che vi sia un *controlling shareholder* quando un soggetto detiene più del 50% delle azioni di una società con diritto di voto o comunque quando egli sia in grado di esercitare un'influenza sugli organi di amministrazione della società in virtù della propria partecipazione. L'aspetto più interessante dei Principles può essere tuttavia individuato nella previsione contenuta alla § 1.10(b), nella quale viene sancita una presunzione di controllo quando un soggetto viene a detenere più del 25% delle azioni con diritto di voto di una società.

Il Chapter 3 della Part V dei Principles relativa al *duty of fair dealing* contiene poi una disciplina abbastanza dettagliata degli obblighi imposti agli azionisti che detengono un pacchetto di controllo nella società. In primo luogo alla § 5.10(a) è prevista una disciplina particolare del *duty of fair dealing* tra la società e il socio di controllo. Al contrario di quanto

---

(185) In *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d (Del. 1999), la Corte Suprema del Delaware esprime chiaramente questo concetto affermando che: "a shareholder owes a fiduciary duty only if it owns a majority interest in or exercises control over the business affairs of the corporation". Accogliendo questa interpretazione è possibile comprendere le ragioni del contrasto esistente in pronunce come *Kahn* e *Prima*. Giova ricordare, infatti, che quando la Corte Suprema del Delaware si pronunciò sul caso *Kahn* sottolineò il fatto che lo *special committee* di amministratori indipendenti predisposto dalla società non aveva svolto il proprio compito in modo soddisfacente. In

abbiamo visto in precedenza in relazione alle operazioni in conflitto di interesse compiute dalla società in cui fossero stati coinvolti azionisti di controllo, vengono previste soltanto due modalità mediante le quali è possibile curare il conflitto di interessi: viene previsto, infatti, che (a) un'operazione non è impugnabile se essa può essere considerata *fair* nei confronti della società (§ 5.10(a)(1)); in alternativa (b) è possibile curare il conflitto di interessi anche quanto vi sia il voto favorevole della maggioranza degli azionisti disinteressati, purché siano stati debitamente informati sul conflitto di interessi esistente tra la società e l'azionista di controllo. Anche in questo caso è previsto, comunque, che la deliberazione dell'assemblea curi il conflitto di interessi soltanto quando possa dirsi soddisfatto il criterio di riesame dello *waste of corporate assets*. Nulla viene detto, invece, alla § 5.10(a) in relazione all'approvazione da parte del consiglio di amministrazione.

La § 5.10(b) disciplina, invece, il profilo probatorio relativo alle impugnative delle operazioni concluse tra i soci di controllo e la società. Viene previsto, infatti, che qualora vi sia stata approvazione da parte degli azionisti disinteressati l'onere della prova grava sull'attore. In questa sezione, al contrario di quanto previsto nella § 5.10(a), è prevista una disciplina anche per quanto concerne il problema delle conseguenze dell'approvazione da parte di amministratori disinteressati di un'operazione in conflitto di interessi. Anche in questo caso è sancito che l'onere della prova sia a carico dell'attore. Nulla è detto, invece, in relazione allo *standard of review* applicabile all'operazione. Considerata tuttavia l'assenza di ogni riferimento nella § 5.10(a) alle deliberazioni del consiglio di amministrazione, appare logico concludere che sarà comunque

---

conclusione, in molti casi ciò che importa è proprio il grado concreto di indipendenza di cui godono gli amministratori che compongono lo *special committee*.

applicabile lo *standard of review* dell'*entire fairness* come sancito, d'altro canto, anche dalla giurisprudenza delle corti americane (186).

Un ultimo aspetto degno di nota in relazione alla disciplina contenuta negli ALI Principles riguarda la previsione di una particolare previsione concernente le operazioni concluse tra la società e il socio di controllo in conflitto di interessi ma "*in the ordinary course of business*". In questi casi gli ALI Principles dispongono che debba essere l'attore a dover provare che l'operazione è *unfair* anche quando non vi sia stata una pronuncia del consiglio di amministrazione o degli azionisti in relazione all'operazione in conflitto di interessi (187).

Gli ALI Principles prevedono inoltre una disciplina particolare per quanto riguarda l'utilizzo di opportunità d'affari da parte dell'azionista di controllo. La § 5.12 dei Principles dispone, infatti, che chi detiene il controllo in una società possa appropriarsi di *business opportunity* soltanto qualora vengano soddisfatti requisiti simili a quelli che abbiamo appena visto in relazione alle operazioni in conflitto di interessi alla § 5.10. Di particolare interesse risulta essere invece la definizione stessa di *corporate opportunity* che assume caratteristiche particolari rispetto a quelle indicate

---

(186) Cfr. *supra* nota 146 e testo corrispondente.

(187) Come rileva M.A. EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations – Cases and Materials*, New York, 2000, 8<sup>th</sup> ed., p. 706 s., da un punto di vista teorico un azionista di minoranza che intende impugnare un'operazione in conflitto di interessi compiuta dalla società con il socio di maggioranza può scegliere due diverse strade per raggiungere il proprio scopo: da un lato, può decidere di agire contro gli amministratori della società per far valere la violazione del loro dovere di fedeltà nei confronti della società; dall'altro, può agire direttamente nei confronti del soggetto che detiene il controllo della società. L'autore ricorda, tuttavia, che di norma i soci di minoranza preferiscono agire contro gli azionisti di controllo principalmente per due motivi: (a) da un lato, questi soggetti di regola sono più facoltosi degli amministratori e, dall'altro, (b) il conflitto di interessi in cui versano gli amministratori di una società in cui vi sia un azionista di controllo non rientra nella paradigmatica previsione del conflitto di interessi diretto bensì nel campo di applicazione meno definito del conflitto di interessi indiretto.

alla § 5.05 in precedenza esaminata <sup>(188)</sup>. Nello specifico viene previsto che, nel caso in cui vi sia un azionista che detiene il controllo sulla società, il *line of business test* segua una logica parzialmente diversa rispetto a quella relativa al caso in cui sia un amministratore a trarre vantaggio da un'opportunità d'affari. È previsto, infatti, che una violazione della *corporate opportunity doctrine* si verifica soltanto quanto un'opportunità d'affari rientri nella *line of business* della società soggetta a controllo e, allo stesso tempo questa stessa opportunità non rientri nella *line of business* del soggetto che esercita il controllo § 5.12(b)(2). In sostanza gli ALI Principles accolgono un'impostazione paragonabile a quella accolta dalle corti del Delaware nel caso *Sinclair* <sup>(189)</sup>. In quel caso, infatti, la Corte Suprema del Delaware riconobbe che non vi è un obbligo da parte della controllante di distribuire le opportunità d'affari che ad essa sono prevenute tra le società da essa controllate, in quanto queste ultime non possono in nessun caso accampare diritti sulle *business opportunity* che non siano pervenute direttamente a loro.

Concludendo sul tema delle *corporate opportunity* un altro interessante limite sancito dalle corti del Delaware in relazione all'utilizzo di opportunità d'affari da parte degli azionisti di controllo può essere individuato in quella linea di casi che seguono i principi espressi in decisioni come *Thorpe* <sup>(190)</sup>, in cui è richiesto che per poter sfruttare l'opportunità d'affari, non è sufficiente l'azione del consiglio di amministrazione, ma è richiesto anche il voto di una maggioranza di azionisti. Nel caso specifico *Thorpe* aveva ad oggetto la cessione da parte di CERBCO, una società del Delaware, di una partecipazione in una

---

<sup>(188)</sup> Cfr. *supra* par. 8.

<sup>(189)</sup> *Sinclair Oil Corp. v. Levien, cit.*; cfr. *supra* par. 2.

<sup>(190)</sup> *Thorpe v. CERBCO*, 676 A.2d 436 (Del. 1996).

società da essa controllata. Gli azionisti di controllo di CERBCO, che erano stati avvicinati dai terzi acquirenti nella loro qualità di amministratori, decisero di sfruttare essi stessi l'opportunità d'affari presentata alla società, cedendo il pacchetto di controllo da essi posseduto in CERBCO e privando in questo modo la società – e soprattutto gli azionisti di minoranza – della possibilità poter ricavare un vantaggio dalla cessione. La Corte Suprema del Delaware concluse che nel caso specifico non era possibile parlare di appropriazione di un'opportunità d'affari da parte degli azionisti di controllo in quanto le azioni possedute da CERBCO nella controllata rappresentavano “*substantially all the assets*” della società. In questo caso, infatti, si sarebbe ricaduti nel campo di applicazione della § 271 del DGCL in base al quale la cessione della totalità dei beni di una società deve essere autorizzata dagli azionisti. Considerato che gli azionisti di controllo di CERBCO avevano la possibilità, avvalendosi della § 271 del DGCL, di porre un veto all'operazione, non era possibile ritenere che vi fosse stata un'usurpazione di un'opportunità d'affari, che, per la sua stessa esistenza, avrebbe richiesto il voto favorevole dei soggetti che esercitano il controllo.

Il principio espresso in *Thorpe* venne ulteriormente chiarito in *Hollinger* <sup>(191)</sup>: Questo caso, infatti, aveva ad oggetto una situazione molto simile a quella verificatasi in *Thorpe*, con la sola differenza che in *Hollinger* non vi era una cessione della totalità dei beni della società, di conseguenza non avrebbe potuto trovare applicazione la § 271 del DGCL e, quindi, non era necessario l'intervento degli azionisti per poter sfruttare l'opportunità d'affari. In questa decisione la Chancery Court del Delaware riconobbe che vi era stata un'usurpazione di una opportunità d'affari e

---

<sup>(191)</sup> *Hollinger International, Inc. v. Black*, 844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004).

distinse il caso rispetto *Thorpe* proprio perché nella fattispecie non era applicabile la § 271 del DGCL.

11. *The duty of loyalty nelle closely held corporation.* – La situazione che si viene a creare quando in una società vi è un azionista di controllo presenta numerosi caratteri in comune con quella che si verifica quando si è in presenza di una *close corporation* <sup>(192)</sup>. In quest'ultimo caso, tuttavia, si aggiunge un'ulteriore complicazione al rischio che il socio di controllo possa trarre indebiti vantaggi dalla propria partecipazione di maggioranza a scapito dei soci di minoranza. L'assenza di un mercato per la partecipazione sociale impedisce, infatti, al socio di minoranza di liquidare la propria partecipazione rendendolo prigioniero della società <sup>(193)</sup>.

Un altro aspetto fondamentale nell'esame delle *closely held corporation* riguarda il fatto che in queste società, di regola, non vi è una separazione tra proprietà e controllo; nelle *closely held corporation*, infatti, non vi è un azionariato diffuso, di conseguenza anche questo ulteriore

---

<sup>(192)</sup> La nozione di *close corporation* è affidata in parte alla giurisprudenza e in parte agli *statute*. In *Galler v. Galler*, 203 N.E.2d 577 (Ill. 1964), la Corte Suprema dell'Illinois affermò che: "[a] close corporation is one in which the stock is held in a few hands, or in a few families, and wherein it is not at all, or only rarely, dealt, in buying or selling". In *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975), la Corte Suprema del Massachusetts fondò invece la propria definizione di *close corporation* su tre diversi requisiti ovvero (a) il limitato numero di azionisti, (b) l'impossibilità di vendere la partecipazione sul mercato, e (c) la presenza degli azionisti di maggioranza nel consiglio di amministrazione. Per quanto riguarda, invece, gli *statute* occorre ricordare che numerosi stati nordamericani prevedono uno speciale corpo di norme destinato a disciplinare le *close corporation*, di conseguenza in questi ordinamenti la nozione stessa di *close corporation* assume una connotazione diversa rispetto a quella che ha assunto nella giurisprudenza delle corti. Per un esempio di definizione positiva di *close corporation* contenuta in uno *statute* si veda la § 341 del DGCL.

<sup>(193)</sup> Per quanto riguarda il problema del rischio di abusi da parte dei soci di maggioranza nelle *closely held corporation* si vedano J.A.C. HETHERINGTON - M.P. DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 63, 1977, p. 1 ss.; F.H. O'NEAL, *"Squeeze-outs" of minority shareholders: expulsion or oppression of business associates*, Chicago, 1975.

profilo problematico tipico del diritto societario degli Stati Uniti d'America non si pone. In conclusione l'approccio teorico con cui si devono affrontare i problemi tipici delle *close corporation* è profondamente diverso rispetto a quello fino ad ora utilizzato per esaminare le società con azionariato diffuso che fino a questo momento hanno costituito il principale ambito di esame del presente lavoro.

Se le *close corporation* si distinguono sotto rilevanti aspetti dalle società ad azionariato diffuso, occorre verificare in quale misura sia ancora possibile applicare alle prime i principi elaborati per le seconde. Sotto questo profilo, in un contesto in cui il problema degli *agency cost* assume una dimensione diversa e per certi versi più limitata rispetto alle società ad azionariato diffuso, il problema del contenuto dell'obbligazione fiduciaria degli amministratori e dei soci assume, invece, caratteri peculiari<sup>(194)</sup>.

I principali aspetti dell'obbligazione fiduciaria nelle *close corporation* possono essere esaminati nell'evoluzione giurisprudenziale delle decisioni assunte dalla Corte Suprema del Massachusetts che, a partire dalla metà degli anni settanta, iniziò ad affrontare la questione. Un primo tentativo di risolvere il problema del contenuto dell'obbligazione fiduciaria nelle *close corporation* venne compiuto in *Donahue*<sup>(195)</sup>. In

---

<sup>(194)</sup> Per quanto riguarda la minore importanza che assume il problema degli *agency cost* nelle *close corporation* si veda E.F. FAMA - M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, op. cit., vol. 26, 1983, p. 301 ss.; ID., *Agency Problems and Residual Claims*, in *J.L. & Econ.*, vol. 26, 1983, p. 327 ss. In realtà come rilevano F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, in *Stan. L. Rev.* vol. 38, 1986, p. 271 ss., non ha molto senso domandarsi se nelle *close corporation* siano più rilevanti i problemi causati dal rischio di abuso da parte dei soci di maggioranza oppure i vantaggi derivanti dalla riduzione degli *agency cost*. Se, infatti, il modello delle *close corporation* fosse intrinsecamente superiore rispetto a quello di società ad azionariato diffuso, nessuno adotterebbe il modello di società ad azionariato diffuso. Al contrario se la società ad azionariato diffuso fosse astrattamente superiore rispetto alla *close corporation* sarebbe questo il modello societario destinato a prevalere.

<sup>(195)</sup> Cfr. *supra*, nota 192; per un caso simile deciso dalla Corte Suprema della California si veda, invece, *Jones v. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d 464 (Cal. 1969).

questo caso oggetto di controversia era la possibilità che la società aveva concesso ad uno solo dei suoi soci di riacquistare la partecipazione di cui questi risultava essere titolare, senza che una simile opportunità fosse stata concessa anche ad un altro socio che ne aveva fatto richiesta. La corte sostenne che nella fattispecie concreta vi era stata una violazione del *duty of loyalty* da parte degli azionisti di maggioranza, in quanto questi controllavano l'organo amministrativo della società e non era stata offerta a tutti i soci una *equal opportunity* di vendere le proprie azioni; la mancanza del rispetto di questo principio, di conseguenza, avrebbe comportato una violazione del *duty of loyalty*.

Elaborata in termini di parità di trattamento l'obbligazione fiduciaria diventa estremamente difficile da amministrare in particolare per quanto riguarda le decisioni relative alla normale gestione della società (196). Per questa ragione dopo *Donahue* non fu necessario attendere molto tempo perché la Corte Suprema del Massachusetts modificasse la propria impostazione sulla possibilità di applicare questo principio. Il nuovo criterio venne presentato in *Wilkes* (197), in cui la corte argomentò sostenendo che quando un socio di minoranza intende far valere una violazione del *duty of loyalty* da parte di chi detiene il controllo della società è necessario esaminare se la scelta adottata dal socio di controllo è giustificata da un *legitimate business purpose*. È interessante notare che secondo lo *standard of review* applicato dalla corte la prova dell'esistenza di una valida finalità imprenditoriale delle operazioni poste in essere dagli amministratori grava sugli amministratori (198). Qualora, tuttavia, venga provata l'esistenza di un *business purpose* si verifica un'inversione

---

(196) In questo senso F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close*, p. 295.

(197) *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 353 N.E.2d 657 (Mass. 1976).

dell'onere della prova in capo agli azionisti di minoranza, i quali, per prevalere, devono provare che si sarebbe potuto raggiungere lo stesso *business purpose* senza ledere i loro interessi. In sostanza questo *standard of review* non rispecchia né la *business judgment rule*, né il *fairness test*, ma presenta caratteri comuni ad entrambi. Nonostante la macchinosità di questo *standard of review*, questo metodo di intendere i doveri fiduciari nelle *close corporation* migliora sicuramente il principio di parità di trattamento dei soci di minoranza elaborato in *Donahue*.

Tuttavia, neanche la soluzione ai problemi delle *closely held corporation* proposta in *Wilkes* è andata esente da critiche; tale decisione crea, infatti, uno *standard of review* completamente diverso rispetto a quelli che abbiamo incontrato fino a questo momento esaminando le società ad azionariato diffuso. *Wilkes* fonda questa scelta sistematica citando i principi espressi *Donahue* e affermando quindi che:

“stockholders in a close corporation owe one another substantially the same fiduciary duty in the operation of the enterprise that partners owe to one another”<sup>(199)</sup>.

In sostanza, secondo l'opinione espressa dalla Corte Suprema del Massachusetts l'applicazione di un diverso *standard of review* nelle *close corporation* troverebbe fondamento in una pretesa analogia tra queste società e le *partnership*.

La critica più rilevante che può essere mossa contro questo approccio è rappresentata dalla stessa natura dei doveri fiduciari degli amministratori

---

<sup>(198)</sup> Questo aspetto non deve stupire se si assimila lo *standard of review* delle operazioni potenzialmente dannose per i soci di minoranza al *fairness test*.

<sup>(199)</sup> *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., cit.*

esaminati come elementi caratterizzanti i singoli tipi societari <sup>(200)</sup>. Se, infatti, i soci hanno preferito *ex ante* adottare una struttura societaria diversa dalla *partnership* ed hanno preferito costituire una *corporation* non sembra efficiente che le corti impongano loro *ex post* un vincolo fiduciario non desiderato; *ex ante*, infatti, l'ordinamento lascia libertà di scelta ai soci in relazione alla struttura sociale da adottare proprio perché questi sono i soggetti che si trovano nella condizione migliore per prendere questa decisione massimizzando la propria utilità ed indirettamente anche il benessere sociale <sup>(201)</sup>. D'altra parte occorre ricordare che la ricostruzione dei doveri fiduciari nelle *close corporation* compiuta dalla Corte Suprema del Massachusetts non è pacificamente accolta dagli stati nordamericani; un importante esempio di questo contrasto può essere trovato nell'orientamento seguito dalla Corte Suprema del Delaware in *Nixon* <sup>(202)</sup>, caso in cui è stato affermato che nel Delaware non è possibile che trovi applicazione *ex post* una disciplina specifica per le sole *close corporation* che si ponga come obiettivo quello di risolvere i particolari problemi che pone questa tipologia di società <sup>(203)</sup>.

---

<sup>(200)</sup> La terminologia utilizzata nel testo ed il riferimento al tipo sociale forse possono sembrare impropri. Occorre comunque ricordare che per quanto riguarda il diritto degli Stati Uniti d'America - e forse con la sola eccezione di quegli stati in cui è prevista una specifica disciplina per le *close corporation* - da un punto di vista sistematico non è corretto sostenere che *corporation* e *close corporation* rappresentino tipi societari distinti.

<sup>(201)</sup> In questo senso si veda, ad esempio, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close*, p. 297 ss.

<sup>(202)</sup> *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1992).

<sup>(203)</sup> In *Nixon v. Blackwell*, *cit.*, la Corte Suprema del Delaware ha affermato, infatti, che: "[i]t would do violence to normal corporate practice and our corporation law to fashion an ad hoc ruling which would result in a court-imposed stockholder buy-out for which the parties had not contracted". Questo approccio seguito dalla Corte Suprema del Delaware deve essere considerato anche alla luce del fatto che in questo ordinamento è previsto uno specifico corpo di norme destinato proprio a regolare le *close corporations*. Si noti inoltre che secondo l'opinione espressa da S. BAINBRIDGE, *Corporation*, *op. cit.*, p. 822 s., in realtà non è chiaro se da un punto di vista concreto l'approccio se-

Per concludere questo esame sui dover fiduciari nelle *close corporation* occorre ricordare che in alcuni casi le corti degli stati nordamericani hanno affrontato non solo il tema degli abusi che potrebbero essere compiuti dal socio di maggioranza, ma anche quello degli abusi che potrebbero essere compiuti dal socio di minoranza. In base ad un orientamento giurisprudenziale, infatti, è stato affermato il principio per cui esiste un dovere fiduciario anche in capo ai soci di minoranza (204). Tale dovere nascerebbe quando lo statuto sociale riconosce ai soci che posseggono una determinata partecipazione di minoranza nella società il potere di impedire che vengano compiuti determinati atti richiedendo una maggioranza qualificata o l'unanimità per l'assunzione di determinate deliberazioni (205).

Anche in relazione a questa nuova dimensione dell'obbligazione fiduciaria possono, tuttavia, essere mosse critiche simili a quelle che abbiamo visto essere mosse a casi come *Donahue* e *Wilkes*. Ponendosi, infatti, in una prospettiva *ex ante* occorre rilevare che, se i soci hanno adottato una determinata struttura societaria, non si comprende perché *ex post* debba essere riconosciuto alle corti un potere di intromettersi nelle decisioni dei soci. In questi casi l'errore più rilevante in cui rischia di

---

guito in Massachusetts e quello seguito in Delaware siano così diversi come invece potrebbe apparire ad un primo esame. Nella maggioranza dei casi concernenti *close corporation*, infatti, i soggetti coinvolti saranno i soci di maggioranza che ricoprono anche la carica di amministratore. Se si considera inoltre che nel consiglio di amministrazione di una *close corporation* con tutta probabilità non saranno stati eletti amministratori disinteressati in grado di curare il conflitto, l'unico modo con cui sarà possibile sanare il conflitto di interessi sarà il riesame da parte delle corti del Delaware che adatteranno lo *standard of review* dell'*entire fairness*.

(204) Il principio è stato affermato in *Smith v. Atlantic Properties, Inc.*, 422 N.E.2d 798 (Mass. App. 1981).

(205) In *Smith*, ad esempio, quattro soci detenevano ciascuno il 25% delle azioni di una società ed era stato previsto nello statuto sociale che per compiere determinati atti di gestione sarebbe stato necessario ottenere il consenso dell'80% degli azionisti, conferendo, di fatto, ad ogni socio un diritto di veto.

cadere i giudici, che si trovano a riesaminare *ex post* una specifica clausola dello statuto, sociale è quello di non riconoscere l'unitarietà delle pattuizioni contenute nello statuto sociale, fermandosi unicamente all'esame della disposizione specifica che consente al socio di minoranza di esercitare un diritto di veto. Imponendo ai soci di minoranza di non avvalersi di un diritto previsto nello statuto sociale, si rischia di fare loro un torto, in quanto la clausola che prevede che per l'adozione di particolari deliberazioni sia necessaria una maggioranza qualificata potrebbe avere avuto in sede di negoziazione sulla costituzione della società contropartite significative che difficilmente potrebbero essere oggetto di riesame da parte delle corti nella loro completezza <sup>(206)</sup>.

12. *I doveri fiduciari degli amministratori nei confronti di soggetti diversi dagli azionisti.* – Fino a questo momento il dovere fiduciario degli amministratori delle società per azioni degli Stati Uniti d'America è stato esaminato nella sua concezione più classica di rapporto che si instaura tra gli azionisti e gli amministratori. In alcune ipotesi, tuttavia, il diritto nordamericano sancisce l'esistenza di ulteriori dimensioni del dovere fiduciario degli amministratori il quale in certi casi può avere come suoi destinatari non soltanto i soci, ma anche altri *claimant* della società come gli azionisti e i lavoratori.

Esaminato da un punto di vista teorico il problema di quali siano i doveri degli amministratori nei confronti di soggetti diversi dagli azionisti

---

<sup>(206)</sup> Occorre rilevare, infatti, che, se si ritiene che i soci siano i soggetti più indicati a determinare il contenuto dello statuto, ma, d'altra parte, si esclude che essi possano prevedere un diritto di veto, probabilmente verranno costituite meno società di quanto sarebbe efficiente. In questo senso si veda ad esempio F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 321. Per un approccio più possibilista sull'esistenza di un obbligo fiduciario a carico dei soci di minoranza si vedano invece F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close*, p. 296 s.

assume una rilevanza fondamentale e si sovrappone ai noti dibattiti concernenti la natura dell'impresa <sup>(207)</sup> e la *corporate social responsibility* <sup>(208)</sup>. Prescindendo nella presente analisi da questi temi di grande rilevanza teorica che richiederebbero un'attenzione che non può essere loro concessa in questa sede e considerando inoltre la grande distanza esistente tra ricostruzione teorica e applicazione pratica di queste teorie nel diritto societario nordamericano, l'attenzione di questo paragrafo si concentrerà su quali possano essere in concreto queste particolari manifestazioni del dovere fiduciario degli amministratori. Nello specifico verranno analizzati quei casi in cui destinatari dell'obblighi derivanti dai doveri fiduciari sono i lavoratori e gli obbligazionisti.

Il diritto societario di numerosi stati nordamericani prevede espressamente che gli amministratori non debbano unicamente tenere conto dell'immediato vantaggio degli azionisti ma possano anche prendere in considerazione gli interessi di altri soggetti <sup>(209)</sup>. Genericamente questi

---

<sup>(207)</sup> Senza pretesa di completezza sul vastissima letteratura che affronta il problema della *nature of the firm* si vedano R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, vol. 4, 1937, p. 386 ss.; M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Jour. Fin. Econ.*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.; H. HANSMANN, *Ownership of the Firm*, Oxford, 1988; O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York 1985.

<sup>(208)</sup> Per un inquadramento storico sul dibattito relativo alla *corporate social responsibility* si vedano A.A. BERLE JR., *For Whom Corporate Managers Are Trustees*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 45, 1932, p. 1145 ss.; ID., *Corporate Powers as Powers in Trusts*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 44, 1931, p. 1049 ss.; E.M. DOOD JR., *Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?*, in *U. Chi. L. Rev.*, vol. 2, 1935, p. 194 ss.; ID., *For Whom Corporate Managers Are Trustees?*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 45, 1932, p. 1145 ss. Sul punto si confronti inoltre S. BAINBRIDGE, *Corporation*, *op. cit.*, p. 418 ss.

<sup>(209)</sup> Tra i diversi stati nordamericani che hanno adottato questa soluzione si vedano ad esempio la legislazione dello stato di New York (N.Y. Bus. Corp. Law § 717(b)) e quella della Florida (Fla. Stat. ch. 607.0830 (3)) qui di seguito riprodotta: "(3) In discharging his or her duties, a director may consider such factors as the director deems relevant, including the long-term prospects and interests of the corporation and its shareholders, and the social, economic, legal, or other effects of any action on the employees, suppliers, customers of the corporation or its subsidiaries, the communities

*statute* prevedono che gli amministratori possano prendere in considerazione anche l'interesse di lungo periodo della società, quello degli obbligazionisti, quello dei lavoratori dei creditori e anche delle comunità in cui viene svolta l'attività d'impresa <sup>(210)</sup>. Da un punto di vista sistematico queste norme costituiscono di regola delle eccezioni che possono essere invocate dagli amministratori nel caso in cui essi vengano accusati di non aver rispettato il *duty of care*. Un aspetto importante di questi *statute* è rappresentato dal fatto che essi non sanciscono la nascita di un obbligo in capo agli amministratori che imponga loro di tenere in considerazione gli *stakeholder* della società; in alcuni casi, inoltre, è espressamente indicato che, in realtà, queste disposizioni non fanno nascere in capo agli amministratori nessun obbligo fiduciario diverso dal *duty of care* e dal *duty of loyalty* nei confronti degli azionisti <sup>(211)</sup>.

In effetti non è facile comprendere quale possa essere l'effettiva portata concreta di queste disposizioni. Le violazioni del *duty of care* nel diritto degli Stati Uniti, come è stato ripetuto più volte, sono molto rare e anche quei pochi casi in cui le corti hanno riscontrato una violazione di questo dovere fiduciario presentavano caratteristiche particolari <sup>(212)</sup> o un

---

and society in which the corporation or its subsidiaries operate, and the economy of the state and the nation".

<sup>(210)</sup> Sul punto si veda S. BAINBRIDGE, *Nonshareholder Constituency Statutes*, in *Pippardine L. Rev.*, vol. 19, 1992, p. 971 ss., ed in particolare di vedano p. 985 ss.

<sup>(211)</sup> Come ricorda S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 415 un esempio di *statute* che contiene questa espressa esclusione è quello dello stato di New York. La § 717(b)(v) del N.Y. Bus. Corp. Law prevede infatti che: "[n]othing in this paragraph shall create any duties owed by any director to any person or entity to consider or afford any particular weight to any of the foregoing or abrogate any duty of the directors, either statutory or recognized by common law or court decisions".

<sup>(212)</sup> Prescindendo dal diritto del Delaware (cfr. *supra* nota 21), una delle decisioni più di frequente citate per dimostrare che le violazioni del *duty of care* non sono completamente estranee al diritto degli stati Uniti d'America è *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814 (N.J. 1981). La fattispecie oggetto di esame in questo caso da parte della Corte Suprema del New Jersey presenta tuttavia tali e tante particolarità che appare

latente conflitto di interessi <sup>(213)</sup>. Di conseguenza, se si esclude che vi sia una violazione del *duty of loyalty*, un'operazione dovrebbe restare salva, sia che gli *statute* che proteggono gli *shareholder* abbiano una rilevanza applicativa, sia che nessun dovere fiduciario nasca da essi. In entrambi i casi, infatti, l'applicazione del *business judgment rule* proteggerà comunque gli amministratori sia che il dovere fiduciario a cui gli amministratori sono sottoposti abbia come unici destinatari gli azionisti sia che l'obbligazione fiduciaria operi anche nei confronti degli *stakeholder*. Questo avviene perché quando viene riscontrata l'assenza di una violazione del *duty of loyalty* le corti sono riluttanti a sostituire al giudizio degli amministratori il proprio in quanto si reputa che siano proprio questi ultimi i soggetti che si trovano nella migliore condizione per assumere decisioni imprenditoriali <sup>(214)</sup>. La portata effettiva di questi *statute* è quindi intrinsecamente limitata dal fatto che essi costituiscono principalmente caratterizzazioni del *duty of care*. Un'altro importante limite alla possibilità che questi *statute* trovino concreta applicazione nel diritto degli Stati Uniti è rappresentato dal fatto che il diritto del Delaware non prevede disposizioni particolari a tutela di lavoratori, azionisti o *stakeholder* della società <sup>(215)</sup>.

---

difficile ritenere che essa possa in concreto assurgere a paradigma giurisprudenziale della violazione del *duty of care*.

<sup>(213)</sup> In questa categoria è possibile ricomprendere casi come *Van Gorkom*.

<sup>(214)</sup> D'altra parte non si deve ritenere che l'adozione del paradigma dello *shareholder value* e quello della *corporate social responsibility* non abbia rilevanti conseguenze per le società. Se, infatti, attraverso un'analisi di diritto societario è difficile individuare le differenze esistenti tra lo *standard of review* applicabile nel caso in cui si accolga il paradigma dello *shareholder value* o quello della *corporate social responsibility*, occorre rilevare che mentre il compito affidato agli amministratori è nel primo caso definito, nel secondo assume contorni non chiari e difficilmente valutabili (sul punto si veda ad esempio J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2005, p. 59).

<sup>(215)</sup> Si noti, inoltre, che neppure il RMBCA (1998) prevede disposizioni il cui obiettivo è quello di far perseguire agli amministratori interessi diversi da quelli degli azionisti. In senso differente sembrano essere orientati, invece, gli ALI Principles nei

Per quanto riguarda, invece, l'evoluzione giurisprudenziale dell'obbligazione fiduciaria tra *stakeholder* e amministratori occorre distinguere. Nel caso *Unocal* la Corte Suprema del Delaware ha ritenuto che gli interessi di soggetti diversi dagli azionisti possono rilevare per valutare se sia stato soddisfatto lo *standard of review* previsto dalla *business judgment rule* <sup>(216)</sup>. Successive pronunce della stessa Corte del Delaware come *Revlon* hanno smentito, tuttavia, questo principio <sup>(217)</sup>.

Un campo di applicazione abbastanza definito dei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti degli *stakeholder* è quello relativo a quelle situazioni in cui la società si trova vicina all'insolvenza. Alcune sentenze <sup>(218)</sup> hanno affermato, infatti, il principio per cui gli amministratori hanno un obbligo fiduciario nei confronti dei creditori quando la società si trova vicino alla fase di insolvenza in quanto in tali ipotesi sono i creditori e non più gli azionisti che diventano gli effettivi

---

quali è previsto alla § 2.01 che le società e di conseguenza gli amministratori: "may take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business".

<sup>(216)</sup> Così, ad esempio, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), caso nel quale viene affermato che: "[a] further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the thread posed. This entails analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effects on the corporate enterprise. Example of such concerns may include: inadequacy of the price offered. Nature and timing of the offer, questions of illegality the impact on constituencies other than share holders (i.e. creditors, customers, employees and perhaps even the community generally)".

<sup>(217)</sup> In questo senso si veda ad esempio *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), nella quale viene sostenuto che: "while concerns for various corporate constituencies is proper when addressing a takeover threat, that principle is limited by the requirement that there be some rationally related benefit accruing to the shareholders."

<sup>(218)</sup> *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communication Corp.*, WL 277613 (Del. Ch. 1991); *Geyer v. Ingersoll Publications Co.*, 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992).

*residual claimant* della società (219). Ragionando in questi termini, è stato allora sostenuto che, qualora si ritenga che anche nella vicinanza dell'insolvenza gli amministratori debbano perseguire esclusivamente gli interessi degli azionisti, verrebbero intraprese attività troppo rischiose (220). In realtà anche questo orientamento giurisprudenziale recentemente è stato oggetto di ripensamento da parte della giurisprudenza delle corti del

---

(219) In relazione a questo tema si vedano i tutti contributi presentati alla conferenza dal titolo "Twilight in the Zone of Insolvency: Fiduciary duty and Creditors of Troubled Companies" tenutosi alla School of Law della University of Maryland il 4 novembre 2005 disponibili sul sito internet [http://www.umaryland.edu/conference\\_detail.asp?conf=15](http://www.umaryland.edu/conference_detail.asp?conf=15), (visitato il 5 gennaio 2006).

(220) Riproponendo un noto esempio ideato dal Chancellor Allen in *Credit Lyonnais* per spiegare i rischi derivanti da questa situazione è possibile immaginare la situazione di una società (Alfa) il cui unico patrimonio è costituito da una pretesa risarcitoria del valore di 51 milioni di dollari vantata nei confronti di un'altra società (Beta) solvibile. L'unico debito di Alfa, invece, è rappresentato da un prestito obbligazionario di 12 milioni di dollari. Immaginiamo inoltre che, relativamente alla pretesa risarcitoria, vi sia il 25% di possibilità di una pronuncia in favore del risarcimento integrale del danno subito da Alfa, che vi sia il 70% di possibilità che la corte si limiti a riconoscere ad Alfa un risarcimento pari ai 4 milioni di dollari e che vi sia il 5% di possibilità che il giudice non accolga la domanda di risarcimento del danno, impedendo ad Alfa di conseguire alcunché. In questo caso il valore atteso della causa per Alfa è di 15,55 milioni di dollari (il 25% di probabilità di ottenere 51 milioni vale, infatti, 12,75 milioni di dollari che sommati a 2,8 milioni, ovvero il 70% di probabilità di ottenere 4 milioni di dollari e a zero nel caso in cui il giudizio raggiungono l'importo complessivo di 15,55 dollari). Dando per assunte queste premesse il valore complessivo di Alfa dovrebbe essere pari a 3,55 milioni di dollari in quanto questo è la differenza tra l'unico elemento dell'attivo e l'unico elemento del passivo, ovvero le obbligazioni ( $15,55 - 12 = 3,55$ ). Ciò detto occorre immaginare quale sia il comportamento degli amministratori di Alfa se la società Beta offre ad Alfa la somma di 17,5 milioni di dollari per transigere la causa. In questo caso il corrispettivo della transazione (17,5) è maggiore del valore atteso della causa (15,55), ciononostante, qualora vengano perseguiti unicamente gli interessi degli azionisti, una transazione non potrà essere conclusa a queste condizioni in quanto il valore atteso per gli azionisti è di 9,75 milioni di dollari nel caso in cui la causa proceda e soltanto 5,5 milioni di dollari qualora la transazione venga conclusa per 17,5 milioni di dollari. Questo avviene perché il 25% di probabilità di ottenere un risarcimento dei danni di 51 milioni comporta per gli azionisti la possibilità di ottenere 9,5 milioni di euro (ovvero il 25% di 39 *i.e.*  $51 - 12$ ), vale a dire una somma molto superiore a 3,55 ovvero il valore atteso della controversia per la società al netto dei debiti. In conclusione gli azionisti non saranno disposti ad accettare una transazione per meno di 21,5 milioni di dollari vale a dire una somma tale che consenta loro di ottenere almeno 9,5 milioni di dollari estinguendo il debito di 12 milioni di dollari che gli obbligazionisti vantano nei confronti della società.

Delaware. In *Production Resources* (221), la Chancery Court dello stato del Delaware ha escluso che esista un dovere fiduciario degli amministratori nei confronti dei creditori quando è presente nello statuto sociale una clausola che esclude la possibilità di agire contro gli amministratori per violazioni del *duty of care* (222); secondo la corte, infatti, la pretesa dei creditori sociali, non ha natura diversa rispetto a quella dei soci, e costituisce soltanto una tipica manifestazione del *duty of care* a cui viene aggiunta la legittimazione ad agire dei creditori sociali (223).

Probabilmente l'intero dibattito sul punto potrebbe essere meglio compreso alla luce di una possibile violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori in relazione alle diverse pretese di categorie di potenziali *residual claimant* (224).

---

(221) *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

(222) Il riferimento è ovviamente alla § 102(b)(7) del DGCL.

(223) Il Chancellor Strine in *Production Resources* afferma, infatti, che: "the fact of insolvency simply makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm's value and logically gives them standing to pursue these claims to rectify that injury. Put simply, when a director of an insolvent corporation, through a breach of fiduciary duty, injures the firm itself, the claim against the director is still one belonging to the corporation". Così argomentando Strine conclude che non vi è nessuna ragione per escludere che anche in questi casi possa trovare applicazione la § 102 (b)(7) del DGCL: "[i]t would be puzzling if, in insolvency, the equitable law of corporation *expands* the rights of firms to recover against their directors so to better protect creditors, who, unlike shareholders, typically have the opportunity to bargain and contract for additional protections to secure their positions".

(224) Le corti degli Stati Uniti d'America hanno avuto modo di esaminare quali siano le conseguenze sui doveri fiduciari degli amministratori derivanti dall'emissione da parte della società di diverse categorie d'azioni. In *Zahn v. Transamerica Corp.*, 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947), il Third Circuit della Corte d'Appello Federale affrontò il problema dell'esistenza o meno di un dovere fiduciario degli amministratori specificamente rivolto a singole categorie di azioni. Il caso aveva ad oggetto la decisione relativa all'opportunità o meno concessa agli amministratori di una società (Axton-Fischer) di procedere al riscatto delle azioni appartenenti ad una determinata categoria (Class A shares). Nella fattispecie in esame il socio di maggioranza della società (Transamerica) era portatore della totalità delle azioni di una categoria (Class B shares) e della maggio-

Ad eccezione della particolare situazione in cui si vengono a trovare gli amministratori quando la società è vicina all'insolvenza le corti nordamericane non riconoscono l'esistenza di un dovere fiduciario nei confronti degli obbligazionisti e dei creditori della società. Questo principio è stato espresso ad esempio in *Metropolitan Life* (225). La corte in questo caso concluse che non può sussistere un dovere fiduciario degli amministratori nei confronti degli obbligazionisti se questo non è stato previsto al momento dell'emissione del prestito obbligazionario. Prevedendo *ex post* un dovere fiduciario implicito si verrebbe a minare, infatti, il meccanismo di determinazione del prezzo delle obbligazioni sul mercato in quanto *ex ante* tale obbligo non è stato previsto nelle condizioni di emissione del prestito (226).

---

ranza delle azioni dell'altra categoria (Class A shares) e il consiglio di amministrazione della società era dominato da soggetti legati a Transamerica. L'attività svolta di Axton-Fischer era quella di commerciare tabacco bene di cui possedeva un'ingente quantità. Allo scoppio della Seconda Guerra Mondiale il valore del tabacco aumentò considerevolmente e questo repentino aumento indusse il socio di maggioranza, ovvero Transamerica, a prendere in considerazione la possibilità di liquidare Axton-Fischer. La Class A delle azioni della società dava diritto al doppio del valore di liquidazione delle Class B, ma, d'altra parte, le azioni appartenenti a questa categoria potevano essere riscattate a un prezzo vantaggioso rispetto al potenziale valore di liquidazione delle stesse. Gli amministratori di Axton-Fischer decisero di riscattare le azioni di questa società e soltanto in un secondo momento procedettero alla liquidazione della società. In questo caso la corte riconobbe che, nel riscattare le azioni di Axton-Fischer, gli amministratori di questa società avevano violato il loro dovere fiduciario nei confronti dei soci della Class A. In modo simile, se si considerano le obbligazioni di una società vicina all'insolvenza come *residual claim* al pari delle azioni emesse dalla stessa società, il problema dei rapporti tra i diritti degli obbligazionisti e quelli degli azionisti può essere assimilato, almeno in senso lato, a quello esistente tra i soci portatori di diverse categorie di azioni.

(225) *Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.*, 716 F.Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).

(226) I problemi principali derivano dall'esistenza di un dovere fiduciario nei confronti di azionisti privilegiati. In questo caso, infatti, non è possibile ritenere tali soggetti siano in senso stretto dei *residual claimant*. D'altro canto, come ricorda anche S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 435, le condizioni di un prestito obbligazionario, al contrario di quanto avviene per le azioni privilegiate, nella pratica societaria degli Stati Uniti tendono a coprire ogni tipo di eventualità; di conseguenza non pare completamente insensato prevedere un dovere fiduciario a favore anche degli azionisti privilegia-

---

ti. Come nota, tuttavia, anche questo autore il problema deve essere inquadrato nella sua giusta dimensione. Ammesso, infatti, che gli azionisti privilegiati non sono *residual claimants* della società, non è facile determinare come gli amministratori possano in concreto perseguire contemporaneamente gli interessi degli azionisti ordinari e di quelli privilegiati. Di conseguenza il rapporto esistente tra gli azionisti privilegiati e gli amministratori non potrebbe essere inquadrato nello schema tipico dell'obbligazione fiduciaria, ma dovrebbe avere una natura semplicemente contrattuale e dovrebbe porsi come obiettivo quello di non usurpare gli azionisti privilegiati dei vantaggi che lo statuto garantisce loro. Tale dovere, che Bainbridge definisce di *good faith* (da non confondersi con il dovere di *good faith* societario che abbiamo avuto modo di esaminare in precedenza cfr. *supra* cap. 1, par. 2), potrebbe essere considerato implicito nel rapporto esistente tra la società e gli azionisti privilegiati così come è considerato implicito in materia di prestiti obbligazionari (cfr. *Metropolitan Life*). Su quest'ultimo dovere implicito occorre, tuttavia, essere chiari: così come gli azionisti non potranno ottenere nulla di più (o di meno) di quanto indicato nelle condizioni del prestito a scapito di minare il meccanismo di formazione del prezzo delle obbligazioni, allo stesso modo anche i portatori di azioni privilegiate non potranno essere deprivati di quanto in *good faith* può spettare loro in forza dello statuto sociale. L'eventuale maggiore incertezza in cui si verranno a trovare questi soggetti in relazione ai loro *claim* potrà essere rimediata attraverso la diversificazione del loro portafoglio di investimento. Sul punto si veda, tuttavia, *Jedwab v. MGM Grand Hotel, Inc.*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986) in cui viene riconosciuta la dualità della natura delle azioni privilegiate e viene sancita l'esistenza di un dovere fiduciario degli amministratori nei confronti degli azionisti privilegiati.

### CAPITOLO III

#### I DOVERI FIDUCIARI DEGLI AMMINISTRATORI

#### NELLE OPERAZIONI DI *MERGER AND ACQUISITION*

SOMMARIO: 1. *Standard of conduct e standard of review* nelle operazioni di *merger and acquisition*. – 2. *Sale of control transaction*. – 3. *Change of control transaction*. – 4. *Tender offer defensive measure*. – 5. *Cash out merger e tender offer cash out merger*. – 6. *Deal protection e termination fee*.

1. *Standard of conduct e standard of review nelle operazioni di merger and acquisition*. – Le operazioni di gestione straordinaria o, per utilizzare la terminologia utilizzata dalla dottrina e nella pratica del diritto degli Stati Uniti d'America, relative a *merger and acquisition* rappresentano un importante banco di prova per i doveri fiduciari degli amministratori in generale e per il *duty of loyalty* in particolare. Alcune delle situazioni che si vengono a creare in queste operazioni sono già state analizzate in precedenza quando sono stati esaminati in generale i principi che regolano il *duty of loyalty* nella normale gestione della società. Vedremo, tuttavia, come molte operazioni di gestione straordinaria presentino caratteri tali da rendere necessarie alcune distinzioni rispetto ai principi enunciati nella sezione precedente relativi alla classica ricostruzione dei doveri fiduciari degli amministratori.

Il presente capitolo si pone come obiettivo quello di porre in rilievo le particolarità che si vengono a creare in un ristretto numero di ipotesi che possono dare adito a problemi specifici nell'applicazione degli obblighi fiduciari degli amministratori. In primo luogo verrà esaminato il problema dell'esistenza di un dovere fiduciario dell'azionista di controllo nei confronti degli azionisti di minoranza quando la società viene trasferita ad un altro soggetto; un secondo problema oggetto del presente capitolo sarà

quello concernente la giurisprudenza delle Corti del Delaware sulle cosiddette *change of control transaction* e riconducibile al caso *Revlon* <sup>(227)</sup>. Nel paragrafo successivo verranno invece esaminati i limiti che il diritto societario degli Stati Uniti d'America ed in particolare il diritto dello stato del Delaware impone alla libert  degli amministratori di adottare tecniche difensive contro offerte pubbliche d'acquisto. Tale problema, ovviamente, verr  esaminato alla luce di quale sia lo *standard of conduct* e lo *standard of review* che le corti possono applicare alle delibere dei consigli di amministrazione che approvano tali misure protettive. Il quinto paragrafo affronter  il tema dei *cash out merger* che rappresenta la situazione paradigmatica in cui vi   il rischio che un socio di maggioranza abusi della propria posizione di controllo a danno dei soci di minoranza. Infine, verr  esaminato il tema poco noto ma di fondamentale importanza delle cosiddette clausole di *deal protection* usualmente adottate nella conclusione di operazioni di *merger and acquisition*. Ovviamente anche questi temi verranno esaminati alla luce di quale debba essere lo *standard of conduct* e lo *standard of review* applicabile alle decisioni del consiglio di amministrazione con cui tali clausole vengono adottate.

2. Sale of control transaction. – Ai fini della presente indagine un primo aspetto interessante delle operazioni di gestione straordinaria nel diritto degli Stati Uniti d'America pu  essere individuato nell'esame dei principi ricavabili soprattutto da orientamenti della giurisprudenza in materia di operazioni che comportano il trasferimento del controllo di una societ  da un soggetto ad un altro. Secondo il principio generale che emerge dalle pronunce delle corti del Delaware un azionista pu , salvo patto contrario, vendere liberamente la propria partecipazione a terzi senza

---

<sup>(227)</sup> *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., cit.*

che gli altri soci possano in alcun modo lamentarsi della dannosità di tale operazione nei loro confronti <sup>(228)</sup>.

Questo principio si scontra, tuttavia, con un'altra regola generale del diritto societario del Delaware in base alla quale il socio che detiene il controllo di una società ha nei confronti dei soci di minoranza un dovere fiduciario simile a quello degli amministratori <sup>(229)</sup>. È chiaro che in realtà questi due principi non si pongono in diretto contrasto tra loro. Occorre rilevare, tuttavia, se, una volta che è stato riconosciuto in capo ai soci di maggioranza un dovere fiduciario nei confronti dei soci di minoranza, tale dovere fiduciario possa trovare applicazione anche al di fuori della semplice gestione della società, ovvero quando si trasferisce a terzi il potere di controllare la società e, quindi, anche il potere di abusare di questa particolare posizione.

Il conflitto tra queste due diverse impostazioni venne affrontato dalla giurisprudenza nel caso *Carter* <sup>(230)</sup> nel quale tale problema venne risolto in modo singolare. Venne stabilito, infatti, che gli azionisti di controllo che trasferiscono a terzi la propria partecipazione non possono essere tenuti a rispondere per un'eventuale violazione del *duty of loyalty*, ma possono essere considerati responsabili per una violazione del *duty of care*. Secondo, quindi, questa decisione della Corte Suprema del Delaware un socio di controllo che trasferisce a terzi la propria partecipazione non è completamente libero di fare ciò; d'altro canto occorre anche rilevare che lo *standard of conduct* applicabile alla decisione di cedere la propria

---

<sup>(228)</sup> *Frantz Manufacturing Co. v. EAC Industries*, 501 A.2d 401 (Del. 1985); *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.*, 397 N.E.2d 387 (N.Y. 1979).

<sup>(229)</sup> Sul punto si veda *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107 (Del. 1952); cfr. *supra* cap. 2, par. 10.

<sup>(230)</sup> *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222 (Del. 1990).

partecipazione sarà quello del *duty of care* e lo *standard of review* quello della *business judgment rule* <sup>(231)</sup>.

Da un punto di vista teorico il problema da risolvere in casi, in cui vi è il trasferimento della partecipazione di controllo in una società, come *Carter* è quello di determinare se gli azionisti di minoranza abbiano il diritto di partecipare al premio di controllo che viene trasferito con la partecipazione di maggioranza. Da un punto di vista concreto tale diritto non è mai stato riconosciuto dalle corti degli Stati Uniti d'America <sup>(232)</sup>. Nonostante il rifiuto di questo principio appaia ben radicato nel diritto nordamericano non mancano decisioni in cui, come avvenuto in *Carter*, le corti hanno ideato dei correttivi a vantaggio degli azionisti di minoranza per limitare l'entità del premio di controllo che può essere conseguito dal socio di maggioranza. In alcuni casi, infatti, per evitare che la cessione a terzi si trasformi in un tipo particolare di abuso compiuto dal socio di maggioranza a danno del socio di minoranza, sono stati previsti dei limiti

---

<sup>(231)</sup> In precedenza è già stato rilevato come in concreto sia estremamente difficile che le corti riconoscano una violazione del *duty of care*. Ciò non esclude tuttavia che vi possa comunque essere un interesse ad agire contro gli amministratori. L'oggetto della decisione della Chancery Court del Delaware in *Carter*, ad esempio, non era il merito della controversia ma una *motion to dismiss*. In sostanza tale decisione aveva ad oggetto la possibilità stessa di far valere una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori qualora vi fosse stato il trasferimento della partecipazione di controllo di una società. Il punto è efficacemente chiarito dalla stessa corte: “[defendant move] to dismiss for failure to state a claim upon which relief may be granted. This motion raises novel questions of Delaware law. Stated generally the most basic of these questions is whether a controlling shareholder of group may under any circumstances owe a duty of care to the corporation in connection with the sale of a control block of stock. If such a duty may be said to exist under certain circumstances the questions in this case then become whether the facts alleged in the amended complain would permit the finding that such a duty arose in connection with the sale of the Mascolo group and was breached”. Se una causa riesce a superare una *motion to dismiss* la corte deve esaminare il merito della controversia; di conseguenza se una controversia riesce a superare questo primo scoglio gli attori hanno maggiore potere contrattuale nei confronti della controparte in sede transazione della lite.

al principio di libera trasferibilità della partecipazione di controllo. La tecnica utilizzata dalle corti per cercare di porre un argine agli abusi più evidenti è stata quella di prevedere un dovere fiduciario in capo al soggetto che trasferisce questa partecipazione. Tale soluzione, in verità, appare discutibile in quanto, quando un soggetto trasferisce a terzi la propria partecipazione di controllo ad un prezzo molto vantaggioso non si può dire che vi sia stata una violazione di alcun dovere fiduciario. Se poi, in un secondo momento, l'acquirente, subentrato al socio di maggioranza, compie atti tali da pregiudicare i diritti dei soci di minoranza non vi è dubbio che si potrà parlare di violazione dei doveri fiduciari. Tale violazione, tuttavia, non potrà essere imputata in alcun modo al socio che aveva ceduto la propria partecipazione di controllo, ma dovrà essere completamente ascritta in capo al soggetto che, al momento del compimento della condotta lesiva degli interessi dei soci di minoranza, deteneva la partecipazione nella società<sup>(233)</sup>.

Ammesso che da un punto di vista teorico non ha molto senso prevedere un obbligo fiduciario in capo al socio di controllo che trasferisce la propria partecipazione ad un terzo, si deve dire che da un punto di vista applicativo in particolari situazioni può avere senso limitare la libertà dei soci di controllo. Un'eccezione al principio sopra enunciato può essere

---

<sup>(232)</sup> Sul punto si vedano F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 639 ss.; S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 348 s.; per uno dei pochi casi che sembra sostenere il principio opposto di si veda, invece, *Jones v. Ahmanson & Co., cit.*

<sup>(233)</sup> Sul punto si vedano le efficaci considerazioni di F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Corporate Control Transactions*, in *Yale L. J.*, vol. 91, 1982, p. 271 ss., i quali argomentando con un approccio di chiara matrice Chicagoan sostengono che: "[d]oubtless not all public shareholders have the same good fortune as those who held Newport Steel [n.d.r. gli autori si riferiscono alla situazione che si era venuta a creare nel caso *Perlman* che tra breve verrà esaminato anche in questa sede]. Looting is a profitable transaction under some circumstances. Existing holders of control, no less than prospective purchasers, however, have an incentive to put their hands in the till, and a proposal to ban sales of control at a premium as an antidote to looting is like a proposal to ban investment in common stocks as an antidote to bankruptcy".

trovata, ad esempio, in quelle cessioni del pacchetto di controllo che oltreoceano vengono qualificate come *sale to a looter* ovvero cessioni a favore di soggetti che diventano soci con la sola finalità di appropriarsi di beni sociali. L'ipotesi tipica di *sale to a looter* si verifica quando il cessionario del pacchetto di controllo liquida i beni della società e si appropria illecitamente del denaro sociale. Qualora si verifichi una tale situazione alcune pronunce hanno affermato che il cedente potrà essere considerato responsabile di tali abusi.

Il problema principale di questa eccezione al principio generale di libera trasferibilità della partecipazione è rappresentato dal fatto che – nella maggioranza dei casi – chi cede il pacchetto di controllo in una società non è in grado di determinare se il cessionario intende conseguire tale partecipazione per abusare della propria posizione di controllo a danno della società, oppure se egli effettivamente valuta il pacchetto di controllo più di quanto non lo valuti il cedente. In sostanza, il cessionario non ha alcun interesse a rivelare al cedente le proprie intenzioni in relazione alla futura gestione della società. In alcuni casi – in verità rari – le corti degli Stati Uniti hanno comunque ritenuto che fosse possibile ravvisare una responsabilità per violazione degli obblighi fiduciari in capo al soggetto cedente. Così, ad esempio, in *DeBaun* <sup>(234)</sup>, la Corte d'Appello della California riconobbe che il cedente di una partecipazione di controllo aveva violato i propri doveri fiduciari nei confronti dei soci di minoranza in quanto egli era conoscenza di alcune informazioni che avrebbero potuto far dubitare del fatto che l'acquirente non avrebbe abusato della propria posizione di controllo <sup>(235)</sup>. In altri casi le corti hanno ritenuto che la

---

<sup>(234)</sup> *DeBaun v. First Western Bank and Trust Co.*, 120 Cal.Rprt. 354 (Cal. App. 1975).

<sup>(235)</sup> In questa linea di casi possono essere compresi anche i principi enunciati nel sopramenzionato caso *Carter*, il quale prevede che possa essere riconosciuta la re-

stessa natura del patrimonio della società ceduta possa influenzare il giudizio sulla violazione del dovere di fedeltà dei soci di controllo che cedono la società; secondo il principio espresso in questi casi, infatti, se i beni della società possono essere liquidati agevolmente dal cessionario del pacchetto di controllo, sarà più facile provare la responsabilità del cedente (236).

Uno dei casi più importati e istruttivi sui rischi connessi alle *sale of control* è il caso *Perlman* (237) che, in verità trovò origine in un contesto molto particolare: Newport Steel era una società posseduta al 37% da Feldmann e, di fatto, da egli controllata. Per aggirare la regolamentazione dei prezzi dell'acciaio causata dallo scoppio della guerra di Corea, Feldmann aveva elaborato un piano che si fondava sulla conclusione di contratti di mutuo gratuiti stipulati tra i clienti di Newport Steel e la società stessa. Alcuni tra i clienti di Newport Steel proposero a Feldmann di acquistare la sua partecipazione nella società e una volta ottenuto il controllo di questa, dopo aver pagato un consistente premio di controllo, abolirono il piano di prestiti gratuiti elaborato da Feldmann, che, in quanto clienti della società danneggiava proprio i nuovi soci di maggioranza che erano subentrati a Feldmann.

Gli azionisti di Newport Steel decisero, quindi, di agire contro Feldmann per ottenere il riconoscimento della violazione dei doveri fiduciari in relazione al trasferimento della partecipazione di controllo, violazione che la corte nel caso specifico riconobbe e obbligò Feldmann a

---

sponsabilità del venditore quando le circostanze sono tali da mettere in guardia *a reasonably prudent person*.

(236) Il principio è stato enunciato nell'ormai risalente caso *Gerdes v. Reynolds*, 28 N.Y.S.2d 622 (Sup. Ct. 1941).

(237) *Perlman v. Feldmann*, 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955).

restituire una parte del corrispettivo ottenuto con la cessione della quota di controllo.

*Perlman* è sicuramente uno dei casi più problematici in relazione allo studio dei doveri fiduciari dei soci di maggioranza. Il caso potrebbe essere molto più agevolmente considerato come una violazione del *duty of loyalty* compiuta dai nuovi soci di controllo che decisero di abolire il piano di prestiti ideato da Feldmann, problema che, tuttavia, la corte non affrontò. Al limite il caso potrebbe essere interpretato anche come espressione dell'orientamento giurisprudenziale che vieta la cessione della partecipazione di controllo a soggetti che intendono liquidare i beni della società appropriandosi delle somme ottenute. Anche questa lettura del caso, tuttavia, come rilevano Easterbrook e Fischel non soddisfa: se, infatti, la consistenza del premio di controllo pagato a Feldmann fosse effettivamente dipesa dalla possibilità concessa agli acquirenti del pacchetto di controllo di abusare della posizione dei soci di minoranza cancellando il piano di prestiti elaborato da Feldmann, sarebbe stato logico aspettarsi una diminuzione del valore di mercato delle azioni di Newport Steel, evento che nella realtà non si verificò<sup>(238)</sup>. In conclusione non sembra che il caso *Perlman* possa assurgere a paradigma nella definizione

---

<sup>(238)</sup> F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Corporate Control*, p. 271 ss. L'esempio ideato da questi due autori può aiutare a comprendere meglio il loro pensiero: si immagina che Newport Steel abbia emesso soltanto 100 azioni e che il valore di mercato di ciascuna azione sia 12\$. Se gli acquirenti del pacchetto di controllo di 37 azioni di proprietà di Feldmann avessero pagato 20\$ per azione, assicurando un premio di controllo di 8\$ ad azione (ovvero 296\$ in totale) e tale corrispettivo fosse stato ottenuto a danno dei soci di minoranza, il valore di mercato della società sarebbe dovuto scendere consistentemente. Nello specifico, se il premio di controllo di 8\$ fosse derivato unicamente dalla possibilità concessa ai nuovi soci di maggioranza di abusare dei soci di minoranza i 296\$ spesi per acquisire il controllo della società sarebbero dovuti essere compensati da una diminuzione del valore di mercato delle azioni di Newport Steel di circa 4,75\$, fatto che nella realtà non si verificò. Al contrario, come ricordano gli autori, il mercato accolse positivamente la notizia del trasferimento della partecipazione di proprietà di Feldmann.

degli obblighi fiduciari dei soci di controllo che decidono di trasferire la propria partecipazione a terzi.

Prescindendo dall'approccio giurisprudenziale al problema dei doveri fiduciari dei soci di maggioranza che trasferiscono il pacchetto di controllo di controllo della società, occorre notare che anche gli ALI Principles hanno provveduto a regolare il problema prevedendo una disciplina specifica per risolvere la questione. Secondo quanto previsto alla § 5.16 dei Principles:

“[a] controlling shareholder has the same right to dispose of voting equity securities as any other shareholder, including the right to dispose of those securities for a price that is not made proportionally available to other shareholders”.

Anche gli ALI Principles riconoscono, quindi, ai soci di maggioranza il diritto di godere del premio di controllo eventualmente loro spettante da un trasferimento delle proprie azioni, senza che per questa sola ragione i soci di minoranza possano invocare una violazione del *duty of fair dealing*. Secondo il disposto della § 5.16 è possibile trovare a questa regola generale due eccezioni: (a) in primo luogo, l'azionista che ha il controllo della società viola il proprio dovere di *fair dealing* se non provvede a tenere informati anche gli altri azionisti con i quali sta conducendo trattative in relazione alla cessione della propria partecipazione nella società; (b) in secondo luogo vi è una violazione del dovere fiduciario dei soci di controllo nei confronti dei soci di minoranza anche quando dalle circostanze risulta che il cessionario della partecipazione una volta acquisito il controllo della società violerà i propri doveri fiduciari per

ottenere un significativo vantaggio economico per sé stesso o per un proprio *associate* (239).

L'approccio seguito dagli ALI Principles al problema del *transfer of control* offre alcuni interessanti spunti di riflessione. Innanzitutto, si può rilevare che in base ai Principles il problema del *transfer of control* dà luogo ad una violazione del *duty of fair dealing* e non ad una violazione del *duty of care* così come risultava, invece, dalla elaborazione proposta dalla Corte Suprema del Delaware in *Carter*. In secondo luogo anche nei Principles, così come emerge dalla giurisprudenza, è previsto che vi sia un'eccezione al principio generale di libera trasferibilità in quei casi in cui il cedente è a conoscenza del fatto che il cessionario ha intenzione, una volta ottenuto il controllo della società, di violare i propri doveri fiduciari nei confronti dei soci di minoranza.

In conclusione, il quadro che emerge dall'esame della giurisprudenza e dagli ALI Principles su quali siano i doveri fiduciari degli amministratori nelle *transfer of control transaction* non è del tutto chiaro. Gli ALI Principles e alcune pronunce giurisprudenziali affermano che in questi casi si possa parlare di una violazione del *duty of loyalty* (240); altre pronunce (241) ritengono invece che la decisione assunta dal socio di maggioranza di cedere il proprio pacchetto azionario debba essere esaminata alla luce del *duty of care* e della *business judgment rule*. In realtà il dovere fiduciario dei soci di maggioranza nelle *transfer of control transaction* ha

---

(239) Per quanto riguarda questa seconda ipotesi la formula esatta utilizzata dalla § 5.16 (b) degli ALI Principles prevede che un azionista di controllo non soddisfa il proprio *duty of fair dealing* se: "it is apparent from the circumstances that the purchaser is likely to violate the duty of fair dealing under Part V in such a way as to obtain a significant financial benefit for the purchaser or an associate".

(240) Tra queste, ad esempio, *Perlman*, che in sostanza verteva su una pretesa violazione della *corporate opportunity doctrine*.

(241) Cfr. *Harris v. Carter*, *cit.*

caratteristiche peculiari nel diritto degli Stati Uniti d'America, e solo in situazioni molto particolari potrà dirsi violato. Questa è anche la ragione per cui risulta difficile determinare se tali violazioni dei doveri fiduciari debbano essere interpretate alla luce del *duty of care* oppure del *duty of loyalty*.

3. *Change of control transaction*. – In molte ipotesi le società nordamericane non hanno un socio di riferimento che può trasferire ad terzi il controllo della società. In questi casi, qualora un soggetto estraneo alla società intenda acquisirne il controllo, diventa fondamentale il ruolo giocato dagli amministratori che possono favorire o meno il terzo nel raggiungimento di questo scopo. Se una società, infatti, non è controllata da nessuno ed è contendibile il premio di maggioranza sarà distribuito equamente tra tutti i soci. Al contrario, se la maggioranza nella stessa società viene ad essere posseduta da un unico soggetto costui godrà del premio di controllo; di conseguenza le azioni degli altri soci si troveranno ad avere un valore inferiore rispetto a quello che avrebbero se la società fosse contendibile. Per questa ragione occorre esaminare con grande scrupolo tutte quelle situazioni in cui da una società ad azionariato diffuso e senza soci di controllo si passa ad una società in cui un soggetto si trova in una posizione di controllo. Da un punto di vista pratico ai fini della nostra indagine l'importanza delle *change of control transaction* deriva dal fatto che le corti del Delaware hanno elaborato un dovere fiduciario particolare a cui gli amministratori devono sottostare qualora decidano di favorire qualcuno nell'acquisizione della società.

In teoria la decisione del consiglio di amministrazione di favorire o meno l'acquisizione del controllo di una società, fatta salva, ovviamente, l'esistenza di un conflitto di interessi, dovrebbe essere considerata una

semplice scelta di gestione degli amministratori. Di conseguenza essa dovrebbe riesaminata dalle corti dalla luce della *business judgment rule*. Nel caso *Revlon*, tuttavia, la Corte Suprema del Delaware non seguì questa impostazione, ma ricostruì un obbligo fiduciario specifico per regolare il comportamento degli amministratori in queste situazioni.

I fatti di *Revlon* <sup>(242)</sup> sono piuttosto complessi, ma possono essere qui riassunti brevemente: Pantry Pride stava cercando di acquisire Revlon con una *tender offer* ostile, gli amministratori di Revlon, d'altra parte, erano intenzionati a respingere l'offerta di Pantry Pride. Nel tentativo di resistere alla offerta di Pantry Pride gli amministratori di Revlon si rivolsero ad un soggetto terzo, Fostermann, con il quale si accordarono per effettuare un *leveraged buy-out* della società, che, dopo ulteriori vicissitudini, andò a buon fine. La Corte Suprema del Delaware venne quindi chiamata a esprimersi sul rispetto o meno da parte degli amministratori di Revlon dei propri doveri fiduciari nei confronti dei soci. Come vedremo nel prossimo paragrafo pochi mesi prima di questo caso la corte Suprema del Delaware aveva già deciso in *Unocal* <sup>(243)</sup> un altro caso fondamentale per lo studio dei doveri fiduciari degli amministratori nelle operazioni di *merger and acquisition* che avrebbe gettato le basi per la definizione dello *standard of review* delle decisioni del consiglio di amministrazione in relazione all'adozione di misure difensive contro le offerte pubbliche d'acquisto <sup>(244)</sup>. La corte, ben consapevole dell'orientamento assunto in *Unocal* decise tuttavia di seguire un

---

<sup>(242)</sup> *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, cit.*

<sup>(243)</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, cit.*

<sup>(244)</sup> Vedremo, infatti, che la Corte Suprema del Delaware adotta un criterio più severo della *business judgment rule* per riesaminare l'adozione di misure difensive da parte del consiglio di amministrazione.

approccio differente per risolvere la situazione che si era venuta a creare in Revlon e in celebre passaggio così argomenta:

“[h]owever, when Pantry Pride increased its offer to \$ 50 per share, and then to \$ 53, it became apparent to all that the break-up of the company was inevitable. The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the Unocal standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company” (245).

In sostanza la corte sostiene che nel caso specifico non è più possibile riesaminare l'operato degli amministratori alla luce dei doveri fiduciari generalmente applicabili in situazioni come *Unocal* in cui si deve decidere in relazione all'adozione di misure difensive contro una *tender offer*. La corte sottolinea, infatti, il fatto che ad un certo momento della battaglia tra il consiglio di amministrazione di Revlon e Pantry Pride divenne chiaro che si sarebbe dovuto comunque procedere alla cessione della società e che di conseguenza sarebbe comunque dovuta cambiare la linea imprenditoriale dell'ente. L'unica scelta che in questo caso restava agli amministratori era quella di determinare quale soggetto sarebbe stato opportuno agevolare nell'acquisizione del controllo della società. In questa situazione, quindi, non aveva più senso che gli amministratori si ponessero

---

(245) *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, cit.*

in un'ottica di continuità di impresa, in quanto la società in futuro sarebbe stata sottoposta al controllo di un soggetto e, molto probabilmente, sarebbe anche stata gestita da altri amministratori. In situazioni di questo tipo gli amministratori si trasformano allora in una specie di "banditore" della società ed il loro obiettivo ultimo diventa quello di ottenere il prezzo più alto come corrispettivo delle partecipazioni degli azionisti <sup>(246)</sup>.

Il cosiddetto *Revlon duty* rappresenta un'interessante deviazione di creazione giurisprudenziale dalla classica ricostruzione dei doveri fiduciari degli amministratori legata alla distinzione tra *duty of care* e *duty of loyalty* <sup>(247)</sup>. Numerosi casi successivi hanno aiutato la dottrina a comprendere in quali situazioni questo particolare dovere possa nascere. In *Ivanhoe* <sup>(248)</sup>, ad esempio, la fattispecie che si presentò all'esame della Corte Suprema del Delaware era molto simile a quella che si era già

---

<sup>(246)</sup> È chiaro che questo cambiamento di prospettiva si ripercuote anche su tutte le scelte di gestione compiute dagli amministratori e anche sulla *ratio* stessa delle *business judgment rule*: se, infatti, l'unico obiettivo degli amministratori è quello di massimizzare nel breve periodo il valore della partecipazione sociale, non ha più senso che le corti si astengano dal valutare l'operato degli amministratori. In questo modo è anche possibile interpretare l'atteggiamento seguito dalla Corte Suprema del Delaware in relazione alle diverse *corporate constituency* della società. La corte in *Revlon* chiarisce, infatti, che: "[a] board may have regard for various constituencies in discharging its responsibilities, provided there are rationally related benefits accruing to the stockholders. However, such concern for non-stockholder interests is inappropriate when an auction among active bidders is in progress, and the object no longer is to protect or maintain the corporate enterprise but to sell it to the highest bidder". Sembra, quindi, che, secondo la legge del Delaware, gli amministratori possano perseguire interessi diversi rispetto a quello degli azionisti soltanto quando questa strategia possa avvantaggiare nel lungo periodo anche gli azionisti. Qualora, invece, non sia possibile perseguire una politica imprenditoriale gli amministratori dovranno limitarsi strettamente alla massimizzazione dello *shareholder value*.

<sup>(247)</sup> Già nel lontano 1924 la Court of Chancery del Delaware in *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining*, 125 A. 46 (Del. Ch. 1924) affermò in un *dictum* che accettare un'offerta più bassa per uno stesso oggetto avrebbe potuto far sorgere il dubbio di un comportamento illecito degli amministratori: "[w]here the standard of comparison is the absolute one of dollars in hand for the same identical thing, a discretion which would choose the smaller amount would be so manifestly abused as to convict itself of fraud".

<sup>(248)</sup> *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, *cit.*

verificata in *Revlon*. Anche in questo caso, infatti, una società (Gold Fields) si trovava ad essere oggetto di una *tender offer* ostile. Così come era accaduto in *Revlon* anche in *Ivanhoe* il consiglio di amministrazione della società agevolò la scalata di un altro soggetto – nel caso specifico Newport un socio della società – il quale giunse a detenere il 49,9% delle azioni di Gold Fields senza ottenerne, tuttavia, il controllo formale. Newport, quindi, confermò il precedente consiglio di amministrazione (249).

Chiamata a decidere sull'applicabilità in questo caso dei principi elaborati in *Revlon* la Corte Suprema del Delaware affermò che le due fattispecie seppur simili presentavano diversi elementi di distinzione. In primo luogo in *Ivanhoe*, al contrario di quanto era accaduto in *Revlon*, non si era ancora arrivati al punto in cui una cessione del controllo sarebbe stata comunque inevitabile. In secondo luogo il ruolo giocato da Newport in *Ivanhoe* non era improntato all'acquisizione il controllo di Gold Fields – che di fatto non ottenne mai – ma più semplicemente a difendere il proprio interesse a mantenere l'indipendenza della società. Il primo chiarimento che è possibile ricavare dal caso *Ivanhoe* in relazione ai doveri fiduciari degli amministratori in situazioni simili a *Revlon* è che quando gli amministratori non sono obbligati a rinunciare alla gestione della società e a cederne il controllo ad altri non può trovare applicazione il *Revlon duty*. Domanda differente, e che verrà esaminata in seguito, è quella della possibilità che gli amministratori possano scegliere tra la continuazione

---

(249) L'accordo raggiunto dagli amministratori di Gold Fields e Newmont, in realtà, era un po' più complesso di quanto indicato nel testo: Newport, infatti, si obbligava a non nominare più del 40% dei componenti del consiglio di amministrazione e a dare il proprio appoggio agli amministratori proposti dal consiglio di amministrazione per la restante parte della propria partecipazione.

della propria gestione dell'impresa sociale e la volontaria sottomissione al controllo di un altro soggetto.

Una volta delineato sommariamente il campo di applicazione del *Revlon duty*, le corti del Delaware si trovarono ad affrontare la delicata questione di quale fosse la natura di questo dovere fiduciario. Da un punto di vista teorico tre sono le possibili soluzioni di questo problema: in primo luogo si può ritenere che il *Revlon duty* sia espressione del *duty of care* e della *business judgment rule*, una seconda possibilità è quella di ritenere che, almeno in senso lato, questo dovere fiduciario possa essere ricondotto al *duty of loyalty* e all'*entire fairness test*. L'ultima possibilità è quella di ritenere che il *Revlon duty* si affianchi, aggiungendosi, ai due più classici doveri fiduciari <sup>(250)</sup>. La questione, che potrebbe sembrare prettamente teorica, ha in realtà conseguenze applicative molto importanti in particolar modo per il diritto del Delaware, il quale, come è stato ripetuto più volte, sancisce alla § 102(b)(7) del DGCL che gli statuti sociali possano prevedere un'esclusione di responsabilità degli amministratori per violazioni del *duty of care*. Possibilità che, invece, è espressamente esclusa per le violazioni del *duty of loyalty* <sup>(251)</sup>.

Il problema venne affrontato dal Chacellor Allen in alcune importanti decisioni <sup>(252)</sup> e venne risolto nel senso che il dovere fiduciario che nasce

---

<sup>(250)</sup> Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, cit.*

<sup>(251)</sup> Cfr. *supra* cap. I, par. 2.

<sup>(252)</sup> Si vedano ad esempio *In re J.P. Stevens & Co., Inc., Shareholders Litigation*, 1542 A.2d 770 (Del. Ch. 1988); *In re RJR Nabisco Inc. Shareholders Litigation*, WL 7036 (Del. Ch. 1989); *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, WL 83147 (Del. Ch. 1988). Tutti questi casi avevano ad oggetto situazioni in cui le trattative concernenti la cessione della società erano state condotte da amministratori disinteressati e in tutti questi casi il Chancellor Allen concluse che lo *standard of review* applicabile sarebbe stato quello della *business judgment rule*. Un aspetto interessante di queste decisioni è rappresentato dal fatto che nelle sue *opinion* Allen sostenne che il caso *Revlon* debba essere inquadrato come un'applicazione del *duty of loyalty* più che come un'applicazione del *duty of care*; in *Fort Howard*, ad esempio, Allen riferendosi a *Re-*

in situazioni simili a *Revlon* deve essere riesaminato dalle corti attraverso la *business judgment rule*. In altri casi, tuttavia, le corti del Delaware assunsero un atteggiamento meno liberale: in *Holly Farms* <sup>(253)</sup>, ad esempio, la Chancery Court interpretò il dovere fiduciario elaborato in *Revlon* come espressione di un dovere fiduciario autonomo e diverso sia dal *duty of care* che dal *duty of loyalty*.

Alla questione venne data una prima risposta dalla Corte Suprema del Delaware nel caso *Mills* <sup>(254)</sup>, nel quale venne affermato che il dovere elaborato in *Revlon* rappresentava una manifestazione particolare dello *standard of review* elaborato nel caso *Unocal* <sup>(255)</sup>, il quale, come analizzeremo in seguito, prevede il cosiddetto *enanced scrutiny test*. Per il momento è sufficiente rilevare che secondo *Mills* non vi sono particolari differenze tra lo *standard of review* applicabile alle *tender offer defensive measure* e quello applicabile in casi come *Revlon* in cui vi è un *change of control*; in conclusione il caso *Revlon* potrebbe essere ricondotto ad una particolare violazione del *duty of loyalty* <sup>(256)</sup>.

---

*vlon* afferma che: "I understand that case as essentially a breach of loyalty case in which the board was not seen as acting in good faith pursuit of the shareholder's interests".

<sup>(253)</sup> In re Holly Farms Corporation Shareholders Litigation, WL 7036 (Del. Ch. 1988).

<sup>(254)</sup> Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

<sup>(255)</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., cit.

<sup>(256)</sup> È interessante rilevare che anche dopo *Mills* le corti del Delaware hanno continuato a ritenere che, almeno in situazioni particolari, la violazione del dovere fiduciario elaborato in *Revlon* possa essere considerata come una violazione del *duty of care*. In *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, (Del. 1989), la Corte Suprema del Delaware affermò che anche quando vi sia un *change of control* non è necessario in ogni caso che si provveda ad un effettivo *market check* mediante un'asta della società. In questo caso emerge quindi anche l'aspetto procedurale del *Revlon duty* che assume connotati simili all'obbligo di agire in modo informato elaborato in *Van Gorkom*. In conclusione, sembra possibile affermare che, nonostante il riconoscimento del fatto che il dovere fiduciario elaborato in *Revlon* deve essere in primo luogo interpretato come una violazione del *duty of loyalty*, è comunque possibile individuare in questo dovere fiduciario anche alcuni elementi che di regola vengono ascritti al *duty of care* come, ad esempio, il dovere di agire in modo informato.

Nonostante *Mills* avesse risolto i problemi più strettamente connessi alla natura dei doveri fiduciari degli amministratori nelle *change of control transaction*, alcuni casi successivi offrono ulteriori spunti per cercare di comprendere l'effettivo campo di applicazione di questo dovere fiduciario. Due famose decisioni in particolare, che videro coinvolta Paramount, offrono interessanti elementi di riflessione su questo problema <sup>(257)</sup>.

In *Time* la corte Suprema del Delaware creò un'importante eccezione al dovere di condurre un'asta elaborato in *Revlon*. *Time* aveva ad oggetto l'esame del comportamento tenuto dagli amministratori di Warner nella fusione con Time. L'operazione oggetto di controversia sarebbe stata conclusa mediante una fusione tra le due società e gli azionisti di Warner al termine dell'operazione avrebbero ottenuto il 62% della società risultante dalla fusione che, quindi, non sarebbe stata sottoposta al controllo di nessun soggetto <sup>(258)</sup>. Pochi mesi dopo l'annuncio della fusione tra Time e Warner, ma prima che gli azionisti avessero approvato l'operazione <sup>(259)</sup>, Paramount lanciò una *all cash tender offer* sulle azioni di Time, che a quel tempo avevano un valore di mercato di 125\$ per azione, offrendo 175\$ per azione. Il consiglio di amministrazione di Time respinse l'offerta di Paramount <sup>(260)</sup> e lanciò a sua volta una *all cash*

---

<sup>(257)</sup> Il riferimento è al caso *Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990), e al caso *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

<sup>(258)</sup> L'operazione concordata tra Time e Warner era in realtà un po' più complessa di quanto descritto nel testo e rientrava nel paradigma del *forward triangular merger*. In realtà la fusione oggetto dell'operazione doveva essere conclusa da Warner e da una società controllata da Time a cui erano state conferite azioni di Time.

<sup>(259)</sup> Secondo il diritto del Delaware un'operazione così strutturata non avrebbe richiesto l'approvazione dei soci di Time in quanto questa società non era direttamente coinvolta nella fusione. Ciononostante, l'approvazione dei soci era richiesta in quanto prevista dalle norme regolamentari del NYSE in caso di emissione di una così consistente quantità di azioni.

<sup>(260)</sup> Time disponeva, infatti, di un ampio numero di *defensive measure* per resistere alla *tender offer* lanciata da Paramount.

*tender offer* per acquisire il 51% delle azioni di Warner <sup>(261)</sup>. Paramount a sua volta rispose alla *tender offer* di Time aumentando il corrispettivo della propria offerta da 175\$ a 200\$. Il consiglio di amministrazione di Time, tuttavia, decise ancora una volta di rifiutare l'offerta di Paramount.

Chiamata a giudicare sul comportamento degli amministratori di Time la Corte Suprema del Delaware dovette affrontare la questione dell'applicabilità del *Revlon duty* anche a questo caso. La corte concluse che in questa ipotesi non era possibile ritenere che gli amministratori dovessero rispettare il particolare dovere fiduciario espresso in *Revlon*. Venne ulteriormente chiarito, infatti, che il campo di applicazione di questo dovere era riservato a due differenti tipi di ipotesi:

“[t]he first, and clearer one, is when a corporation initiates an active bidding process seeking to sell itself or to effect a business reorganization involving a clear break-up of the company ... However, *Revlon* duties may also be triggered where, in response to a bidder's offer, a target abandons its long-term strategy and seeks an alternative transaction involving the break-up of the company” <sup>(262)</sup>.

In sostanza la situazione che si era venuta a creare in *Time* non poteva essere assimilata a quella presentatasi in *Revlon* in quanto la fusione tra Time e Warner rappresentava una precisa scelta imprenditoriale del consiglio di amministrazione di Time. Inoltre, un altro elemento da tenere in considerazione era rappresentato dal fatto che, considerata la struttura dell'operazione, non era possibile parlare in questo caso di un

---

<sup>(261)</sup> Agendo in questo modo Time avrebbe dovuto indebitarsi considerevolmente per pagare le azioni gli azionisti di Warner, ma, d'altra parte, avrebbe ottenuto il vantaggio di non dover ottenere l'approvazione degli azionisti per l'emissione di nuove azioni. L'offerta inoltre non era coercitiva in quanto Time aveva promesso agli azionisti di Warner un *back-end* di pari valore offerto nella *tender offer*.

<sup>(262)</sup> *Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc., cit.*

*change of control* poiché dopo la conclusione dell'operazione non vi sarebbe stato nessun azionista che avrebbe avuto il controllo della società<sup>(263)</sup>; l'intera operazione, in conclusione, doveva essere letta alla luce dello *standard of review* elaborato in *Unocal*.

Pochi anni dopo *Time* la Corte Suprema del Delaware si trovò a decidere in relazione ad un caso che vedeva ancora una volta coinvolta Paramount. Viacom e Paramount avevano concluso un *merger agreement* in cui il consiglio di amministrazione di Paramount aveva concesso a Viacom il diritto di acquisire Paramount mediante una fusione al termine della quale gli azionisti di Paramount avrebbero ottenuto in parte azioni e in parte denaro. Così come in *Time* Paramount aveva iniziato una *tender offer* per l'acquisto delle azioni di Time, allo stesso modo una società terza, QVC, cercò di intromettersi nella fusione tra Paramount e Viacom, lanciando anch'essa una *all cash tender offer* e prospettando nel *back-end* agli azionisti di Paramount una fusione con QVC<sup>(264)</sup>. Dopo ulteriori schermaglie il consiglio di amministrazione di Paramount rifiutò l'offerta di QVC e decise di procedere con la fusione con Viacom<sup>(265)</sup>.

---

<sup>(263)</sup> In realtà questo argomento non fu accolto dalla Corte Suprema, ma era stato formulato nel giudizio di primo grado dalla Chancery Court (cfr. *Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc.*, Fed. Sec. L. Rep. (CCh) P94,514, (Del. Ch. 1989).

<sup>(264)</sup> Il *back-end* non era strutturato come un *cash out merger* in quanto gli azionisti di Paramount avrebbero ottenuto delle azioni di QVC.

<sup>(265)</sup> Anche in questo caso è opportuno chiarire qualche ulteriore aspetto dell'operazione: nel *merger agreement* concluso tra Viacom e Paramount erano state previste alcune *deal protection* (cfr. *infra* par. 6) tra cui una *no-shop provision*, un *termination fee* di 100 milioni di dollari e uno *stock option agreement*. La *tender offer* di QVC era condizionata al venir meno dell'accordo di *stock option* stipulato tra Viacom e Paramount. Dopo che QVC lanciò la propria offerta su Paramount il consiglio di amministrazione di quest'ultima società rinegoziò con Viacom i termini del *merger agreement*. La decisione del consiglio di amministrazione di Paramount oggetto di esame da parte della corte in relazione alla condotta degli amministratori fu proprio quella di aver accettato *deal protection* simili anche nel secondo *merger agreement*, nonostante vi fosse stata nel frattempo l'offerta di QVC.

La situazione concreta che si era venuta a creare aveva numerose affinità con quella che abbiamo appena esaminato in *Time*, di conseguenza sarebbe stato corretto prefigurarsi che alle decisioni del consiglio di amministrazione di Paramount sarebbe stato applicato l'*enanced scrutiny test* come elaborato in *Mills* e *Unocal* piuttosto che il particolare criterio di riesame formulato in *Revlon*. La Corte Suprema del Delaware, tuttavia, decise in senso contrario e sancì che in questo caso sarebbe stato applicabile il *Revlon duty*, operando una distinzione tra la fattispecie oggetto di esame in questo caso rispetto a quella affrontata in *Time*.

Un punto cruciale da tenere in considerazione esaminando *QVC* è rappresentato dal fatto che in nessun momento della fattispecie affrontata in questo caso si giunse, come invece era accaduto in *Revlon* ad un punto in cui la cessione del controllo di Paramount era inevitabile <sup>(266)</sup>. Ciononostante la corte sostenne che i principi elaborati in *Revlon* avrebbero potuto essere applicati non soltanto quando ormai fosse stato inevitabile un *break-up* della società, ma anche quando vi fosse stato semplicemente un *change of control* <sup>(267)</sup>. Nel caso in oggetto, infatti, – e al contrario di quanto era avvenuto in *Time* – al termine della fusione tra Viacom e Paramount, sarebbe nata una società soggetta al controllo

---

<sup>(266)</sup> Sarebbe stato logico applicare, quindi, i principi elaborati in precedenza in *Ivanhoe*.

<sup>(267)</sup> In *QVC* la Corte Suprema del Delaware sancisce questo principio in questi termini: “[a]ccordingly, when a corporation undertakes a transaction which will cause: (a) a change in corporate control; or (b) a break-up of the corporate entity, the directors’ obligation is to seek the best value reasonably available to the stockholders”. In conclusione un *Revlon duty* nasce non soltanto quando non è possibile evitare che vi sia un cambio di controllo nella società, ma anche, più semplicemente, quando da una società in cui il controllo è “vested in the fluid aggregation of unaffiliated stockholders” si passa ad una società in cui il controllo è “vested in a single person, entity or group”. La Chancery Court ha chiarito inoltre che l’applicazione dei *Revlon Duty* alle situazioni di *change of control* potrà verificarsi unicamente qualora si passi da una situazione in una società è priva di un socio di controllo a quella in cui un socio di controllo è presente e non,

dall'azionista di maggioranza di Viacom; di conseguenza gli azionisti di Paramount, società che prima della fusione non era sottoposta al controllo di nessun soggetto, avrebbero subito un danno causato dal *change of control*.

Un altro elemento che deve essere tenuto in considerazione nell'applicazione del particolare dovere fiduciario elaborato in *Revlon* è rappresentato dal corrispettivo che gli azionisti della società possono ottenere in seguito alla fusione. Se, infatti, a seguito della fusione gli azionisti di una società che partecipa alla fusione vengono compensati principalmente in denaro e non con azioni della nuova società lo *standard of review* sarà quello elaborato in *Revlon* in quanto in questo caso la situazione in cui si vengono a trovare gli azionisti non consente loro di poter trarre vantaggio di eventuali decisioni imprenditoriali di lungo periodo <sup>(268)</sup>.

Volendo riassumere in poche righe i principi più rilevanti che è possibile ricavare dalla giurisprudenza delle corti del Delaware in seguito

---

ad esempio, quando vi sia un semplice cambiamento del socio di controllo (cfr. In re Paxon Communications Corp. Shareholders Litigation, WL 812028 (Del. Ch. 2001).

<sup>(268)</sup> In questo senso si veda In re Lukens Shareholders Litigation, 757 A.2d 720 (Del. Ch. 1999), caso nel quale la *consideration* destinata agli azionisti di una delle società coinvolte nella fusione era rappresentata per il 38% da azioni di una società in cui non era presente un azionista di controllo e per il 62% da denaro; in questo caso, come rileva correttamente il Chancellor Lamb, "in any event for a substantial majority of the shareholders there is not long run". Il principio è indirettamente confermato anche da un'altra decisione (In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholders Litigation, 669 A.2d 59 (Del. 1995)) che ad un primo esame sembrerebbe supportare l'opposta tesi. Anche in *Santa Fe Pacific*, infatti, la *consideration* dell'operazione era formata in parte da denaro e in parte da azioni, in questo caso, tuttavia, la componente di denaro rappresentava soltanto il 33% dell'intero corrispettivo. Considerata, quindi, la situazione di incertezza in relazione a quale sia esattamente la soglia che comporta l'applicazione del *Revlon duty* il Chancellor Lamb in *Lukens* ha proposto il seguente criterio: "I take for granted, however, that a cash offer for 95% of a company's shares, for example, even if the other 5% will be exchanged for the shares of a widely held corporation, will constitute a chance of corporate control. Until instructed otherwise, I believe that purchasing more than 60% achieves the same result".

al caso *Revlon*, è possibile notare che lo *standard of review* applicabile ai casi che rientrano nel campo di applicazione di questo particolare dovere fiduciario sono differenti rispetto al *fairness test* e alla *business judgment rule*, anche se esso presenta profili di affinità con tutti e due questi doveri fiduciari. È stato rilevato, inoltre, che soltanto qualora si verificino situazioni molto particolari sarà effettivamente possibile richiamare questo dovere fiduciario; in particolare tale dovere potrà trovare applicazione in tutti quei casi in cui un azionista viene ad essere privato del premio di controllo. Un ultimo aspetto fondamentale per valutare se un'operazione comporta l'applicazione del particolare *standard of review* elaborato in *Revlon* può essere individuato nella possibilità che la scelta operata dal consiglio di amministrazione rientri in una prospettiva di continuità imprenditoriale, oppure se una continuità nella gestione non possa essere prospettata; nel primo caso le corti, in osservanza dei principi elaborati in materia di *business judgment rule*, saranno più restie a valutare nel merito le scelte adottate dagli amministratori; nel secondo caso, invece, le corti pretenderanno che gli amministratori perseguano la massimizzazione di breve periodo del valore della partecipazione sociale.

4. Tender offer defensive measure. - I doveri fiduciari degli amministratori sono stati messi ampiamente alla prova in relazione al delicato tema della possibilità di adottare tecniche difensive contro *tender offer* ostili. Nel diritto degli Stati Uniti d'America, infatti, non esiste una norma equivalente alla *passivity rule* <sup>(269)</sup>, di conseguenza gli

---

<sup>(269)</sup> Per il vasto dibattito relativo all'adozione della *passivity rule* e delle possibili alternative a questo principio nel diritto degli Stati Uniti d'America si vedano a titolo di esempio F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 1 ss.; R.J. GILSON, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 51 ss.;

amministratori sono liberi di opporsi in vario modo alle *tender offer* che hanno ad oggetto azioni della società. L'analisi dei doveri fiduciari degli amministratori in queste particolari situazioni non può che iniziare dal celebre caso *Unocal* (270), il quale ha gettato le basi su cui la Corte Suprema del Delaware ha elaborato un *standard of review* completamente nuovo in materia di *defensive measure*.

In *Unocal Mesa Petroleum*, una società controllata da T. Boone Pickens, un famoso *corporate raider*, lanciò una cosiddetta *two-tier front loaded tender offer* per acquisire il 51% delle azioni di *Unocal* (271). Il

---

L.A. BEBCHUCK, *The Case for Facilitating Competitive Tender Offers: A Reply and Extension*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 23 ss.

(270) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, cit.*

(271) In una *two-tier front loaded tender offer* un soggetto lancia un'offerta pubblica d'acquisto parziale prospettando agli azionisti la conclusione in un momento successivo di un *cash out merger* a valori più bassi rispetto a quelli offerti nella *tender offer*. La teoria dei giochi insegna che in questi casi l'azionista porterà le proprie azioni all'offerta anche se ritiene auspicabile per il proprio interesse l'insuccesso dell'offerta, in quanto la partecipazione all'offerta costituisce in questo caso una strategia dominante. Un esempio aiuterà a comprendere questo aspetto delle *two-tier front loaded tender offer*: immaginiamo di avere una società i cui soci sono Pickens che possiede il 10% del capitale sociale più un'azione e due azionisti che possiedono ciascuno il 40% del capitale sociale. Pickens decide allora di lanciare una *tender offer* per acquisire il 40% delle azioni della società nel tentativo di acquisirne il controllo. Ciascuno degli altri due azionisti deve decidere, quindi, se accettare o meno l'offerta di Pickens. Nel caso in cui uno soltanto di loro non accetti, Pickens potrà procedere nel *back-end* ad un *cash-out merger* a condizioni sfavorevoli rispetto a quelle della *tender offer* nei confronti di questo solo azionista. Se entrambi i soci accettano l'offerta, ciascuno parteciperà all'offerta con metà delle proprie azioni e la restante metà sarà oggetto in un secondo momento del *cash-out merger* prospettato da Pickens. Se, infine, nessuno dei due azionisti della società è intenzionato a portare le proprie azioni alla *tender offer* essi otterranno ciascuno 65\$. Immaginiamo, quindi, che il prezzo offerto da Pickens per l'acquisto del 40% delle azioni nella *tender offer* sia 70\$ e il corrispettivo prospettato per il *cash out merger* sia 30\$.

Tab. 3

Payoff Socio A; Socio B		Socio B	
		Accetta	Non accetta
Socio A	Accetta	50; 50	70; 30
	Non Accetta	30; 70	65; 65

consiglio di amministrazione di Unocal rispose, quindi, a questa iniziativa di Pickens lanciando a sua volta una *tender offer* concorrente per acquisire il 49% delle azioni della società ad valore superiore rispetto a quello della *tender offer* lanciata da Mesa Petroleum. Questa seconda *tender offer* presentava, tuttavia, alcune particolarità: in primo luogo essa era sospensivamente condizionata al successo della offerta di Mesa Petroleum <sup>(272)</sup>. In secondo luogo la *tender offer* escludeva che Mesa potesse portare le proprie azioni all'offerta. L'offerta di lanciata da Mesa Petroleum non andò a buon fine e la società decise quindi di agire contro gli amministratori di Unocal, invocando una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori di questa società. In particolare fu proprio sulla seconda caratteristica dell'offerta concorrente di Unocal sopraindicata che si basò la causa intentata da Mesa. Secondo l'attore, infatti, il comportamento discriminatorio tenuto dagli amministratori di Unocal nei confronti di Mesa avrebbe costituito una violazione dei *fiduciary duty* nei confronti di uno dei soci <sup>(273)</sup>.

---

In questo caso sia il Socio A che il Socio B decideranno di portare le proprie azioni all'offerta d'acquisto, in quanto sia per il primo che per il secondo socio 50 è meglio di 30 e 70 è meglio di 65. In conclusione, in alcuni casi la stessa struttura della *tender offer* può indurre gli azionisti a portare le proprie azioni all'offerta. In questo caso si dice che l'offerta è coercitiva. Sia chiaro, comunque, che anche una volta che sia stato appurato che un'offerta è coercitiva nulla è stato detto in relazione alle conseguenze sul benessere sociale della *tender offer*.

<sup>(272)</sup> Adottando tale scelta il consiglio di amministrazione di Unocal dava ai propri soci la possibilità annullare l'effetto coercitivo dell'offerta di Mesa Petroleum. Infatti, qualora, l'offerta di Pickens avesse avuto successo sarebbe stato dato ai soci che avessero portato le proprie azioni alla *tender offer* promossa dagli amministratori della società un corrispettivo addirittura superiore a quello promesso nel *front-end* dell'offerta di Pickens. D'altra parte, il fatto che l'offerta promossa dalla società fosse condizionata al successo dell'offerta promossa da Pickens complicava ulteriormente il già complesso lavoro teoria dei giochi che era posto alle basi dalle due offerte.

<sup>(273)</sup> In seguito a *Unocal* la SEC emanò la Rule 13e-4(f)(8) e la Rule 14d-10 applicabili rispettivamente alle *tender offer* lanciate della società emittente e alle *tender offer* lanciate da terzi. In base a queste due Rule venne stabilito che in una *tender offer*

Pronunciandosi su questo caso, la Corte Suprema del Delaware elaborò uno *standard of review* completamente nuovo che si poneva a metà strada tra la *business judgment rule* e il *fairness test*. In uno dei più citati passaggi della giurisprudenza del Delaware la corte, affrontando il problema di quale sia il contenuto dell'obbligazione fiduciaria quando gli amministratori si trovano a decidere sull'adozione di una *defensive measure*, argomenta in questi termini:

“[t]here are, however, certain caveats to a proper exercise of this function. Because of the omnipresent specter that a board may be primarily in its own interest, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at threshold before the protections of the business judgment may be conferred” (274).

In sostanza la Corte Suprema del Delaware in questo passaggio esamina il rilevante problema del conflitto di interessi latente che gli amministratori hanno nell'approvare misure che ostacolano *tender offer*. In queste situazioni, infatti, gli amministratori potrebbero essere motivati principalmente dal desiderio di proteggere la propria posizione in seno alla società rispetto all'obiettivo di perseguire gli interessi dei soci. La Corte Suprema del Delaware prevede, quindi, uno *standard of review* più rigido della *business judgment rule* fondato sul criterio di ragionevolezza che deve essere valutato sotto una duplice dimensione: (a) in primo luogo gli amministratori devono valutare se vi sono fondati motivi per ritenere ragionevolmente che l'offerta costituisca una minaccia per le politiche

---

tutti gli azionisti devono avere il diritto di poter portare le proprie azioni all'offerta e che tutti gli azionisti hanno il diritto di ricevere il medesimo corrispettivo. Considerato l'attuale impianto normativo un caso come *Unocal* non si potrà più riproporre in futuro negli stessi termini, in quanto un'offerta concorrente discriminatoria come quella proposta da Unocal attualmente non è più ammissibile.

imprenditoriali; (b) il secondo elemento che deve essere preso in considerazione per valutare il comportamento degli amministratori, invece, tiene in considerazione, da un lato, la minaccia portata alla società e, dall'altro, la strategia seguita dagli amministratori per rispondere alla minaccia: se la risposta degli amministratori è ragionevole rispetto alla minaccia portata dalla società, gli amministratori avranno rispettato i propri doveri fiduciari (275).

Dieci anni dopo *Unocal* la Corte Suprema del Delaware affrontò ancora una volta il problema di quale sia lo *standard of review* applicabile alle decisioni degli amministratori che adottano *defensive measure* in *Unitrin* (276). Questo caso chiarisce alcuni aspetti del test elaborato in *Unocal* in particolare per quanto riguarda il secondo requisito dello *standard of review* proposto in *Unocal*, vale a dire quello della ragionevolezza della reazione del consiglio di amministrazione alla minaccia portata dalla *tender offer* (277). In *Unitrin*, infatti, la corte, non si

---

(274) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, cit.*

(275) In *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619 (Del. 1984), che venne deciso soltanto un anno prima di *Unocal*, la Corte Suprema del Delaware giunse a conclusioni differenti rispetto allo *standard of review* applicabile alle decisioni assunte dal consiglio di amministrazione in pendenza di una *tender offer*: “[i]n *Aronson* we discussed the availability, function and operation of the business judgment rule, including the standards by which director conduct is judged. What we said there is equally applicable here in the context of a takeover”. Il principio di ragionevolezza elaborato in *Unocal* ha, invece, radici non molto recenti e risale a quanto stabilito nel caso *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

(276) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

(277) In particolare la Corte Suprema del Delaware afferma che tre sono i tipi di minaccia per la società che possono nascere nel contesto delle *tender offer*: “(i) *opportunity loss* ... [where] a hostile offer might deprive target shareholders of the opportunity to select a superior alternative offered by target management; (ii) *structural coercion*, ... the risk that disparate treatment of non-tendering shareholders might distort shareholders' tender decisions; and ... (iii) *substantive coercion*, ... the risk that shareholders will mistakenly accept an underpriced offer because they disbelieve management's representations of intrinsic value”, così *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, *cit.*

limita ad affermare che la risposta degli amministratori deve essere ragionevole rispetto alla minaccia portata alla società, ma sancisce anche che tale difesa non deve essere "draconiana", facendo rientrare in questa categoria tutte quelle tecniche difensive che possono essere considerate preclusive o coercitive.

In sostanza secondo il perfezionamento di *Unocal* contenuto in *Unitrin* qualora una tecnica difensiva sia preclusiva o coercitiva essa non potrà in nessun caso essere adottata dagli amministratori. Nell'ipotesi in cui, invece, una *defensive measure* non possa essere considerata preclusiva o coercitiva verrà applicato il test di ragionevolezza previsto in *Unocal*. Di conseguenza l'adozione da parte del consiglio di amministrazione di una misura difensiva che sia preclusiva, coercitiva o irragionevole comporta, secondo *Unitrin*, una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori.

Prima di esaminare cosa concretamente rientri nel campo di applicazione dello *standard of review* elaborato in *Unitrin* e *Unocal*, meritano un rapido esame anche gli ALI Principles che disciplinano specificatamente quale debba essere il comportamento che deve essere tenuto degli amministratori nell'adottare tecniche difensive. Secondo la § 6.02 dei Principles gli amministratori hanno il potere di assumere decisioni che possano avere come effetto quello di bloccare offerte ostili "if the action is a reasonable response to the offer". Nel assumere tale scelta gli amministratori possono prendere in considerazione gli interessi della società anche di lungo periodo, nonché gli interessi di altre *constituency* della società. Secondo gli ALI Principles in questo caso l'onere della prova grava sugli attori e non sugli amministratori. Quest'ultimo punto è particolarmente interessante per la nostra analisi: secondo la giurisprudenza del Delaware, infatti, così come elaborata nel caso *Unocal* e *Unitrin*, l'onere di provare la ragionevolezza della *defensive measure*

grava sugli amministratori, di conseguenza è possibile individuare un atteggiamento per certi versi più liberale nell'approccio seguito dagli ALI Principles rispetto a quello adottato dalle corti del Delaware (278).

Una volta ricostruito da un punto di vista teorico quale sia il contenuto dell'obbligazione fiduciaria dei componenti del consiglio di amministrazione che si trova a dover prendere provvedimenti in relazione ad una *tender offer* ostile, abbiamo soltanto delle indicazioni piuttosto generali su quali siano in concreto le misure difensive che possano essere adottate dagli amministratori in quanto non coercitive, preclusive o irrazionali. L'evoluzione giurisprudenziale delle corti del Delaware offre, tuttavia, preziose indicazioni per risolvere numerosi problemi applicativi. Senza ripercorrere l'intero l'arsenale delle *defensive measure*, che possono essere adottate dagli amministratori, si procederà esaminando i casi di maggiore interesse per l'approfondimento del tema del rispetto degli obblighi fiduciari degli amministratori.

Una prima questione che venne affrontata dalle corti del Delaware riguarda il problema di valutare se una *all cash tender offer* per l'acquisto di tutte le azioni della società rappresenti per una minaccia effettiva per la società e di conseguenza soddisfi il primo requisito elaborato in *Unocal*. La Corte Suprema del Delaware affrontò questo tema in *Time* giungendo alla conclusione che anche se un'offerta riguarda tutte le azioni essa può rappresentare comunque una minaccia per la società (279).

---

(278) Atteggiamento che probabilmente sconta una visione tradizionale del ruolo degli amministratori che decidono di adottare una *defensive measure*, visione che appare ancora ancorata alla *business judgment rule*; in tal senso si veda J.D. COX - T.L. HAZEN, *On Corporations, op. cit.*, vol. 3, p. 1426.

(279) In un passaggio di *Time* è possibile trovare le motivazioni giuridiche che hanno portato la Corte Suprema del Delaware a ritenere che gli azionisti non possano sostituirsi agli amministratori nell'assunzione di scelte imprenditoriali concernenti il futuro della società: "Delaware law confers the management of the corporate enterprise to the stockholders' duty elected board representatives. The fiduciary duty to manage a

Più complessa risulta essere, invece, la situazione che si venne a creare in relazione all'adozione delle cosiddette *poison pill*. La prima decisione che affrontò il problema dell'ammissibilità delle *poison pill* fu il caso *Moran* <sup>(280)</sup> nel quale venne riconosciuta la legittimità delle cosiddette *flip-over pill* <sup>(281)</sup>. Dopo aver verificato che la previsione di una *poison pill* rientra tra le competenze del consiglio di amministrazione, la Corte Suprema del Delaware si trovò ad affrontare il problema di quale sarebbe stato lo *standard of review* applicabile alla decisione del consiglio di amministrazione con cui veniva adottata questa *defensive measure*. Il problema venne risolto applicando i principi elaborati in *Unocal*, ovvero verificando la ragionevolezza della minaccia portata alla società e la ragionevolezza della risposta adottata dagli amministratori contro tale minaccia. In relazione ad entrambi i requisiti la corte ritenne che le motivazioni addotte dal consiglio di amministrazione fossero soddisfacenti per giustificare l'adozione di una *poison pill* <sup>(282)</sup>.

---

corporate enterprise includes the selection of a time frame for achievement of corporate goals. That duty may not be delegated to the stockholders. Directors are not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy".

<sup>(280)</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>(281)</sup> Una *flip-over pill* prevede che vengano emessi dei diritti di opzione a favore degli attuali azionisti di una società che consentono l'acquisto di azioni della società che ha lanciato l'offerta d'acquisto ad un valore molto inferiore a quello di mercato. L'esercizio del diritto di opzione viene condizionato al verificarsi di determinati eventi successivi alla *tender offer* come, ad esempio, la stipulazione di una fusione oppure il raggiungimento da parte di un socio di una determinata quota di partecipazione nella società. In questo modo, una volta realizzatosi l'evento indicato nella *poison pill*, la posizione del soggetto che ha lanciato l'offerta viene pregiudicata in quanto, a seguito dell'esercizio di diritti opzione, la partecipazione degli azionisti della società offerente viene diluita; sul punto si veda S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 681.

<sup>(282)</sup> Per quanto riguarda il problema della ragionevolezza della minaccia portata alla società la Corte Suprema del Delaware ritenne che la semplice possibilità che vengano lanciate *tender offer* coercitive costituisce una minaccia sufficiente per giustificare la reazione del consiglio di amministrazione. Per quanto riguarda, invece, il problema della proporzionalità della tecnica difensiva adottata dalla società rispetto alla minaccia,

In *Desert Partners* <sup>(283)</sup> la corte <sup>(284)</sup> si trovò a dover valutare una diversa tipologia *poison pill* vale a dire le cosiddette *flip-in pill* <sup>(285)</sup>. Anche in questo caso la corte decise di applicare comunque i principi elaborati in *Unocal* prima e in *Moran* poi, ritenendo che anche l'adozione di una *flip-in pill* può soddisfare lo *standard of review* ideato in *Unocal*. In particolare la corte, richiamando concetti già espressi in *Moran*, sostenne che la *poison pill* prevista in *Desert Partners* non avrebbe potuto violare l'obbligazione fiduciaria assunta dagli amministratori, in quanto erano stati rispettati tre diversi principi: (a) la *poison pill* non avrebbe limitato la possibilità di effettuare *proxy contest* che avrebbero potuto portare alla sostituzione degli amministratori che avevano deciso di adottare la misura difensiva; (b) l'adozione della *poison pill* era stata approvata da un consiglio di amministrazione che aveva operato in modo informato; (c) la *poison pill* non avrebbe precluso in senso assoluto il successo di qualunque tipo di *tender offer*. Un elemento importante da tenere in considerazione in relazione al caso *Desert Partners* è rappresentato dal fatto che la *poison pill* adottata dal consiglio di amministrazione di USG poteva essere riscattata dal consiglio stesso, di conseguenza se la decisione di prevedere questa *defensive measure* fosse andata contro gli interessi degli azionisti, il

---

la corte considerò soddisfatto anche questo secondo criterio di ragionevolezza, senza compiere, tuttavia, un'analisi dettagliata del principio di proporzionalità.

<sup>(283)</sup> *Desert Partners, L.P. v. USG Corp.*, 686 F. Supp. 1289 (N.D. Ill. 1988).

<sup>(284)</sup> Nel caso specifico la corte chiamata a decidere era una corte federale che applicava il diritto del Delaware.

<sup>(285)</sup> Nello *shareholder plan right* adottato da USG era previsto che se un soggetto avesse assunto una partecipazione pari o superiore al 20%, oppure avesse lanciato una *tender offer* per acquistare almeno il 30% delle azioni della società, i soci di USG avrebbero avuto la possibilità in caso di *business combination* di esercitare a condizioni di favore un diritto di opzione o sulle azioni della società offerente (*flip-over*) o su quelle della società bersaglio (*flip-in*). In sostanza, mentre nelle *flip-over* il diritto di opzione ha ad oggetto azioni della società offerente nelle *flip-in* il diritto di opzione ha ad oggetto le azioni della società bersaglio.

soggetto che aveva lanciato l'offerta d'acquisto avrebbe comunque avuto la possibilità di proporre la sostituzione degli amministratori con altre persone che avrebbero provveduto a riscattare la *poison pill*.

Una volta riconosciuta la possibilità di adottare *poison pill* soggette a diritto riscatto da parte del consiglio di amministrazione diventa essenziale determinare se gli amministratori hanno adempiuto ai loro doveri fiduciari anche in relazione all'esercizio di questo diritto di riscatto. Se effettivamente le *poison pill* vengono adottate dal consiglio di amministrazione per evitare che i soci di una società possano essere vittime di una *tender offer* coercitiva, è possibile presumere che, qualora venga lanciata un'offerta d'acquisto non coercitiva sulle azioni della società, la decisione del consiglio di amministrazione di non riscattare questa *defensive measure* possa essere considerata una violazione dei doveri fiduciari.

In *City Capital* <sup>(286)</sup> la Corte Suprema del Delaware affrontò proprio il problema dello *standard of review* applicabile ad una decisione del consiglio di amministrazione di Interco di non riscattare una *poison pill* in precedenza adottata. Anche in questo caso il test applicato dalla corte fu quello elaborato in *Unocal*, e anche in questo caso venne affermato che l'adozione di una simile *defensive measure* poteva trovare giustificazione nella finalità di difendere i soci da offerte coercitive. In questa decisione viene affermato, inoltre, che la previsione di una *poison pill*, e la decisione del consiglio di amministrazione di non riscattare questa *defensive measure*, può essere giustificata anche dalla intrinseca situazione di inferiorità in cui si trovano gli azionisti rispetto agli amministratori nei

---

<sup>(286)</sup> *City Capital Associates, Ltd. Partnership v. Interco, Inc.*, 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988).

confronti di un soggetto esterno interessato ad acquisire il controllo della società.

In sostanza la *poison pill* in questo tipo di ipotesi rappresenterebbe un'utile arma contrattuale che gli amministratori possono utilizzare nella negoziazione dell'acquisizione della società da parte di un terzo. Se questa, tuttavia, è la funzione svolta da questa *defensive measure*, la scelta del consiglio di amministrazione di non provvedere al riscatto della *poison pill*, non può protrarsi indefinitamente nel tempo, in quanto, una volta che il consiglio di amministrazione abbia adempiuto al proprio compito di contrattare sul prezzo offerto dall'acquirente, i soci dovranno essere lasciati liberi di poter decidere se aderire o meno alla *tender offer* <sup>(287)</sup>. Nel caso specifico verificatosi in *City Capital* la Chancery Court riconobbe la responsabilità degli amministratori di Interco per non aver riscattato la *poison pill*, nonostante il prezzo offerto da City Capital non rappresentasse più dopo una serie di rilanci un'effettiva minaccia per i soci.

Più recentemente la dottrina nordamericana ha elaborato ulteriori tipi di *poison pill*. Tra queste i doveri fiduciari degli amministratori vengono messi alla prova in particolare dalle cosiddette *dead hand pill*. La particolarità delle *dead hand pill* consiste nel fatto che esse non possono essere riscattate semplicemente mediante una decisione del consiglio di amministrazione, ma è anche richiesto che il diritto di riscatto venga esercitato dalla più limitata categoria dei cosiddetti *continuing director*, vale a dire quegli amministratori che componevano il consiglio di

---

<sup>(287)</sup> In *City Capital* il Chancellor Allen afferma, infatti, che "[o]ur cases, however, also indicate that in the setting of a noncoercive offer, absent unusual facts, there may come a time when a board's fiduciary duty will require it to redeem the rights and to permit the shareholders to choose".

amministrazione quando venne adottata la *poison pill* <sup>(288)</sup>. L'obiettivo perseguito da tale tipologia di *defensive measure* appare immediatamente chiaro. Prevedendo che la *poison pill* possa essere riscattata unicamente da quegli amministratori che decisero di adottarla, si esclude *a priori* che l'offerente possa rivolgersi direttamente ai soci attraverso una sollecitazione di deleghe di voto per sostituire i componenti del consiglio di amministrazione e nominare quindi nuovi amministratori provvedendo al riscatto della *poison pill*.

Chiamata a pronunciarsi sulla legittimità di tale *defensive measure* la Chancery Court del Delaware affermò che la possibilità di prevedere una *poison pill* così strutturata trascendeva i poteri degli amministratori tra l'altro perché avrebbe privato il consiglio di amministrazione di parte del potere di gestione riconosciuto agli amministratori dalla § 141(a) del DGCL. L'analisi della corte, tuttavia, non si limitò a riscontrare che la decisione di adottare un *dead hand pill* non poteva essere assunta dal consiglio di amministrazione, ma esaminò anche se, nel caso specifico, vi fosse stata una violazione dell'obbligazione fiduciaria degli amministratori. In relazione a questo secondo aspetto la corte concluse che, applicando lo *standard of review* ideato in *Unocal* e *Unitrin*, la previsione di una *dead hand pill* avrebbe costituito una reazione sproporzionata e irragionevole rispetto alla minaccia portata dall'offerente. In particolare, proprio l'impossibilità di prevedere un *proxy fight* avrebbe reso la *defensive measure* preclusiva. In una nota, tuttavia, la Chancery Court non chiuse definitivamente la porta alle *dead hand pill*; la corte

---

<sup>(288)</sup> Nella *dead hand pill* oggetto di esame nel caso *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998), era previsto, ad esempio, che il diritto di riscatto sarebbe potuto essere esercitato non solo dagli amministratori che avevano adottato la *poison pill*, ma anche da quelli che erano stati nominati dall'assemblea su raccomandazione dei *continuing director* o comunque quegli amministratori la cui nomina era stata approvata dai *continuing director*.

enfaticamente, infatti, la circostanza che la *poison pill* oggetto di esame in *Carmody* non aveva limiti temporali e affermò che dal riconoscimento dell'invalidità delle *dead hand pill* a tempo indeterminato non si potessero ricavare indicazioni in relazione alla validità di una *dead hand pill* a tempo determinato (289).

L'occasione di affrontare il problema della validità delle *dead hand pill* a tempo determinato e della possibilità che l'adozione di una simile *defensive measure* potesse soddisfare lo *standard of review* elaborato in *Unocal* e *Unitrin* fu offerta dalle decisioni della Chancery Court e della Corte Suprema del Delaware in relazione alla lite tra Mentor Graphics e Quickturn Design System (290). La *defensive measure* oggetto di riesame nella disputa tra Mentor e Quickturn prevedeva, infatti, che, qualora fossero stati chiamati nuovi amministratori a comporre il consiglio, questi non avrebbero potuto esercitare il diritto di riscatto per sei mesi dalla nomina. In *Mentor* (291) il Vice Chancellor Jacobs, che già aveva redatto l'*opinion* del caso *Carmody*, inquadrò il problema dell'adozione della *poison pill* nello schema della violazione dei doveri fiduciari degli amministratori secondo lo *standard of review* elaborato in *Unocal* e

---

(289) *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, *cit.*: “[f]or the sake of clarity, it must be emphasized that the “dead hand” provision at issue here is of unlimited duration; that is, it remains effective during the entire life of the poison pill. There are also “dead hand” provisions of limited duration (e.g., six months), which are sometimes referred to as “diluted” or “deferred redemption” provisions. Some commentators have urged that such limited duration “dead hand” provisions stand on a different footing and should be upheld; others have argued the contrary. In any event, this case does not involve the validity of a “dead hand” provision of limited duration, and nothing in this Opinion should be read as expressing a view or pronouncement on that subject”.

(290) *Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design System, Inc.*, 728 A.2d 25 (Del. Ch. 1998); *Quickturn Design System, Inc. v. Mentor Graphics Corp.*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

(291) Di seguito, in relazione alle decisioni di cui alla nota precedente, ci si riferirà a *Mentor* per quanto riguarda la pronuncia della Chancery Court mentre ci si riferirà a *Quickturn* per quanto riguarda la decisione della Corte Suprema del Delaware.

*Unitrin*. Seguendo il test elaborato in *Unitrin* la corte riconobbe che la minaccia portata da Mentor a Quickturn soddisfaceva il requisito di ragionevolezza. Esaminando, quindi, il secondo elemento dello *standard of review* elaborato in *Unitrin*, vale a dire quello in base al quale una *defensive measure* draconiana viola i doveri di fedeltà degli amministratori, la corte riconobbe che la *poison pill* prevista da Quickturn in questo caso non era né coercitiva né preclusiva <sup>(292)</sup>.

Restava, quindi, da esaminare la *poison pill* alla luce del test di ragionevole proporzionalità tra la minaccia portata alla società e la risposta adottata dagli amministratori. In relazione a questo ultimo punto la corte decise che una *dead hand pill* a tempo determinato non avrebbe costituito una risposta ragionevole e proporzionale alla minaccia portata da Mentor.

In sede d'appello la Corte Suprema del Delaware decise tuttavia di non accogliere l'impostazione formulata dalla Chancery Court. Pur giungendo alle medesime conclusioni in relazione all'ammissibilità di una *dead hand pill* a tempo determinato, la Corte Suprema ritenne non corretta la linea argomentativa seguita dal Vice Chancellor Jacobs. In *Quickturn*, infatti, al contrario di quanto era avvenuto in *Mentor* in cui la decisione era stata presa argomentando in tema di rispetto dell'obbligo fiduciario da parte degli amministratori, la questione venne affrontata principalmente alla luce della § 141(a) del DGCL e, quindi, dell'impossibilità che gli amministratori possano limitare i propri poteri di gestione anche se soltanto per un limitato periodo di tempo.

Nel presente paragrafo è stato affermato ripetutamente che lo *standard of review* applicabile alle decisioni del consiglio di

---

<sup>(292)</sup> In particolare la corte esclude che la previsione di questo particolare tipo di *dead hand pill* fosse coercitiva nei confronti degli azionisti limitando le possibilità di Mentor di avere successo nel *proxy contest*.

amministrazione di prevedere delle *defensive measure* è quello elaborato in *Unocal* e perfezionato in *Unitrin* <sup>(293)</sup>. In realtà in alcune decisioni le corti del Delaware non sembrano aver rispettato questo criterio uniforme di riesame. In un caso noto, *Blasius* <sup>(294)</sup>, la Corte Suprema del Delaware sembrò, infatti, aver adottato uno *standard of review* completamente diverso rispetto a quello elaborato in *Unocal*.

La situazione concreta verificatasi in *Blasius* presentava in realtà caratteristiche molto particolari: Blasius aveva acquisito il 9% delle azioni di Atlas e aveva proposto una sollecitazione di deleghe per aumentare i componenti del consiglio di amministrazione di Atlas da sette a quindici. Contestualmente all'aumento dei componenti del consiglio di amministrazione sarebbero stati nominati nuovi amministratori graditi a Blasius. I soggetti che al tempo sedevano nel consiglio di amministrazione di Atlas decisero, tuttavia, di resistere al tentativo di Blasius di ottenere il controllo della società, provvedendo essi stessi ad aumentare di due unità il numero dei membri del consiglio di amministrazione e nominando questi due nuovi amministratori.

Essendo stata chiamata a decidere sullo *standard of review* applicabile alle decisioni del consiglio di amministrazione di Atlas, che di fatto aveva adottato un comportamento il cui obiettivo principale era

---

<sup>(293)</sup> Nella presente trattazione si focalizzata l'attenzione sul problema dello *standard of review* applicabile alle decisioni del consiglio di amministrazione relative all'adozione di una *poison pill*. In realtà il criterio di riesame elaborato in *Unocal* e chiarito in *Unitrin* può essere applicato anche per quanto concerne altri tipi di *defensive measure*. Nel caso *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. 2000), ad esempio, la Corte Suprema del Delaware esaminò lo *standard of review* applicabile non soltanto all'adozione di una *poison pill*, ma anche ad una serie di altre tecniche difensive, tra cui, ad esempio, la possibilità di sottoporre la società al disposto della § 203 del DGCL sezione relativa ai limiti che possono essere previsti per la conclusione di *business combination*. La corte affermò che anche in relazione a queste diverse tecniche difensive avrebbero dovuto trovare applicazione i principi espressi in *Unocal*.

<sup>(294)</sup> *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

quello di contrastare un socio nel suo tentativo di promuovere con successo un *proxy fight*, la corte elaborò un criterio più rigido di quello previsto in *Unocal* per le *defensive measure*. Secondo l'opinione del Chancellor Allen, infatti, in questi casi non sarebbe stato applicabile il criterio di ragionevolezza della minaccia e della proporzionalità della risposta alla minaccia come elaborato in *Unocal*; lo *standard of review* applicabile in questa circostanza sarebbe stato, infatti, quello della cosiddetta *compelling justification* degli amministratori.

È interessante notare che, nell'articolare il proprio ragionamento in relazione agli obblighi fiduciari degli amministratori qualora sia coinvolta la nomina e la composizione dell'organo amministrativo, il Chancellor Allen iniziò la propria analisi valutando e rifiutando la possibilità che le decisioni aventi ad oggetto tali temi possano considerarsi automaticamente invalide, per poi giungere alla conclusione che “[i]t may be that some sets of facts would justify such extreme action”. Ciò che parrebbe trasparire dall'analisi del criterio di riesame applicato dalla Chancery Court in *Blasius* è, in sostanza, una maggiore severità rispetto a *Unocal*; tale *standard of review*, infatti, potrà dirsi soddisfatto soltanto raramente.

Successivamente il nuovo *standard of review* elaborato in *Blasius* fu oggetto di riesame da parte delle corti del Delaware. Da un punto di vista teorico il criterio di riesame elaborato in *Unocal* e quello elaborato in *Blasius* tentavano di risolvere problemi differenti. Da un lato, *Unocal* era nato nel contesto delle tecniche difensive alle offerte pubbliche, dall'altro, *Blasius* aveva trovato origine in casi che avevano ad oggetto *proxy fight*. Nonostante la distinzione teorica fosse chiara, da un punto di vista pratico la distinzione tra le fattispecie che sarebbero dovute essere regolate da questi due diversi *standard of review* era molto meno netta di quanto potesse apparire ad un primo esame. È stato già rilevato in precedenza,

infatti, che in molti casi un *proxy fight* può diventare lo strumento decisivo per portare a termine un tentativo di acquisizione che ha avuto origine con una *tender offer*. Di conseguenza vi è un'implicita tensione tra i principi espressi in *Unocal* e quelli espressi in *Blasius*. Il problema della riconciliazione di questi due diversi criteri di riesame venne affrontato per la prima volta nel caso *Stroud* <sup>(295)</sup> in cui vennero chiariti i rapporti esistenti tra *Blasius* e *Unocal*.

Dopo aver riconosciuto che i principi indicati in *Unocal* e *Blasius* avrebbero potuto, da un punto di vista teorico, trovare contemporaneamente applicazione, la corte affermò che il test di ragionevolezza e quello relativo alla prova dell'esistenza di una *compelling justification* degli amministratori avrebbero potuto essere riconciliati in quanto, nel caso in cui un consiglio di amministrazione decida di adottare decisioni che possano privare gli azionisti del loro diritto di nominare gli amministratori della società, il test di ragionevolezza proposto in *Unocal* sarebbe stato soddisfatto unicamente qualora fosse stata provata l'esistenza di una *compelling justification* così come previsto in *Blasius* <sup>(296)</sup>. Come è emerso anche dalla giurisprudenza che è seguita a *Stroud* <sup>(297)</sup> è possibile concludere che il criterio di riesame indicato in *Blasius* deve dunque essere letto come una particolare applicazione dell'*enhanced scrutiny test* di *Unocal*.

---

<sup>(295)</sup> *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992).

<sup>(296)</sup> Il punto è spiegato con efficacia in una nota del caso *Stroud*: “[a] board’s unilateral decision to adopt a defensive measure touching “upon issues of control” that purposefully disenfranchises its shareholders is strongly suspect under *Unocal* and cannot be sustained without a “compelling justification””.

<sup>(297)</sup> In tal senso si vedano ad esempio *Unitrin; MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003), nel quale viene chiarito che “[i]o invoke the *Blasius* compelling justification standard of review within an application of the *Unocal* standard of review, the defensive actions of the board only need to be taken for the pri-

5. Cash out merger e tender offer cash out merger. – Tra le diverse tipologie di *business combination* che nel diritto americano possono vedere coinvolte società, quella che probabilmente presenta i maggiori rischi per gli azionisti è il cosiddetto *cash out merger*. In un *cash out merger* il socio che controlla la società si appropria delle azioni dei soci di minoranza anche contro la loro volontà, seguendo uno schema che di solito si fonda su un *triangular merger*: una società (Alfa) costituisce un veicolo (Beta) conferendole un patrimonio sufficiente per procedere all'acquisizione di una terza società (Gamma). Una volta che Beta ha acquisito il controllo di Gamma mediante una *tender offer* si procederà, quindi, ad una fusione tra le due società; ai soci di minoranza di Gamma, tuttavia, non verranno date azioni nella nuova società, ma soltanto una somma di denaro. L'azionista di controllo in questo modo diverrà il solo socio della società la quale, di conseguenza, non sarà più tenuta ad adempiere agli obblighi imposti alle società ad azionariato diffuso <sup>(298)</sup>.

Secondo gli orientamenti meno recenti della giurisprudenza del Delaware tale operazione non sarebbe stata ammissibile a meno che essa fosse stata giustificata da un "proper and independent business purpose", principio che avrebbe costituito lo *standard of review* applicabile dalle

---

mary purpose of interfering with or impeding the effectiveness of the stockholder vote in a contested election for directors".

<sup>(298)</sup> Sul punto si vedano ad esempio S. BAINBRIDGE, *Corporation, op. cit.*, p. 355; F.A. GEVURTZ, *Corporation, op. cit.*, p. 724 ss. La tecnica del *triangular merger*, seppur molto popolare nella pratica nordamericana, non è l'unico modo con cui è possibile ottenere un *freeze-out* dei soci di minoranza. Un'altra tecnica è, ad esempio, quella di provvedere ad un raggruppamento di azioni diminuendo a tal punto il loro numero da escludere la possibilità che, una volta che il raggruppamento sia stato consumato, vi siano altri soci oltre a quello di controllo. Una terza tecnica è quella di provvedere allo scioglimento della società liquidando in denaro la quota di partecipazione dei soci di minoranza.

corti (299). Tale impostazione, tuttavia, non era priva di difetti. In primo luogo in questo genere di operazioni è particolarmente difficile determinare cosa si debba intendere esattamente per *business purpose*. L'adozione di tale criterio di riesame si presta in particolare ad essere interpretato in un senso estremamente ampio. Un profilo ancor più problematico è rappresentato dal fatto che non è chiaro se il *business purpose* oggetto di riesame sia quello della società oppure quello del socio di maggioranza (300). Occorre dire inoltre le corti degli Stati Uniti hanno interpretato in modo estremamente ampio il requisito dell'esistenza di un valido *business purpose*, arrivando ad includere in questa formula anche casi in cui il solo obiettivo perseguito dal *cash out merger* è la semplice eliminazione di un socio di minoranza che si oppone alla conclusione di un affare tra la società e un terzo (301).

Pochi anni dopo il caso *Singer* il requisito dell'esistenza di un valido *business purpose* venne definitivamente abbandonato (302) dalla corte

---

(299) Questo principio è espresso in *Singer v. Magnovox, Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

(300) In quest'ultimo senso parrebbe orientata la corte in *Tanzer v. International General Industries, Inc.*, 379 A.2d 1121 (Del. 1977). La prima interpretazione, invece, sembra essere stata accolta in *Singer*.

(301) J.D. COX - T.L. HAZEN, *On Corporations, op. cit.*, vol. 3, p. 1406, i quali richiamano come esempio di questa elasticità del criterio del *business purpose* il caso *Matteson v. Ziebarth*, 242 P.2d 1025 (Wash. 1952).

(302) In realtà è possibile parlare di un abbandono definitivo del requisito dell'esistenza di un valido *business purpose* soltanto per quanto riguarda il diritto del Delaware. In altri stati degli Stati Uniti, infatti, tale requisito continua ad essere utilizzato. In questo senso si veda ad esempio il caso *Coggins v. New England Patriots*, 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986), nel quale la Corte Suprema del Massachusetts richiama quanto stabilito dalla Corte Suprema del Delaware nel caso *Singer* per quanto concerne la necessità dell'esistenza di un valido *business purpose* al fine realizzare un *cash out merger*. La Corte Suprema del Massachusetts riconosce che effettivamente tale principio non è più applicabile in Delaware dopo il caso *Weinberger*, ma conclude che almeno per quanto riguarda il Massachusetts tale criterio di riesame può ancora trovare applicazione.

Suprema del Delaware nel caso *Weinberger* <sup>(303)</sup>. In questa decisione venne elaborato uno *standard of review* molto particolare per riesaminare la decisione di eliminare i soci di minoranza mediante un *cash out merger*. Da un punto di vista teorico lo *standard of review* applicabile ai *cash out merger* è già stato esaminato in precedenza. In effetti un *cash out merger* non è altro che un tipo di operazione in conflitto di interessi conclusa tra la società e il socio di controllo; di conseguenza lo *standard of review* applicabile in questi casi dovrebbe essere quello dell'*entire fairness*; inoltre, l'eventuale approvazione dell'operazione da parte dei soci o degli amministratori disinteressati non dovrebbe avere altro effetto se non quello dell'inversione dell'onere della prova che non sarebbe più in capo al convenuto ma passerebbe agli attori.

In *Weinberger*, tuttavia, la Corte Suprema del Delaware ideò uno *standard of review* parzialmente diverso rispetto a quello enunciato in casi in vi è un semplice conflitto di interessi tra la società e il socio di controllo. Venne stabilito, infatti, che lo *standard of review* dell'*entire fairness* avrebbe avuto in questo caso una duplice natura: da un lato, si sarebbe dovuto verificare il rispetto del principio del *fair dealing* del socio di maggioranza nel concludere l'operazione; dall'altro, la corte avrebbe dovuto valutare anche che il corrispettivo ricevuto dagli azionisti potesse soddisfare il requisito del cosiddetto *fair price*:

“[t]he concept of fairness has two basic principles fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial

---

<sup>(303)</sup> *Weinberger v. UOP, Inc., cit.*

considerations of the proposed merger, including all relevant factors” (304).

La corte Suprema del Delaware ritenne opportuno chiarire, tuttavia, che si sarebbe dovuto procedere all'esame del requisito di *fair dealing* e di quello del *fair price* contemporaneamente come se essi avessero costituito un unico requisito (305).

Per comprendere appieno il senso del particolare *standard of review* applicato in *Weinberger* è necessario, tuttavia, compiere una breve digressione sul tema dei criteri di determinazione del valore del *appraisal right* del singolo socio. Al tempo in cui il caso *Weinberger* venne deciso il criterio utilizzato in Delaware per determinare il valore di liquidazione della partecipazione dei soci che avessero preferito non partecipare alla fusione e quindi si fossero avvalsi del *appraisal right* loro spettante era quello del cosiddetto *Delaware block method*. Un aspetto importante per comprendere questo caso è rappresentato dal fatto che il valore con cui venne calcolato il *cash out* dei soci di minoranza era proprio il *Delaware block method*. In base a questo criterio il valore di liquidazione del socio che esercita il diritto di *appraisal* deve essere determinato calcolando la media ponderata di tre diversi valori: la capitalizzazione dei profitti della società, il cosiddetto *net asset value* – un criterio patrimoniale – ed infine il valore di mercato delle azioni della società.

Sebbene intuitivo il *Delaware block method* poteva dare adito a grandi distorsioni nella determinazione del valore di *appraisal* delle azioni. Per risolvere questo problema la Corte Suprema del Delaware

---

(304) *Weinberger v. UOP, Inc., cit.*

(305) In *Weinberger* la corte, infatti, afferma che: “[h]owever, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness”.

afferma in *Weinberger* due importanti principi. In primo luogo affermò che il *Delaware block method* non sarebbe più stato applicabile in quanto esso “excludes other generally accepted techniques used in the financial community and the courts, it is now clearly outmoded”, e di conseguenza stabilì anche che “the standard “Delaware block” or weighted average method of valuation ... shall no longer exclusively control such proceedings”. In secondo luogo la Corte non ritenne opportuno prevedere un nuovo criterio di determinazione del valore di *appraisal*, ma più semplicemente sancì che “a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable and otherwise admissible in court”.

Ai fini di questa indagine il punto più interessante di *Weinberger* riguarda tuttavia il fatto che la Corte Suprema del Delaware sostenne che, una volta che il valore dell'*appraisal right* fosse stato calcolato in conformità ai criteri generalmente ammessi nella pratica contabile, i soci di minoranza esclusi mediante un *cash out merger* non avrebbero avuto diritto a far valere una violazione del *duty of loyalty*, in quanto, qualora l'ordinamento avesse previsto un *appraisal right* esso avrebbe costituito il solo strumento di cui i soci di minoranza avrebbero potuto avvalersi per tutelare la propria posizione <sup>(306)</sup>.

---

<sup>(306)</sup> Qualche ulteriore chiarimento è forse opportuno in relazione a questo problema: i soci di minoranza che vengono esclusi in un *cash out merger* hanno, da un punto di vista teorico, due diverse possibilità: da un lato possono agire per ottenere che venga riconosciuto loro il diritto di *appraisal*; dall'altro possono far valere la violazione del *duty of loyalty* e chiedere, quindi, un risarcimento del danno commisurato alla natura *rescissory* della pretesa da loro vantata. In sostanza il principio che è possibile ricavare in *Weinberger* è che ove sia possibile ottenere l'*appraisal* non è possibile agire per far valere una violazione del *duty of loyalty*. Questa regola, tuttavia, non escludeva la possibilità di far valere le ipotesi più gravi di violazione del *duty of loyalty*: “[t]he appraisal remedy we approve may not be adequate in certain cases, particularly where fraud, misrepresentation, self-dealing, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching are involved”.

Operando in questo modo la Corte Suprema del Delaware riconosceva da un lato che il *Delaware block method* era ormai sorpassato e apriva la strada a nuovi criteri di determinazione dei valori di *appraisal*, ma, dall'altro, stabiliva anche che le nuove modalità di determinazione dell'*appraisal right* che dopo *Weinberger* avrebbero sostituito il *Delaware block method* avrebbero anche limitato il campo di applicazione dello *standard of review* applicato dalle corti. Il riesame dell'operazione da parte dei giudici, infatti, non avrebbe più avuto ad oggetto la *fairness* del comportamento tenuto dal socio di controllo, ma avrebbe riguardato esclusivamente la determinazione del valore dell'*appraisal right*. Nonostante questa chiara presa di posizione la corte non chiuse definitivamente la porta al controllo di *fairness* del comportamento tenuto dal socio di controllo, la regola sancita in *Weinberger*, infatti, avrebbe potuto trovare comunque applicazione quando vi fossero state gravi violazioni dei doveri fiduciari degli amministratori.

In questo contesto il rispetto del criterio di *fair dealing* e di *fair price* era destinato ad assumere una dimensione particolare e limitata al solo caso *Weinberger* e ai casi futuri in cui vi fossero state gravi violazioni del *duty of loyalty* e l'*appraisal right* si fosse dimostrato un rimedio inadeguato. In queste ipotesi il criterio di *fair dealing* avrebbe svolto una funzione assimilabile alla *procedural fairness* delle operazioni in conflitto di interessi, mentre il *fair price* avrebbe invece svolto una funzione paragonabile a quella svolta della *substantial fairness*.

Pochi anni dopo il caso *Weinberger* la Corte Suprema del Delaware ritornò sui suoi passi nel caso *Rabkin* <sup>(307)</sup> nel quale venne affermato che l'eccezione (ovvero l'applicazione dello *standard of review* dell'*entire*

---

<sup>(307)</sup> *Rabkin v. Phillip A. Hunt Chemical Corporation*, 498 A.2d 1099 (Del. 1985).

*fairness*) avrebbe costituito la regola e che, di conseguenza, l'*appraisal right* non avrebbe rappresentato il rimedio esclusivo in caso di *cash out merger*.

Volendo ricapitolare, quindi, le conclusioni fin qui raggiunte in relazione ai rapporti tra *duty of loyalty* e *appraisal right*, da una parte, e *fair dealing* e *fair price*, dall'altra, nel caso *Weinberger*, possiamo rilevare che nei *cash out merger* la componente economica, ovvero quanto viene destinato ai soci di minoranza, è probabilmente l'elemento più importante da tenere in considerazione. Da un punto di vista teorico il rimedio tipico per ottenere questo valore è l'esercizio dell'*appraisal right* a patto che il criterio di determinazione di questo diritto sia conforme a criteri che le corti possono ritenere accettabili e comunque diversi dal *Delaware block method*. Il controllo di *fairness* dell'operazione non si limita, tuttavia, al semplice controllo del *fair price*: se, infatti, viene fatta valere una violazione del *duty of loyalty* entra in gioco anche un controllo di *fair dealing* che non è limitato alla semplice determinazione di quanto dovrebbero conseguire i soci di minoranza, ma permette alla corte di contestualizzare l'intera operazione. Considerata l'esistenza degli *appraisal right* questa contestualizzazione dell'operazione, in cui la corte non si limita al semplice esame della congruità di quanto ricevuto dal socio escluso, dovrebbe essere, secondo *Weinberger*, riservata a casi limitati. Nel caso *Rabkin* emerge, invece, come, da un punto di vista concreto, sia difficile distinguere l'elemento del *fair dealing* da quello del *fair price*; d'altro canto si deve ricordare anche che la stessa Corte Suprema del Delaware in *Weinberger* aveva affermato che il criterio di *fair dealing* e quello di *fair price* non dovevano essere esaminati separatamente ma unitariamente.

Dopo questa lunga parentesi sui rapporti tra gli *appraisal right* e il *duty of loyalty*, che mi auguro abbia fornito qualche ulteriore indizio per comprendere le particolarità del test di *entire fairness* nei *cash out merger*, è possibile concludere il nostro esame di *Weinberger* analizzando un ultimo aspetto di questa decisione. Se, infatti nell'ipotesi in cui si procede ad un *cash out merger* lo *standard of review* applicabile è sostanzialmente quello dell'*entire fairness* occorre interrogarsi, tuttavia, quali possano essere gli effetti sull'operazione ove vi sia stata l'approvazione da parte di amministratori non interessati. Nel caso *Weinberger* l'intera operazione di *cash out* venne gestita dal consiglio di amministrazione di UOP – la società i cui soci di minoranza sarebbero stati esclusi in seguito alla fusione – il quale era composto da tredici persone di cui sei nominate da Signal – ovvero la società che controllava UOP –. Tuttavia, in una nota famosa venne suggerito dalla Corte Suprema del Delaware che qualora fosse stato nominato uno *special committee* per l'effettuazione del *cash out merger* il risultato raggiunto in relazione all'applicazione del *fairness test* sarebbe potuto essere completamente differente <sup>(308)</sup>.

Una volta ammesso, tuttavia, che l'intervento di amministratori disinteressati avrebbe potuto avere rilevanti conseguenze sull'operazione occorreva anche determinare quali sarebbero state in concreto queste conseguenze. La questione in parte è stata già affrontata in precedenza

---

<sup>(308)</sup> La Corte Suprema del Delaware affermò che: “[a]lthough perfection is not possible, or expected, the result here could have been entirely different if UOP had appointed an independent negotiating committee of its outside directors to deal with Signal at arm’s length. Since fairness in this context can be equated to conduct by a theoretical, wholly independent, board of directors acting upon the matter before them, it is unfortunate that this course apparently was neither considered nor pursued. Particularly in a parent-subsiary context, a showing that the action taken was as though each of the contending parties had in fact exerted its bargaining power against the other at arm’s length is strong evidence that the transaction meets the test of fairness”. Così *Weinberger v. UOP, Inc., cit.*

(<sup>309</sup>). Sebbene in *Weinberger* non vi siano indicazioni per la soluzione di questo problema non fu necessario attendere molto tempo perché la Corte Suprema del Delaware si pronunciasse anche a questo riguardo.

In *Rosenblatt* (<sup>310</sup>) venne affrontata una fattispecie in parte differente rispetto a quella prospettata nel *dictum* di *Weinberger* sopra riportato in nota. In questo caso, infatti, non era stato costituito uno *special committee* di amministratori disinteressati, ma venne previsto che l'effettuazione del *cash out merger* sarebbe stata condizionata all'approvazione della maggioranza della minoranza. La corte riconobbe che operando in questo modo vi sarebbe stata l'inversione dell'onere della prova in relazione alla *fairness* dell'operazione (<sup>311</sup>). Successivamente in *Kahn* la corte riconobbe anche che un effetto simile sarebbe stato raggiungibile anche mediante l'approvazione dell'operazione da parte di uno *special committee* di amministratori disinteressati (<sup>312</sup>).

In conclusione, qualora un *cash out merger* sia stato approvato da dalla maggioranza dei soci di minoranza o da uno *special committee* di amministratori disinteressati, lo *standard of review* applicabile resterà quello dell'*entire fairness*, in tali casi, tuttavia, l'onere della prova spetterà all'attore e non agli amministratori convenuti come di regola avviene nei casi in cui viene fatta valere una violazione del *duty of loyalty*. In questo modo venne chiarito dalla giurisprudenza che il *dictum* contenuto in *Weinberger* non aveva ad oggetto tanto lo *standard of review* applicabile quanto l'inversione dell'onere della prova del *fairness test*.

---

(<sup>309</sup>) Cfr. *supra* cap. 2, par. 7.

(<sup>310</sup>) *Rosenblatt v. Getty Oil Co., cit.*

(<sup>311</sup>) In *Rosenblatt* la corte, infatti, afferma che “[h]owever, approval of a merger, as here, by an informed vote of a majority of the minority shareholders, while not a legal prerequisite shifts the burden of proving the unfairness of the merger entirely to the plaintiff”.

(<sup>312</sup>) *Kahn v. Lynch Communication System, Inc., cit.*

L'esame dei doveri fiduciari degli amministratori in caso di *cash out merger* non può prescindere dall'approfondimento di una tecnica particolare con cui tali operazioni vengono compiute recentemente emersa nella prassi societaria del Delaware vale a dire la tecnica del cosiddetto *tender offer cash out merger*. Al contrario di quanto accade in un normale *cash out merger* in un *tender offer cash out merger* il socio di maggioranza lancia un offerta d'acquisto per acquisire le azioni dei soci di minoranza e soltanto in un secondo momento procede alla fusione. Da un punto di vista astratto non dovrebbero esistere differenze in relazione allo *standard of review* applicabile a queste due diverse tecniche di eliminazione dei soci di minoranza. Questa, tuttavia, non è la conclusione a cui è giunta la Corte Suprema del Delaware che, al termine di un complessa evoluzione giurisprudenziale, di cui tra breve verrà dato conto, è giunta alla conclusione che, nel caso in cui vengano soddisfatti determinati requisiti, lo *standard of review* applicabile ai *tender offer cash out merger* non è più quello dell'*entire fairness* bensì quello della *business judgment rule*.

Una delle basi di questa rivoluzione in materia di *cash out merger* può essere trovata nel caso *Solomon* <sup>(313)</sup>, in cui venne affermato il principio per cui qualora venga lanciata una *tender offer* da parte del socio di controllo sulle azioni appartenenti ai soci di minoranza non è necessario che vengano applicate le cautele previste nel caso *Weinberger* <sup>(314)</sup>. In

---

<sup>(313)</sup> *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35 (Del. 1996).

<sup>(314)</sup> In *Solomon* la Corte Suprema del Delaware spiega questo problema in questo modo: "[i]n the case of totally voluntary tender offers, as here, courts do not impose any right of the shareholders to receive a particular price. Delaware law recognizes that, as to allegedly voluntary tender offers (in contrast to cash-out mergers), the determinative factor as to voluntariness is whether coercion is present, or whether there is "materially false or misleading disclosures made to shareholders in connection with the offer". A transaction may be considered involuntary, despite being voluntary in appearance and form, if one of these factors is present. There is no well-plead allegation of any coercion or false or misleading disclosures in the present case, however".

casi simili, infatti, e qualora l'offerta d'acquisto non presenti elementi coercitivi o che comunque possano indurre in errore l'azionista che deve decidere se portare o meno le proprie azioni alla *tender offer*, tale scelta deve essere rimessa alla volontà degli azionisti.

Pochi anni dopo *Solomon* la Chancery Court del Delaware affrontò nuovamente il problema dello *standard of review* applicabile alle *tender offer* lanciate da soci di maggioranza aventi ad oggetto le azioni dei soci di minoranza. In *Siliconix* <sup>(315)</sup> vennero chiariti alcuni aspetti dei principi espressi in precedenza in *Solomon*. Anche in questo caso la fattispecie oggetto di riesame da parte della corte riguardava l'ipotesi classica in cui un azionista di maggioranza aveva lanciato un'offerta d'acquisto per ottenere le azioni dei soci di minoranza. Per negoziare l'acquisizione venne quindi formato in seno al consiglio di amministrazione della società controllata uno *special committee*.

Dopo alcuni mesi di trattative il socio di maggioranza e lo *special committee* non raggiunsero un accordo sul corrispettivo destinato ai soci di minoranza. Il socio di maggioranza procedette quindi con il suo progetto di *tender offer* prevedendo, tuttavia, che l'offerta sarebbe stata condizionata all'approvazione da parte della maggioranza dei soci di minoranza. I componenti del consiglio di amministrazione della società bersaglio di fronte a questa offerta decisero mantenere un atteggiamento passivo.

Oggetto di riesame da parte della Chancery Court fu la decisione dello *special committee* e del consiglio di amministrazione della società bersaglio di tenere un contegno passivo nei confronti della *tender offer* lanciata dal socio di controllo. A questo riguardo la corte concluse che, al contrario di quanto visto in precedenza in casi come *Weinberger* in cui

oggetto di riesame da parte della corte era stata la decisione di partecipare ad una fusione, il *fairness test* non era applicabile al contesto delle *tender offer* aventi ad oggetto azioni di minoranza <sup>(316)</sup>. La spiegazione di questa diversa impostazione seguita dalla corte deve essere individuata in due diverse ragioni: (a) in primo luogo nel contesto di una *tender offer* la decisione di portare o meno le azioni all'offerta viene effettuata individualmente dal singolo azionista e non da parte del consiglio di amministrazione della società bersaglio; (b) in secondo luogo viene tracciata una distinzione tra i compiti del consiglio di amministrazione negli *statutory merger* e nelle *tender offer*; nel primo caso, infatti, la scelta del consiglio di amministrazione ha ad oggetto l'operazione stessa, nel contesto delle *tender offer*, invece, il ruolo del consiglio di amministrazione è più limitato ed è sostanzialmente finalizzato a fronteggiare quelle situazioni in cui i soci non sono nella condizione di poter decidere liberamente se portare o meno le proprie azioni all'offerta <sup>(317)</sup>.

Nello stesso periodo in cui la Chancery Court si pronunciava sul caso *Siliconix*, un caso di pari importanza veniva esaminato dalla Corte

---

<sup>(315)</sup> In re *Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, WL 716787 (Del. Ch. 2001).

<sup>(316)</sup> La corte, infatti, così argomenta: “[h]owever, unless coercion or disclosure violations can be shown, no defendant has the duty to demonstrate the entire fairness of this proposed tender transaction”.

<sup>(317)</sup> La corte distingue la situazione che si era venuta a creare in *Siliconix* rispetto a quella che si era venuta a creare in *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910 (Del. 2000) (un caso avente ad oggetto i doveri fiduciari degli amministratori in uno *statutory merger*) in questi termini: “I cannot read ... a new approach to assessing the conduct of the directors of a tender target, one that would essentially overrule cases such as *Solomon v. Pathe Communications Co.*, *Life Technologies*, and *Ocean Drilling*. In addition the minority of the shareholders in *McMullin*, were powerless; the parent was voting for the merger and it did not matter how they voted. Here, the *Siliconix* minority shareholders have the power to thwart the tender offer because it will go forward only if a majority of the minority shares are tendered. Accordingly, I conclude that *McMullin* cannot be read to require application of the entire fairness test to evaluate the proposed transaction”.

Suprema del Delaware. In *Unocal Exploration* <sup>(318)</sup> il problema oggetto di esame riguardava lo *standard of review* applicabile alla procedura di fusione semplificata prevista alla § 253 del DGCL nel caso un soggetto venga a detenere almeno il 90% delle azioni di una società <sup>(319)</sup>.

La corte concluse che, nel caso in cui si proceda ad una fusione semplificata ai sensi della § 253 del DGCL, non è possibile applicare i principi esaminati in precedenza in tema di *cash out merger*, in quanto, non essendo richiesto l'intervento del consiglio di amministrazione della società controllata, non è neppure possibile applicare il *fairness test*. La corte rilevò che l'obiettivo perseguito dal legislatore del Delaware nel prevedere alla § 253 una forma semplificata di fusione era proprio quello di rendere più rapida e meno costosa tale operazione; di conseguenza, sarebbe stato logico escludere che in questo caso fosse necessario prevedere tutte le cautele contemplate per le ipotesi di *cash out merger*. Se, infatti, la General Assembly del Delaware avesse ritenuto opportuno che si proceda in ogni caso alla nomina di uno *special committee* che negozi il *cash out merger*, l'obiettivo da essa perseguito sarebbe stato vanificato <sup>(320)</sup>.

---

<sup>(318)</sup> *Glassmann v. Unocal Exploration*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

<sup>(319)</sup> Mentre la § 251 del DGCL regola generalmente la fusione tra società, la § 253 del DGCL disciplina la fusione semplificata tra due società di cui una possiede almeno il 90% delle azioni dell'altra. Come ricorda la stessa corte in *Unocal Exploration* la particolarità principale di questo procedimento di fusione è rappresentata dal fatto che esso non prevede che il consiglio di amministrazione della società controllata si possa pronunciare sulla fusione: "[i]n a short-form merger, there is no agreement of merger negotiated by two companies; there is only a unilateral act – a decision by the parent company that its 90% owned subsidiary shall no longer exist as a separate entity. The minority stockholders receive no advance notice of the merger; their directors do not consider or approve it; and there is no vote. Those who object are given the right to obtain fair value for their shares through appraisal".

<sup>(320)</sup> In *Unocal Exploration*, infatti, la corte giunge a queste conclusioni sul punto: "[i]f a corporate fiduciary follows the truncated process authorized by § 253, it will not be able to establish the fair dealing prong of entire fairness. If, instead, the corporate fiduciary sets up a negotiating committee, hires independent financial and legal

Non fu necessario attendere molto tempo perché la pratica societaria del Delaware notasse le implicazioni di *Siliconix* e di *Unocal Exploration*. Una volta che fossero stati combinati i principi espressi in questi due casi sarebbe stato possibile effettuare una *tender offer* che non sarebbe stata soggetta all'*entire fairness test* come previsto in *Siliconix*. Qualora poi, a seguito di questa *tender offer*, fosse stata raggiunta la quota 90% delle azioni della società bersaglio, sarebbe stato possibile, come in *Unocal Exploration*, procedere ad una fusione semplificata ai sensi della § 253 del DGCL e anche in questo non sarebbe stato applicabile il *fairness test*. In conclusione, qualora fossero state soddisfatte determinate condizioni, sarebbe stato possibile effettuare un *cash out merger* che sarebbe stato riesaminato dalle corti alla luce della *business judgment rule*.

La ricostruzione teorica dei doveri fiduciari degli amministratori in una operazione strutturata in questi termini venne affrontata in un caso successivo deciso nella Chancery Court da Leo Strine e che vedeva ancora una volta implicata Unocal. I fatti di *Pure Resources* <sup>(321)</sup> possono essere brevemente riassunti come segue: Unocal, che deteneva il 65,4% delle azioni di di Pure Resources, nell'agosto del 2002 inviò al consiglio di amministrazione della sua controllata una lettera con cui ne informava gli amministratori che nei primi giorni di settembre avrebbe lanciato una *stock for stock tender offer* per acquistare le restanti azioni di Pure Resources. L'offerta era sospensivamente condizionata al raggiungimento da parte di Unocal del 90% delle azioni della controllata. Venne chiarito inoltre che qualora l'offerta avesse avuto successo si sarebbe proceduto in un secondo

---

experts, etc., then it will have lost the very benefit provided by the statute – a simple, fast and inexpensive process for accomplishing a merger. We resolve this conflict by giving effect to the intent of the General Assembly. In order to serve its purpose, § 253 must be construed to obviate the requirement to establish entire fairness”.

momento ad una fusione tra Unocal e Pure Resources mediante il procedimento semplificato previsto alla § 253 del DGCL.

Alcuni amministratori di Pure Resources cercarono di resistere all'offerta di Unocal tentando di costituire uno *special committee* che avesse i poteri di negoziare con Unocal i termini della *tender offer*, in alternativa era stata presa in considerazione anche la possibilità di adottare una *poison pill* o utilizzare altre *defensive measure*. Ogni tentativo di resistere, tuttavia, si rivelò vano e venne bloccato dai componenti del consiglio di amministrazione di Pure Resources che erano stati nominati da Unocal <sup>(322)</sup>.

Il comportamento del consiglio di amministrazione di Pure Resources venne esaminato dal Chancellor Strine alla luce dei casi *Unocal Exploration* e *Siliconix* nella consapevolezza che i principi ricavabili da queste due decisioni avrebbero dovuto essere considerati anche alla luce dell'*entire fairness test* così come elaborato in tema di *cash out merger* da casi come *Weinberger*. Il problema, inoltre, risultava essere strettamente collegato al quello del ruolo del consiglio di amministrazione nell'adozione di *defensive measure* <sup>(323)</sup>.

---

<sup>(321)</sup> In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).

<sup>(322)</sup> In base ad un patto parasociale stipulato tra Unocal e il secondo maggior azionista di Pure Resources (Hightower), degli otto componenti del consiglio di amministrazione della società cinque sarebbero stati designati da Unocal, due da Hightower e uno di comune accordo da Unocal e Hightower. Degli otto componenti del consiglio di amministrazione di Unocal, al momento in cui si svolsero i fatti trattati nella causa, quattro avevano stretti legami con Unocal.

<sup>(323)</sup> Il Chancellor Strine, infatti, si è interrogato non soltanto sulle differenze esistenti tra un *cash out merger* e *tender offer cash out merger*, ma ha esaminato anche la differente disciplina che si verrebbe creare rispetto alle *tender offer* lanciate da soggetti estranei alla società e *tender offer* lanciate da soggetti che controllano la società. Nel primo caso, infatti, sarebbe riconosciuta agli amministratori la possibilità di adottare una *poison pill* o altre misure difensive, mentre nei *tender offer cash out merger* si richiederebbe agli amministratori di mantenere un contegno passivo.

Con grande consapevolezza del conflitto esistente tra lo *standard of review* applicabile ai *cash out tender offer* e ai *cash out merger*, Strine ha confermato l'applicabilità del principio espresso in *Solomon* e *Siliconix* anche alla fattispecie che si era verificata in *Pure Resources*, ritenendo necessario, tuttavia, che fossero soddisfatti tre diversi requisiti che in parte erano già stati formulati nel precedente caso *Aquila* <sup>(324)</sup>: (1) la *tender offer* avente ad oggetto le azioni della società controllata avrebbe dovuto essere sottoposta alla condizione sospensiva dell'approvazione della maggioranza della minoranza; (2) l'azionista di controllo avrebbe dovuto assicurare ai soci di minoranza che, qualora fosse stata raggiunta una quota di partecipazione nella società pari o superiore al 90%, si sarebbe proceduto in tempi brevi ad una fusione ai sensi della § 253 del DGCL; (3) l'azionista di controllo non avrebbe dovuto prevedere nella conclusione di questa operazione alcuna *retributive threat* <sup>(325)</sup>.

Giungendo al termine di questa lunga analisi dell'evoluzione dei *cash out tender offer* nella giurisprudenza delle corti del Delaware occorre rilevare che il problema dei rapporti tra lo *standard of review* applicabile in questo tipo di operazioni e quello applicabile in caso di *cash out merger* probabilmente non è destinato a consolidarsi nei termini raggiunti in *Pure Resources*. Un vivo dibattito dottrinale, infatti, è sorto in relazione all'evoluzione dello *standard of review* applicabile ai *cash out tender offer* e ancor oggi tale questione resta sostanzialmente aperta in attesa di ulteriori pronunce da parte delle corti del Delaware <sup>(326)</sup>.

---

<sup>(324)</sup> In re *Aquila, Inc.*, 805 A.2d 184 (Del. Ch. 2002).

<sup>(325)</sup> In *Aquila* questi ultimi due requisiti vengono considerati insieme richiedendo che l'azionista di maggioranza "would consumate a short-form merger on the same terms as the tender offer".

<sup>(326)</sup> J.E. ABRAMCZYK - JASON A. CINCILLA - JAMES D. HONAKER, *Going-Private "Dilemma"? Not in Delaware*, in 58 *Bus. Lav.*, vol. 58, 2003, p. 1351 ss.; B.R. ARONSTAM - R.F. BALOTTI - T. REHBOCK, *Delaware's Going-Private Dilemma: Foster-*

6. Deal protection e termination fee. – Un aspetto particolare della disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori nelle operazioni di gestione straordinaria riguarda l'adozione delle cosiddette *deal protection*. Nelle operazioni di *merger and acquisition* concordate tra più parti, infatti, è la regola prevedere alcuni strumenti che pongano l'operazione al riparo da eventuali ripensamenti dei soggetti coinvolti.

L'adozione di *deal protection* da parte di società presenta, tuttavia, ovvi problemi di compatibilità con le regole esaminate fino a questo momento in relazione ai doveri fiduciari degli amministratori nelle operazioni di gestione straordinaria. Questo accade perché, quando viene prevista una *deal protection*, alcuni soggetti vengono a trovarsi in una situazione di vantaggio in relazione alla acquisizione della società. Se, ad esempio, due società, che intendono procedere ad una fusione, si accordano sulla corresponsione di un *termination fee* di importo notevole in caso di mancata consumazione dell'operazione, ogni soggetto estraneo che intendesse, per ipotesi, lanciare una *tender offer* sulle azioni di una delle due società per procedere in un secondo momento ad una *business combination*, si troverebbe in una situazione di evidente svantaggio, in quanto dovrebbe tener in considerazione anche il rilevante debito che potrebbe nascere dalla mancata fusione originaria e, quindi, dall'applicazione della clausola contenuta nel *merger agreement* originario in cui era stato previsto un *termination fee*.

---

*ing Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Bus. Law.*, vol. 58, 2003, p. 519 ss.; ID., *Revisiting Delaware's Going Private Dilemma Post-Pure Resources*, in *Bus. Law.*, vol. 59, 2004, p. 1459 ss.; R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Penn. L. Rev.*, vol. 152, 2003, p. 785 ss.; G. SUBRAMANIAN, *Post-Siliconix Freezeouts: Theory & Evidence*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>; ID., *Fixing Freezeouts*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>.

La pratica conosce diversi tipi di *deal protection*. Oltre ai *termination fee* tra i più comuni strumenti utilizzati dalla pratica nordamericana è possibile ricordare le cosiddette *no-shop clause* e le *lock-up option*; in altri casi viene richiesto agli amministratori di compiere quanto è in loro potere per ottenere l'approvazione dell'operazione da parte degli azionisti ove questa sia richiesta per consumare la *business combination* <sup>(327)</sup>. Il problema del conflitto tra i doveri fiduciari degli amministratori e i doveri che questi soggetti hanno assunto in nome della società con terzi deve inoltre essere esaminato alla luce delle cosiddette clausole di *fiduciary out*, contenute in molti *merger agreement*, per mezzo delle quali si informa la controparte di un'operazione di *merger and acquisition* che i doveri fiduciari che gli amministratori hanno nei confronti della società potrebbero trovarsi in contrasto con gli accordi assunti dagli amministratori. In molti casi è espressamente prevista la possibilità che gli amministratori possano decidere che la società receda dal *merger agreement* qualora venga ravvisato che l'operazione non è più nell'interesse degli azionisti. In altri casi, invece, un diritto esplicito non è contemplato ed è prevista in modo generico una clausola con cui le parti si limitano a dare atto del fatto che l'obbligazione fiduciaria a cui sono vincolati gli amministratori potrebbe trovarsi in contrasto con quanto previsto nel *merger agreement*.

---

<sup>(327)</sup> Mediante una *no-shop clause* gli amministratori di una società si obbligano a non cercare altri soggetti interessati alla conclusione di una *business combination*. In realtà la prassi conosce diversi tipi di *no-shop clause* delle quali, tuttavia, non è possibile dar conto in questa limitata analisi focalizzata sull'approfondimento dei doveri fiduciari degli amministratori. Una *lock-up option*, invece, consiste nella previsione di un diritto di opzione sospensivamente condizionato alla mancata consumazione di una *business combination* e può assumere due diverse forme: da un lato, essa può avere ad oggetto il bene della società che decide di non procedere nell'operazione, dall'altro, essa può riguardare anche le stesse azioni della società.

Incominciando la nostra analisi proprio dal problema del valore che è possibile attribuire alla clausole di *fiduciary out* contenute nei *merger agreement*, possiamo rilevare che, se gli amministratori hanno assunto un obbligo di compiere quanto in loro potere per ottenere che l'assemblea si esprima favorevolmente sulla *business combination* e contemporaneamente nel *merger agreement* è stato previsto un *fiduciary out* degli amministratori, occorre individuare quale di questi due doveri sia destinato a prevalere. La questione è stata affrontata dalla Corte Suprema del Delaware che, tuttavia, nel tempo non ha mantenuto un atteggiamento univoco: in un primo momento, infatti, la corte si è pronunciata nel senso di ritenere che gli amministratori non possano evitare di dar seguito a quanto stabilito nel *merger agreement*, anche se ciò può comportare una loro responsabilità per violazione dei doveri fiduciari <sup>(328)</sup>. Successivamente in *QVC* la Corte Suprema del Delaware si orientò nell'opposta direzione, accogliendo l'impostazione per cui nel conflitto tra il vincolo derivante dal *merger agreement* e i doveri fiduciari degli amministratori sono questi ultimi che devono prevalere.

Oltre al discusso problema della effettiva portata delle clausole di *fiduciary out*, il tema delle *deal protection* risulta essere di particolare interesse nello studio dei doveri fiduciari degli amministratori per quanto riguarda la questione di quale sia lo *standard of review* applicabile alla decisione del consiglio di amministrazione di concludere un *merger agreement* che contenga una tale previsione. Il tema è stato esaminato soprattutto in relazione alle cosiddette *no-talk provision* <sup>(329)</sup>. Su questo

---

<sup>(328)</sup> Smith v. Van Gorkom, *cit.*

<sup>(329)</sup> Una *no-talk provision* è molto simile ad una *no-shop provision*. Nelle clausole del primo tipo, tuttavia, è previsto un divieto non soltanto a cercare altri soggetti interessati all'operazione, ma anche a comunicare a terzi qualsiasi tipo di informazione riguardante la società.

punto, tuttavia, la giurisprudenza del Delaware è divisa in tre diversi orientamenti. In alcuni casi, infatti, è stato affermato che l'adozione di una *no-talk provision* costituisce di per se stessa una violazione del *duty of care* <sup>(330)</sup>; in altri casi l'adozione di questa clausola è stata invece riesaminata alla luce dell'*enhanced scrutiny test* proposto in *Unocal* <sup>(331)</sup>; in altri casi, infine, l'adozione di una *no-talk provision* è stata valutata più semplicemente alla luce della *business judgment rule* <sup>(332)</sup>.

Il fondamento teorico che sta alla base di questi tre orientamenti è abbastanza chiaro: in *Phelps* le *no talk provision* sono considerate inammissibili in quanto violerebbero il dovere degli amministratori di agire in modo informato; in *ACE* si giunge alla conclusione dell'applicabilità di *Unocal* alle decisioni del consiglio di amministrazione che approvano questo tipo di *deal protection* in quanto si ritiene che esse costituiscano principalmente una misura difensiva nei confronti di altre *business combination*; in *IXC*, invece, prevale lo *standard of review* della *business judgment rule* in quanto non si ritiene possibile assimilare una *no-talk provision* ad una *defensive measure* fino a quando non si sia effettivamente presentato un concorrente nella *business combination*. Probabilmente, per risolvere in modo definitivo il problema dello *standard*

---

<sup>(330)</sup> In questo senso si veda il caso *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Mineral Co.*, WL 1054255 (Del. 1999), secondo il quale l'adozione di una *no-talk provision* "is the legal equivalent of willfull blindness, a blindness that may constitute a breach of a board's duty of care; that is the duty to take care to be informed of all material information rationally available".

<sup>(331)</sup> Questa soluzione è stata sostenuta dal Chancellor Strine nel caso *ACE Ltd. V. Capital Re, Corp.*, 747 A.2d 95 (Del. 1999); in modo simile si veda anche *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000).

<sup>(332)</sup> In questo senso *In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation*, WL 1009174 (Del. Ch. 1999); in modo simile si veda anche *State of Winsconsin Investment Board v. Bartlett*, WL 238026 (Del. Ch. 2000); per l'accoglimento dello stesso principio in relazione ad una *no-shop provision* si veda invece *Rand v. Western Airlines, Inc.*, WL 89006 (Del. Ch. 1994).

*of review* applicabile in queste situazioni, occorrerà attendere una pronuncia della Corte Suprema del Delaware.

Concludendo il nostro esame sui problemi che nascono dal rapporto esistente tra *deal protection* e doveri fiduciari si deve notare, infine, che per quanto riguarda i *termination fee* il tema dello *standard of review* applicabile risulta essere per certi versi ancora più complesso. La Corte Suprema del Delaware distingue, infatti, tra *liquidated damages* e *termination fee* <sup>(333)</sup> e ritiene applicabile nel primo caso un test di ragionevolezza assimilabile a quello adottato in *Unocal* <sup>(334)</sup>; nel secondo caso, invece, sarà probabilmente necessario esaminare la questione alla luce della travagliata giurisprudenza relativa alle *deal protection* sopra richiamata in relazione alle *no-talk provision*.

---

<sup>(333)</sup> Sul tema si veda E.A. FARNSWORTH, *Contracts*, 2004, New York, 4<sup>th</sup> ed., p. 811 ss. *Mutatis mutandis* si potrebbe assimilare una clausola che prevede dei *liquidated damages* ad una clausola penale per l'inadempimento, mentre una clausola che prevede un *termination fee* parrebbe avere tratti in comune con una multa penitenziale.

<sup>(334)</sup> In questo senso si veda *Brazen v. Bell Atlantic*, 695 A.2d (Del. 1997), nel quale viene affrontato il problema della qualificazione di una *deal protection* come *termination fee* o *liquidated damages*, giungendo alla conclusione che, nel caso specifico, la clausola sarebbe stata qualificabile come *liquidated damages* e che sarebbe stato applicabile uno *standard of review* fondato sul criterio di ragionevolezza.

BIBLIOGRAFIA

- AA., *Black's Law Dictionary*, St. Paul, 2004, 8<sup>th</sup> ed.
- J.E. ABRAMCZYK - JASON A. CINCILLA - JAMES D. HONAKER, *Going-Private "Dilemma"? Not in Delaware*, in *58 Bus. Law.*, vol. 58, 2003, p. 1351 ss.
- W.T. ALLEN - J.B. JACOBS - L.E. STRINE, JR., *Function Over Form: A Re-assessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, in *Bus. Law.*, vol. 56, 2001, p. 1287 ss.
- C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.
- B.R. ARONSTAM - R.F. BALOTTI - T. REHBOCK, *Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Bus. Law.*, vol. 58, 2003, p. 519 ss.
- B.R. ARONSTAM - R.F. BALOTTI - T. REHBOCK, *Revisiting Delaware's Going Private Dilemma Post-Pure Resources*, in *Bus. Law.*, vol. 59, 2004, p. 1459 ss.
- S. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002.
- S. BAINBRIDGE, *Nonshareholder Constituency Statutes*, in *Pipperdine L. Rev.*, vol. 19, 1992, p. 971 ss.
- S. BAINBRIDGE, *The Creeping Federalization of Corporate Law*, in *Regulation*, vol. 26, 2003, p. 26 ss.

- S. BAINBRIDGE, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 83 ss.
- M. BARZUZA, *Price Consideration in the Market for Corporate Law*, in *Cardozo L. Rev.*, vol. 26, 2004, p. 129 ss.
- L.A. BEBCHUCK, *The Case for Facilitating Competitive Tender Offers: A Reply and Extension*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 23 ss.
- A.A. BERLE JR., *Corporate Powers as Powers in Trusts*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 44, 1931, p. 1049 ss.
- A.A. BERLE JR., *For Whom Corporate Managers Are Trustees*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 45, 1932, p. 1145 ss.
- N. BEVERIDGE JR., *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, in *De Paul L. Rev.*, vol. 41, 1992, p. 655 ss.
- V. BRUDNEY - R. CLARK, *A New Look at Corporate Opportunities*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 94, 1981, p. 997 ss.
- W.L. CARY, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, in *Yale L.J.*, vol. 83, 1974, p. 663 ss.
- R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, vol. 4, 1937, p. 386 ss.
- J.D. COX - T.L. HAZEN, *On Corporations*, New York, 2003, 2<sup>nd</sup> ed.
- E.M. DOOD JR., *Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?*, in *U. Chi. L. Rev.*, vol. 2, 1935, p. 194 ss.

- E.M. DOOD JR., *For Whom Corporate Managers Are Trustees?*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 45, 1932, p. 1145 ss.
- F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 1 ss.
- F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Close Corporations and Agency Costs*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 38, 1986, p. 271 ss.
- F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in *Yale L. J.*, vol. 91, 1982, p. 271 ss.
- M.A. EISENBERG, *Corporate Law and Social Norms*, in *Colum. L. J.*, vol. 99, 1999, p. 1253 ss.
- M.A. EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations – Cases and Materials*, New York, 2000, 8<sup>th</sup> ed.
- M.A. EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, in *Fordham L. Rev.*, vol. 62, 1993, p. 437 ss.
- E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, vol. 88, 1980, p. 288 ss.
- E.F. FAMA - M.C. JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *J.L. & Econ.*, vol. 26, 1983, p. 327 ss.
- E.F. FAMA - M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, vol. 26, 1983, p. 301 ss.
- E.A. FARNSWORTH, *Contracts*, 2004, New York, 4<sup>th</sup> ed.

- D.R. FISCHER, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, in *Bus. Law.*, vol. 40, 1985, p. 1437 ss.
- F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, St. Paul, 2000.
- F. GHEZZI, *I «doveri fiduciari» degli amministratori nei «Principles of Corporate Governance»*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465 ss.
- R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Penn. L. Rev.*, vol. 152, 2003, p. 785 ss.
- R.J. GILSON, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 35, 1982, p. 51 ss.
- S.J. GRIFFITH, *A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>.
- R.W. HAMILTON, *Corporations*, St. Paul, 1994, 5<sup>th</sup> ed.
- H. HANSMANN, *Ownership of the Firm*, Oxford, 1988.
- T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2002, 4<sup>th</sup> ed.
- J.A.C. HETHERINGTON - M.P. DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 63, 1977, p. 1 ss.
- M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Jour. Fin. Econ.*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.
- L. JOHNSON, *Rethinking Judicial Review of Director Care*, in *Del. J. Corp. L.*, vol. 24, 1999, p. 787 ss.

- M. KAHAN - E. KAMAR, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 55, 2002, p. 679 ss.
- W.A. KLEIN - J.C. COFFEE JR., *Business Organization and Finance*, New York, 2004.
- H. MARSH, *Are Directors Trustees?—Conflicts of Interest and Corporate Morality*, in *Bus. Law.*, vol. 22, 1966, p. 35 ss.
- T.J. MICELI, *The Economic Approach to Law*, Stanford, 2004.
- M.L. MONTAGNANI, *Commento sub art. 2390*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, Milano, 2005.
- F.H. O'NEAL, *"Squeeze-outs" of minority shareholders: expulsion or oppression of business associates*, Chicago, 1975.
- M.I. ROE, *Delaware's Competition*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 117, 2003, p. 588 ss.
- R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, 1993.
- H.A. SALE, *Delaware's Good Faith*, in *Cornell L. Rev.*, vol. 89, 2004, p. 456 ss.
- G. SUBRAMANIAN, *Post-Siliconix Freezeouts: Theory & Evidence*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>.
- G. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, working paper, in <http://papers.ssrn.com>.
- J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2005.

E.N. VEASEY, *The Defining Tension in Corporate Governance in America*,  
in *Bus. Law.*, vol. 52, 1997, p. 393 ss.

O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York  
1985.

R.K. WINTER JR., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of  
the Corporation*, in *J. Legal Stud.*, vol. 6, 1977, p. 251 ss.

R.K. WINTER, JR., *The "Race for the Top" Revisited: A Comment on  
Eisenberg*, in *Colum. L. Rev.*, vol. 89, 1989, p. 1526 ss.

GIURISPRUDENZA CITATA

Robinson v. Pittsburgh Oil Refining, 125 A. 46 (Del. Ch. 1924).

Meinhard v. Salmon, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928).

Irving Trust Co. v. Deutsch, 73 F.2d 121 (2d Cir. 1934).

Guth v. Loft, 5 A.2d 503 (Del. 1939).

Gerdes v. Reynolds, 28 N.Y.S.2d 622 (Sup. Ct. 1941).

Bayer v. Beran, 49 N.Y.S. 2d 2 (N.Y.Sup. 1944).

Diedrick v. Helm, 14 N.W.2d 913 (Minn. 1944).

Zahn v. Transamerica Corp., 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947).

Durfee v. Durfee & Canning, Inc., 80 N.E.2d 522 (Mass. 1948).

Matteson v. Ziebarth, 242 P.2d 1025 (Wash. 1952).

Remillard v. Remillard-Dandini Co., 241 P.2d 66 (Cal. App. 1952).

Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107 (Del. 1952).

Perlman v. Feldmann, 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955).

Ritterpusch v. Lithographic Plate Service, Inc., 119 A.2d 392 (Md. 1956).

Saxe v. Brady, 184 A.2d 602 (Del. 1962).

Galler v. Galler, 203 N.E.2d 577 (Ill. 1964).

Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125 (Del. 1963).

Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

Sarner v. Fox Hill, Inc., 199 A.2d 6 (Conn. 1964).

State ex. rel. Hayes Oyster Co. v. Keypoint Oyster Co., 391 P.2d 979  
(Wash. 1964).

Fill Bldgs., Inc. v. Alexander Hamilton Life Ins. Co., 241 N.W.2d 466  
(Mich. 1966).

Meyerson v. El Paso Natural Gas Company, 246 A.2d 789 (Del. Ch.  
1967).

Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968).

Jones v. Ahmanson & Co., 460 P.2d 464 (Cal. 1969).

Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co., 267 A.2d 883 (Del. 1970).

Puma v. Marriot, 283, A.2d 693 (Del. Ch. 1971).

Rocket Mining Corp. v. Gill, 483 P.2d 897 (Utah 1971).

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

Gimbel v. Signal Companies, Inc., 316 A.2d 599 (Del. Ch. 1974).

Miller v. Miller, 222 N.W.2d 71 (Minn. 1974).

DeBaun v. First Western Bank and Trust Co., 120 Cal.Rprt. 354 (Cal.  
App. 1975).

Donahue v. Rodd Electrotype Co., 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975).

Flieger v. Lawrence, 361 A.2d 218 (Del. 1976).

Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 353 N.E.2d 657 (Mass. 1976).

Singer v. Magnovox, Co., 380 A.2d 969 (Del. 1977).

Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121 (Del. 1977).

Michelson v. Duncan, 408 A.2d 211 (Del. 1979).

Zetlin v. Hanson Holdings, Inc., 397 N.E.2d 387 (N.Y. 1979).

Lewis v. S.L. & E., Inc., 629 F.2d 764 (2d Cir. 1980).

Science Accessories Corp. v. Summagraphics Corp., 425 A.2d 957 (Del. 1980).

Francis v. United Jersey Bank, 432 A.2d 814 (N.J. 1981).

Smith v. Atlantic Properties, Inc., 422 N.E.2d 798 (Mass. App. 1981).

Zapata Corporation v. Maldonado, 430 A.2d 779 (Del. 1981).

Energy Resources Corp. v. Porter, 483 N.E.2d 391 (Mass.App. 1982).

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619 (Del. 1984).

Frantz Manufacturing Co. v. EAC Industries, 501 A.2d 401 (Del. 1985).

Klinicki v. Lundgren, 695 P.2d 906 (Or. 1985).

Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

Rabkin v. Phillip A. Hunt Chemical Corporation, 498 A.2d 1099 (Del. 1985).

Rosenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985).

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

Coggins v. New England Patriots, 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).

Jedwab v. MGM Grand Hotel, Inc., 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986).

Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

CTS Corp. v. Dynamics Corp., 481 U.S. 69, 107 S.Ct. 1637, 95 L.Ed.2d 67 (1987).

Marciano v. Nakash, 535 A.2d 400 (Del. 1987).

Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

City Capital Associates, Ltd. Partnership v. Interco, Inc., 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988).

Desert Partners, L.P. v. USG Corp., 686 F. Supp. 1289 (N.D. Ill. 1988).

In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation, WL 83147 (Del. Ch. 1988).

Gobrow v. Perot, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

In re Holly Farms Corporation Shareholders Litigation, WL 7036 (Del. Ch. 1988).

In re J.P. Stevens & Co., Inc., Shareholders Litigation, 1542 A.2d 770 (Del. Ch. 1988).

Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F.Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).

Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCh) P94,514 (Del. Ch. 1989).

In re RJR Nabisco Inc. Shareholders Litigation, WL 7036 (Del. Ch. 1989).

Business Roundtable v. SEC, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

Citron v. E.I. DuPont Nemours & Co., 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990).

Harris v. Carter, 582 A.2d 222 (Del. 1990).

Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communication Corp., WL 277613 (Del. Ch. 1991).

Geyer v. Ingersoll Publications Co., 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992).

Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366 (Del. 1992).

Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 (Del. 1992).

*Cede & Co. v. Technicolor*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

*Kahn v. Lynch Communication System, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

*Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34  
(Del. 1994).

*Rand v. Western Airlines, Inc.*, WL 89006 (Del. Ch. 1994).

*Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris*, 661 A.2d 1146 (Me. 1995).

*In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholders Litigation*, 669 A.2d 59 (Del.  
1995).

*Steiner v. Meyerson*, WL 441999 (Del. Ch. 1995).

*Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

*In re Wheelabrator Technologies, Inc., Shareholders Litigation*, 663 A.2d  
1194 (Del. Ch. 1995).

*Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*, 673 A.2d 148 (Del. 1996).

*In re Caremark Intern., Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch.  
1996).

*Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996).

*Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35 (Del. 1996).

*Thorpe v. CERBCO*, 676 A.2d 436 (Del. 1996).

*Brazen v. Bell Atlantic*, 695 A.2d (Del. 1997).

*Cooke v. Oolie*, WL 367034 (Del. Ch. 1997).

Lewis v. Vogelstein, 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997).

Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998).

Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design System, Inc., 728 A.2d 25  
(Del. Ch. 1998).

Quickturn Design System, Inc. v. Mentor Graphics Corp., 721 A.2d 1281  
(Del. 1998).

ACE Ltd. V. Capital Re, Corp., 747 A.2d 95 (Del. 1999).

Emerald Partners v. Berlin, 726 A.2d 1215 (Del. 1999).

Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d (Del. 1999).

In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation, WL 1009174  
(Del. Ch. 1999).

In re Lukens Shareholders Litigation, 757 A.2d 720 (Del. Ch. 1999).

Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Mineral Co., WL 1054255 (Del.  
1999).

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

Cooke v. Oolie, WL 710199 (Del. Ch. 2000).

In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation, 753 A.2d  
462 (Del. 2000).

McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000).

McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. 2000).

State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett, WL 238026 (Del. Ch. 2000).

Glassmann v. Unocal Exploration, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

In re Paxon Communications Corp. Shareholders Litigation, WL 812028 (Del. Ch. 2001).

In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation, WL 716787 (Del. Ch. 2001).

In re Aquila, Inc., 805 A.2d 184 (Del. Ch. 2002).

Levco Alternative Fund v. Reader's Digest Association, 803 A.2d 428 (Del. 2002).

In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).

MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

Beam v. Martha Stewart, 845 A.2d 1040 (Del. 2004).

Hollinger International, Inc. v. Black, 844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004).

Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

Unsecured Creditors of Integrated Health Services, Inc. v. Elkins, LEXIS 122 (Del. Ch. 2004).

–IL DOVERE DI FEDELTA' NEL DIRITTO DEGLI STATI UNITI D'AMERICA –

In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, WL 1875804 (Del. Ch.  
2005).