

## **La *Business Judgement Rule*: spunti per un confronto tra l'esperienza statunitense e l'esperienza italiana**

Sommario: 1. Premessa – 2. Le scelte degli amministratori- 3. L'insindacabilità ed i suoi limiti – 4. Il controllo sulla condotta degli amministratori – 5. Ulteriori problematiche in merito al controllo – 6. Alcuni spunti dalla casistica – 7. L'esperienza statunitense – 7.1 Premessa – 7.2. La genesi della *bjr* – 7.3. Il criterio della diligenza - 7.4. Il dovere di fedeltà – 7.5. I primi casi del Delaware – 7.6. La situazione attuale della *bjr* – 7.7. La giurisprudenza fino a Van Gorkom – 7.8. Van Gorkom – 7.9. La situazione dopo Van Gorkom – 7-10. Il caso Disney – 8. Alcuni spunti conclusivi di confronto con il sistema italiano

### **1. Premessa**

Con *business judgement rule* (da ora anche *bjr*) si intende l'insindacabilità delle scelte gestionali degli amministratori.

L'istituto in esame rappresenta una fattispecie classica del diritto societario, che viene invocata costantemente dalla giurisprudenza. La maggior parte della dottrina è a favore di questo principio, seppure ascrive a ragioni diverse il motivo della sua esistenza. La *bjr* si trova ad operare accanto al dovere di agire con diligenza: l'interazione fra questi due elementi determina una situazione per cui l'ordinamento tollera, da un lato, scelte inopportune e perfino sbagliate, mentre dall'altro lato esige che le scelte attuate dal c.d.a. siano precedute dall'assunzione di quelle cautele ed informazioni normalmente richieste dalla diligenza professionale.

In questo contributo, dopo aver sinteticamente inquadrato le problematiche della responsabilità per *mala gestio*, farò un rapido riferimento all'esperienza italiana e passerò poi ad illustrare l'esperienza statunitense per verificare l'effettiva analogia in ambito di *bjr* tra i due sistemi.

### **2. Le scelte degli amministratori**

Tra le varie funzioni assegnate al c.d.a., quella propriamente imprenditoriale si articola tendenzialmente in due fasi: una cognitiva, che consiste nella ricerca e nell'analisi di investimenti in grado di incrementare il valore dell'impresa; l'altra discrezionale, che consiste nello scegliere su quali degli investimenti individuati indirizzare le risorse disponibili.

---

\* Dottore di ricerca in Corporate Governance, Università degli Studi di Genova; g.peruzzo@unige.it

In termini di responsabilità, il problema che si pone per gli amministratori ogni volta che effettuano una scelta gestionale è sapere se hanno adeguatamente curato la fase cognitiva (attraverso l'assunzione di informazioni sufficienti e la corretta elaborazione delle medesime) e se hanno esercitato in modo appropriato il loro potere discrezionale (cogliendo l'investimento più opportuno per l'impresa sociale in rapporto alle condizioni della medesima). La questione, quindi, è trovare degli indicatori che consentano di distinguere fra cattive scelte e scelte che hanno avuto un esito negativo<sup>1</sup>, in virtù del principio per cui gli amministratori non rispondono per l'insuccesso della società, mentre rispondono per non aver rispettato i loro obblighi (fra cui, ovviamente, vi è quello di agire- e quindi decidere- con diligenza)<sup>2</sup>.

Le situazioni critiche in grado di sollevare il dubbio circa la responsabilità degli amministratori sono molteplici e raramente sono di facile soluzione. L'ipotesi più semplice probabilmente è quella in cui il c.d.a. decide in modo del tutto improvvisato, situazione che rende quindi palese l'assenza di qualsiasi ponderazione in merito all'investimento. In caso di insuccesso, con una tale condotta difficilmente gli amministratori potrebbero evitare la condanna al risarcimento<sup>3</sup>. Più complicato è rendersi conto (sia per gli amministratori che per i giudici) se la fase cognitiva sia stata carente- sia da un punto di vista quantitativo (per non aver assunto un numero sufficiente di informazioni necessarie) che da un punto di vista qualitativo (incapacità di valutare correttamente i dati esaminati). È difficile ricostruire (soprattutto in un'ottica) *ex post* quale sarebbe dovuto essere il giusto numero di informazioni da assumere e quale indicazione sarebbe dovuta essere tratta dalle medesime. Un'altra ipotesi foriera di problemi può essere quella in cui gli amministratori effettuino, da un lato, una scrupolosa ed esauriente ricerca per individuare operazioni idonee ad incrementare il valore della società e, dall'altro lato, scelgano infine un investimento particolarmente aleatorio, il cui esito negativo può causare l'azzeramento del patrimonio sociale: in questa situazione può sorgere un dubbio sull'opportunità di intraprendere un'operazione di cui si conosce l'alto profilo di rischio.

### 3. L'insindacabilità ed i suoi limiti

È evidente che la *bjr*, se riferita sia alla fase cognitiva che a quella deliberativa, risolve alla radice i

---

1 Per questa distinzione v. M. EISENBERG, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, *U. Pitt. L. Rev.*, 1990, v. 51, 963.

2 V. F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 65 s. V. anche R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 168, che afferma che "gli amministratori non si obbligano ad ottenere un risultato economico positivo, ma ad esplicitare una condotta conforme a certi requisiti di impegno e di abilità professionale per conseguire lo scopo voluto (dirigere e promuovere l'attività economica nel modo più idoneo a realizzare l'interesse sociale)".

3 In questo senso v. Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, *Foro pad.*, 1965, I, 1820; Trib. Milano, 28 marzo 1985, *Soc.*, 1985, 1083, con nota di R. RORDORF.

dubbi ora paventati, in quanto un'insindacabilità assoluta sottrae le scelte gestionali del c.d.a. da qualsiasi forma di controllo e manda quindi esenti aprioristicamente da responsabilità gli amministratori (salvo, ovviamente, la violazione del dovere di fedeltà). Questa interpretazione (che negli Stati Uniti è considerata da taluni come quella necessaria per realizzare appieno il potere gestorio e la funzione propulsiva del c.d.a.<sup>4</sup>) non sembra però la più naturale per il nostro ordinamento. La riforma del diritto societario, infatti, ha evidenziato vari aspetti degli obblighi degli amministratori che non fanno sembrare congruo immaginare un'assenza totale di controllo sull'operato degli amministratori. In quest'ottica può essere letta la nuova formulazione del criterio di diligenza di cui all'art. 2392 cc (che ha enfatizzato il rapporto fra la natura dell'incarico e le specifiche competenze dell'amministratore), l'esplicitazione della centralità per gli amministratori del dovere di agire in modo informato (art. 2381, c. 6, cc); l'ampliamento delle modalità con cui è possibile promuovere un'azione sociale di responsabilità (art. 2393 bis cc, favorendo così, almeno sulla carta, il controllo nei confronti degli amministratori<sup>5</sup>). Infine, anche ammettendo la liceità di clausole di esonero preventivo dalla responsabilità per negligenza degli amministratori<sup>6</sup>, l'insindacabilità assoluta deriverebbe da una scelta della società e non direttamente dall'ordinamento.

#### **4. Il controllo sulla condotta degli amministratori**

Verificato che l'operato degli amministratori non è esente da controllo, si rende necessario delineare quale sia l'ambito di tale controllo e, di converso, quale sia l'effettiva portata del principio dell'insindacabilità.

In dottrina constano a riguardo varie posizioni. Non è facile effettuare distinzioni precise. Comunque, il presupposto di partenza che accomuna i vari orientamenti è che il c.d.a. deve agire in modo informato. Da tale premessa si diramano poi varie opinioni che, in crescendo, hanno una concezione dell'insindacabilità sempre più ristretta.

Per un primo orientamento, l'esistenza di una fase conoscitiva propedeutica alla scelta gestionale sarebbe sufficiente per rendere insindacabili le decisioni del consiglio (in quanto prova di un comportamento cauto e riflessivo degli amministratori)<sup>7</sup>. In altri termini, in base a questa

---

<sup>4</sup> S. BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule As Abstention Doctrine*, *Van. L. Rev.*, 2004, v. 83, 57 ss.

<sup>5</sup> Per questi aspetti v. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nei mercati finanziari*, Giuffrè, 2008, 157 ss.

<sup>6</sup> In tal senso A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di spa*, Milano, 2008, 283 ss., che la ammetta nei limiti della colpa lieve ex art. 1229 cc ed al quale si rimanda per ulteriori riferimenti anche in senso contrario.

<sup>7</sup> F. BONELLI, *Gli amministratori di spa dopo la riforma*, Milano, 2004, 184 ss.; F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. SCOGNAMIGLIO, Milano, 2003, 35. In giurisprudenza: Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, *Riv. not.*,

prospettiva, rivelerebbe solamente il profilo di come gli amministratori hanno agito, mentre i giudici non potrebbero spingersi fino a pronunciarsi sulla scelta assunta dal c.d.a.

Per un secondo orientamento, invece, deve essere esaminata anche la congruità della decisione: non è quindi sufficiente che siano state assunte informazioni, bensì è necessario verificare che tra le scelte effettuate e le prospettive emerse dall'attività conoscitiva vi sia un rapporto di consequenzialità che renda le seconde congrue rispetto alle prime<sup>8</sup>. Per questa seconda concezione, quindi, la libertà di scelta degli amministratori non è assoluta, bensì risente del contesto fattuale in cui il c.d.a. si trova ad operare: solamente quelle decisioni che risultano aderenti alle premesse in fatto potranno beneficiare dell'insindacabilità. Il criterio per stabilire la congruità è di natura prettamente quantitativa: scelte palesemente imprudenti, frutto di errori grossolani, marcatamente sproporzionate rispetto alle condizioni finanziarie della società, irragionevoli non proteggeranno gli amministratori<sup>9</sup>. Questi parametri avranno poi a loro volta una connotazione differente a seconda del grado di professionalità che si ritiene un amministratore debba possedere<sup>10</sup>. Questo orientamento implica senza dubbio un controllo più esteso nei confronti dell'operato degli amministratori e, di conseguenza, aumenta la possibilità di condanna per *mala gestio*. Ciò riduce la propensione al rischio degli amministratori, i quali, anche in presenza di un adeguato studio delle prospettive di investimento, preferiranno assumere scelte tendenzialmente conservative per evitare future contestazioni.

## 5. Ulteriori problematiche in merito al controllo

Situazioni di incertezza non sono comunque da escludere neanche per il primo orientamento, sebbene esso limiti solamente al rispetto del dovere di agire in modo informato la condizione necessaria per applicare l'insindacabilità. In questa circostanza, infatti, il problema che si pone è comprendere fino a che punto possa essere penetrante da parte dei giudici la valutazione in merito

---

2004, 1571, con nota di M. CHIRILLI; Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, *Resp. civ. prev.*, 1998, 424 con nota di P. BALZARINI; App. Milano, 30 marzo 2001, *Giur. comm.*, 2002, II, 200, con nota di R. VENTURA; App. Milano, 14 gennaio 1992, *Soc.*, 1002, 1146; Trib. Palermo, 13 marzo 2008, *Giur. comm.*, 2010, II, 121 con nota di M. CORDOPATRI; Trib. Parma, 3 novembre 1999, *NGCC*, 2001, I, 221 con nota di A. CONFORTI.

<sup>8</sup> M. FRANZONI, *Art. 2380-2396. Società per azioni. Dell'amministrazione e del controllo. Parte I. Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Commentario del Codice civile*, Bologna-Roma, 2008, 473; A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori verso la società per azioni*, in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori*, a cura di S. AMBROSINI, Torino, 2007, 16; M. DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia come parametri per sindacare l'attività di gestione degli amministratori*, *Contr. e impresa*, 1999, 221; in termini analoghi v. già R. WEIGMANN, *cit.*, 191; A. BORGIOI, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982, 242.

<sup>9</sup> Trib. Milano, 10 febbraio 2000, *Giur. comm.*, 2001, II, 326, con nota di A. TINA, Trib. Reggio Emilia, 12 giugno 1996, *Dir. fall.*, 1996, II, 18, con nota di G. RAGUSA MAGGIORE; Trib. Milano, 2 marzo 1995, *Soc.*, 1996, 57 con nota di M. MORELLI e in *Giur. it.*, 1995, 706, con nota di E. DESANA.

<sup>10</sup> Nel senso che l'amministratore è responsabile se non agisce in modo perito v. M. FRANZONI, *cit.*, 469. A. ROSSI, *cit.*, 10, esclude che l'imperizia dell'amministratore aggravi la sua posizione.

allo standard di adeguatezza con cui deve essere svolta dal c.d.a. la fase cognitiva. Anche qui si ripresenta quindi la questione dell'avversione al rischio, in quanto una verifica troppo nel dettaglio da parte dei giudici spingerebbe gli amministratori a decidere solo dopo lunghe ed approfondite (e dispendiose) analisi. Viceversa, una verifica meramente formale dell'esistenza di procedure decisionali non offrirebbe sufficienti garanzie per il controllo di una corretta gestione. Qualche spunto risolutivo per queste problematiche è offerto dalla disciplina degli assetti organizzativi (art. 2381 cc). Il nostro ordinamento ha ormai recepito la necessità che le società verifichino quale sia la struttura più adatta per le dimensioni e la natura della loro impresa per garantire i flussi informativi all'interno del c.d.a. e fra questo e gli altri organi sociali. Questa previsione normativa si colloca in un contesto culturale (sia giuridico che aziendalistico) particolarmente attento e sensibile alla necessità di rispettare le *best practices* al fine di ridurre situazioni di *mala gestio*<sup>11</sup>. La conseguente standardizzazione degli obblighi di condotta del c.d.a. consente di avvicinare, almeno per quanto attiene la fase cognitiva, l'attività degli amministratori a quella di altri soggetti chiamati ad operare in condizioni di incertezza, la cui prestazione viene valutata alla luce di protocolli disciplinari che si basano sui comportamenti considerati virtuosi dalla comunità di riferimento<sup>12</sup>. Questo approccio contribuisce a delineare in maniera sufficientemente chiara la fase procedimentale ed offre agli amministratori una linea generale di condotta. Questa soluzione, peraltro, non è limitata alle imprese di maggiori dimensioni, bensì vale anche per quelle di dimensioni minori: infatti, ogni realtà, in rapporto alla rilevanza della scelta, ha interesse ad incrementare la propria conoscenza sia in un'ottica *ex ante* (al fine di decidere nell'interesse della società nelle migliori condizioni possibili) sia in un'ottica *ex post* (per difendersi in caso di eventuali azioni di responsabilità).

Chiaramente rimangono dei profili critici. In primo luogo, gli standard di condotta rimandano ad un modello ideale che deve poi essere adattato alle circostanze del singolo caso. Inoltre, non tutte le operazioni consentono una pianificazione corrispondente a quella potenzialmente ottimale: il tempo a disposizione, le risorse disponibili per effettuare lo studio degli investimenti, la soglia dei costi di ricerca oltre la quale l'investimento perde la propria attrattiva rappresentano degli ostacoli di non poco conto<sup>13</sup>. Le *best practices* offrono quindi sì un buon punto di riferimento, ma richiedono pur sempre di essere contestualizzate: il punto consiste nello stabilire con quale livello di approfondimento i giudici saranno legittimati ad intervenire nella valutazione della correttezza della

---

<sup>11</sup> G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, UTET, v. 3, 2007, 5 ss.

<sup>12</sup> Così F. GEVURTZ, *The Business Judgement Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?*, *S. Cal. L. Rev.*, 1993-1994, v. 67, 308. Il punto è però molto discusso: v. M. EISENBERG, *cit.*, 963, che sostiene che non vi sono modelli di riferimento per gli amministratori.

<sup>13</sup> Per questi aspetti v. in generale A. TINA, *L'esonero*, *cit.*, 45 s.

procedura impiegata dal c.d.a. Peraltro, nel momento in cui si esamina la correttezza della procedura decisionale è per lo più impossibile non lambirne anche il merito: infatti, sebbene si tratti di un controllo che riguarda esclusivamente la fase prodromica della decisione, esso implica comunque la valutazione dei vari passaggi compiuti dagli amministratori, della congruità degli stessi e delle ragioni ad essi sottese.

## 6. Alcuni spunti dalla casistica

Le problematiche accennate nel paragrafo precedente in merito alla fase cognitiva sono emerse in maniera nitida in giurisprudenza. Se nei casi più risalenti, a prescindere dalle varie formule utilizzate dai giudici in merito all'insindacabilità ed ai suoi limiti, non vi erano grandi dubbi circa la *mala gestio* degli amministratori (i fatti evidenziavano in modo pressoché pacifico l'assenza di qualsiasi attività cognitiva da parte del c.d.a.<sup>14</sup>, così che l'insindacabilità non poteva certamente essere invocata), le vicende più recenti hanno invece spesso mostrato che la scelta gestionale è stata preceduta da una fase di studio. Per i giudici si è quindi posto il problema di quali criteri usare per valutare la fase cognitiva.

La vicenda de La Centrale (società finanziaria quotata, controllata dal Banco Ambrosiano, anch'esso quotato) è stata probabilmente il primo caso di questo filone<sup>15</sup>. Agli amministratori furono contestate varie operazioni: fra queste, l'acquisto del 40% del Corriere della Sera (verso cui il Banco Ambrosiano era creditore di somme ingenti). I giudici di primo grado riconobbero che il c.d.a. de La Centrale effettuò delle analisi propedeutiche all'acquisizione della partecipazione, ma non le considerarono svolte correttamente: l'elaborazione dei dati raccolti avrebbe dovuto far emergere un valore della partecipazione ben inferiore a quanto poi pagato. La discrasia fra il valore che secondo i giudici sarebbe dovuto risultare in seguito ad una adeguata valutazione da parte del c.d.a. ed il prezzo pagato dalla società fu imputata alla superficialità, incapacità ed incuria degli amministratori (che, se avessero utilizzato propriamente le loro competenze professionali, avrebbero scoperto agevolmente il reale valore delle azioni). Questi furono riconosciuti responsabili della differenza tra la somma sborsata da La Centrale per l'acquisizione delle azioni del Corriere e

---

<sup>14</sup> Come evidenziato acutamente in dottrina (F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, cit., 69 ss.), con un metodo innovativo per i criteri dell'epoca, l'assenza di verifiche era riconducibile in qualche caso alla disattenzione degli amministratori. La maggior parte delle vicende presentava però delle situazioni più o meno palesi di conflitto di interesse di alcuni membri del c.d.a.: in queste circostanze risultava per lo più fisiologico che gli amministratori interessati (che spesso erano anche i consiglieri delegati) non si addentrassero in controlli, in quanto così facendo avrebbero contribuito a smascherare i loro piani fraudolenti. Sull'utilizzo della responsabilità per negligenza per colpire condotte sospette di conflitto di interesse v. anche R.B. Dyson, *The Director's Liability for Negligence, Ind. L.J.*, 1965, v. 40, 343.

<sup>15</sup> Trib. Milano, 26 giugno 1989, *Giur. Comm.*, II, 1990, con nota di F. ARRIGONI, confermata in appello, anche se sulla base di una diversa motivazione (perseguimento di fini extrasociali da parte del c.d.a.): v. App. Milano, 16 giugno 1995, *Soc.*, 1995, 1562, con nota di L. DE ANGELIS.

la somma incassata successivamente al momento della vendita delle medesime.

Questo approccio ha trovato in dottrina consensi e critiche<sup>16</sup>. I favorevoli apprezzano che vi sia un controllo sostanziale sull'operato degli amministratori e che questi siano valutati in base allo standard di professionalità (e non del più blando standard di diligenza). I contrari contestano ai giudici di essere entrati nel merito della scelta e di non aver circoscritto il controllo al riscontro della diligenza (che, nella fattispecie, vi sarebbe stata in virtù delle informazioni acquisite e delle trattative intavolate dal c.d.a.). Anche nella fase cognitiva, l'insindacabilità pare quindi trovare nel dato quantitativo la sua essenza: più dettagliato sarà il controllo svolto dai giudici, più difficile sarà distinguere l'esame sul metodo da quello sul merito e minore sarà l'estensione della *bjr*. A sua volta, la scelta di un criterio di giudizio più o meno severo riflette l'inclinazione che ciascuno studioso ha del funzionamento della società e del ruolo degli amministratori<sup>17</sup>.

Lo sviluppo successivo della casistica ha puntualizzato alcuni aspetti in merito alla fattispecie dell'insindacabilità. Da un decennio la giurisprudenza di legittimità (iniziando con il caso Monopoli<sup>18</sup>) e quella di merito<sup>19</sup> hanno stabilito che il controllo non può riguardare le scelte di gestione, le modalità e le circostanze di tali scelte, ma può riguardare soltanto l'omissione delle cautele, delle verifiche ed informazioni preventive necessarie per le scelte che è chiamato ad operare. Pare quindi che, una volta che la fase cognitiva non presenti nessun rilievo critico, il controllo da parte del giudice debba arrestarsi e non possa analizzare la congruità tra i dati raccolti ed elaborati dal c.d.a. e la scelta fatta da esso. Stabilito il perimetro dell'indagine, resta da affrontare la severità con cui deve essere effettuata la medesima. La Cassazione richiede agli amministratori di agire con diligenza; le corti di merito richiamano invece prevalentemente la ragionevolezza, nel senso che le scelte devono essere basate su dati concreti e ragionevoli aspettative<sup>20</sup>. Queste ultime sembrano quindi orientate verso un controllo più penetrante, analogo a quello del caso La Centrale. In realtà, prendendo in esame i fatti, la distanza fra le due impostazioni non sembra poi troppo marcata.

A grandi linee, le sentenze successive al caso Monopoli si sono occupate di due tipi di situazioni: una relativa alla fase post investimento, che riguarda il livello di cautela che gli amministratori

---

<sup>16</sup> A favore, *ex multis*, M. FRANZONI, *op. cit.*, 473; contro, *ex multis*, F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, cit.*, 73.

<sup>17</sup> F. BONELLI, *Gli amministratori di spa dopo la riforma, cit.*, 185, ha una visione improntata più verso un sistema di *directors' primacy* (e quindi di grande discrezionalità nell'assunzione dei rischi), mentre M. FRANZONI, *cit.*, 474 s., tende più verso una visione di controllo da parte della società verso l'operato degli amministratori.

<sup>18</sup> Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, *cit.*

<sup>19</sup> V. *supra* nota 7.

<sup>20</sup> Questa osservazione è di A. CONFORTI, *cit.*, 227.

devono impiegare nel monitorare la controparte con cui sono in affari per controllare il rispetto degli impegni assunti da quest'ultima verso la società da loro gestita<sup>21</sup>. Un'altra è relativa invece alle verifiche che devono essere effettuate dal c.d.a. prima di compiere un investimento<sup>22</sup>. Questa seconda situazione presenta alcuni profili di interesse: in primo luogo, si tratta di casi in cui lo studio da parte del c.d.a. può trovare nella scienza aziendalistica dei contributi importanti per trarre dei riscontri circa la redditività dell'investimento. Questo aspetto comune rende i casi più facilmente comparabili. In secondo luogo questi casi sono stati risolti una volta in base alla ragionevolezza (Tribunale di Parma nel caso del lancio di una nuova testata giornalistica<sup>23</sup>) un'altra volta in base alla diligenza (Appello di Milano nel caso Rcs<sup>24</sup>), così che rappresentano una sorta di banco di prova per verificare il differente grado di severità dei due criteri. La prima sentenza (Tribunale di Parma) riguardava la pubblicazione di un giornale; la seconda (Corte di Appello di Milano nel caso RCS) una complessa operazione di acquisto di un pacchetto azionario. Entrambe, pur ripercorrendo in maniera minuziosa i vari passaggi svolti dal c.d.a. al fine di trovare riscontri del fatto che gli amministratori avessero studiato in maniera esauriente il contesto in cui intendevano operare, hanno trascurato di verificare l'applicazione di criteri di analisi aziendalistica<sup>25</sup>. Nel caso del lancio della nuova testata giornalistica affrontato dal Tribunale di Parma, i giudici ritennero che la presenza nell'azionariato di associazioni di imprese rendeva ragionevole immaginare una certa divulgazione della testata ed un certo ritorno dalla raccolta di pubblicità. Le prospettive di riuscita dell'impresa apparivano quindi concrete. Per di più il collegio sindacale, a fronte di una raccolta di capitale sociale notevolmente inferiore alle aspettative, aveva dato parere positivo sullo sviluppo equilibrato dell'impresa. I giudici non hanno quindi richiesto la presenza di un piano di sviluppo, ma si sono limitati a prendere atto della situazione di fatto ed a effettuare dei ragionamenti basati sostanzialmente su osservazioni di senso comune. Analogamente, nel caso dell'acquisto della partecipazione societaria, la Corte d'Appello di Milano nel caso RCS non ha ritenuto necessario lo svolgimento da parte del c.d.a. di una *due diligence* per verificare la situazione finanziaria dell'impresa acquisenda, né ha preteso l'impiego di metodi analitici per individuare la prospettabile redditività dell'investimento da confrontare al prezzo di acquisto.

Le due sentenze ora esaminate inducono a due osservazioni: la prima è che l'utilizzo di criteri che

---

<sup>21</sup> Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, *Riv. not.*, 2004, 1571, *cit.*; Trib. Milano, 14 aprile 2004, *Giur. it.*, 2004, 1896, con nota di A. BERTOLOTTI.

<sup>22</sup> Trib. Parma, 3 novembre 1999, *cit.*

<sup>23</sup> Trib. Parma, 3 novembre 1999, *cit.*

<sup>24</sup> App. Milano, 30 marzo 2001, *cit.*

<sup>25</sup> V. su questo punto R. VENTURA, in commento all'Appello di Milano, 30 marzo 2001, *cit.*, 219.



rimandano ad un diverso gradiente di severità (ragionevolezza/diligenza) non determinano necessariamente un controllo più o meno approfondito sull'operato degli amministratori. Del resto, a parte la facile constatazione che fra i due concetti vi è una differenza, risulta poi alquanto difficile in pratica definirli singolarmente. La seconda è che rispetto ad alcuni precedenti, in cui invece le sentenze avevano affermato la necessità per gli amministratori di utilizzare gli strumenti analitici sviluppati dalle scienze aziendalistiche a supporto delle scelte imprenditoriali, nei casi del Tribunale di Parma e della Corte di Appello di Milano il controllo svolto dai giudici è stato piuttosto blando. L'orientamento giurisprudenziale più recente sembra quindi orientato verso un livello piuttosto basso di scrutinio della fase cognitiva attuata dal c.d.a. in accordo con quella dottrina propensa a limitare al minimo il controllo sugli amministratori. Questa posizione contribuisce senza dubbio a rafforzare il ruolo della *bjr*, in quanto una poco dettagliata verifica della fase decisionale riduce sensibilmente le possibilità che le scelte gestionali effettuate dal c.d.a. siano contestate da parte dei giudici.

## 7. L'esperienza statunitense

### 7.1 Premessa

La dottrina italiana richiama costantemente l'esperienza statunitense, così che si rende necessario svolgere una sintetica panoramica di tale ordinamento.

Il primo aspetto da rilevare è che negli USA il diritto societario è di competenza statale (quello dei mercati finanziari è invece di competenza federale).

In generale, le cause relative alla presunta violazione da parte degli amministratori dei loro obblighi di condotta sono molto più frequenti rispetto al nostro ordinamento. Ciò dipende sostanzialmente da due fattori: in primo luogo, nel sistema statunitense il *board* ha un ruolo determinante in pressoché qualsiasi operazione riguardante la società; in secondo luogo, non di rado tale sistema predilige intervenire *ex post* con le tecniche della responsabilità civile invece che *ex ante* con una precisa predeterminazione delle condotte che gli interessati devono osservare<sup>26</sup>. In base a queste due premesse è quindi fisiologico rinvenire un elevato e costante numero di azioni di responsabilità contro il c.d.a.

Il secondo aspetto da considerare è che coesistono più formulazioni di *bjr*: quella elaborata dalla giurisprudenza; quella codificata nel *Model Business Act* dell'*American Bar Association* e quella codificata nei *Principles of Corporate Governance* dall'*American Law Institute*. I *Principles* dell'Ali sono delle linee guide che non hanno valore di fonte normativa, mentre un buon numero di

---

<sup>26</sup> P. GIUDICI, *Neo-quotate, piccolo quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, Soc., 2010, 872.

stati ha adottato (più o meno fedelmente) il Model Business Act. Il punto di riferimento più importante è, comunque, la giurisprudenza del Delaware. Come noto, questo stato è ormai da decenni l'ordinamento leader in ambito di diritto societario: esso vanta i giudici più competenti ed autorevoli ed è scelto come sede legale da numerosissime società (fra cui quelle a più alta capitalizzazione). La *bjr* che viene di fatto applicata è, quindi, quella elaborata dalle corti del Delaware (peraltro la legislazione del Delaware non ha codificato né i doveri fiduciari, né la *bjr*, così che si applica il *common law*). In questa sede si tenderà a prediligere il dato giurisprudenziale, dando quindi maggiore rilevanza all'esperienza del Delaware.

### **7.2. La genesi della *bjr***

La genesi della *bjr* viene fatta comunemente risalire alla metà dell'ottocento, epoca in cui affiorarono le prime azioni di responsabilità contro gli amministratori<sup>27</sup>. I casi richiedevano di verificare se i danni occorsi alle società erano riconducibili a carenze del c.d.a. nello svolgimento dei suoi compiti. Le situazioni-tipo di *mala gestio* erano varie. Agli amministratori era contestato di non aver rispettato i limiti legali e statutari posti ai loro poteri, di non essersi accorti di operazioni fraudolente perpetrate ai danni della società, di non aver prestato sufficiente cautela nell'accordare mutui ai clienti (settore bancario), di aver intrapreso operazioni irragionevoli. In questo contesto la nozione di *bjr* si andava formando in base a due criteri fra loro antagonisti. Il primo richiedeva agli amministratori di agire con diligenza e nel rispetto del dovere di fedeltà. Il secondo considerava solamente il dovere di fedeltà.

### **7.3. Il criterio della diligenza**

I giudici utilizzarono vari standard di diligenza: grave negligenza, negligenza, diligenza dell'uomo comune, ecc. I commentatori - sia in epoca recente che in tempi più risalenti - hanno valutato tali sfumature principalmente in termini quantitativi, vale a dire ragionando sui diversi gradi di severità richiamati dalle sentenze e discutendo su quale fosse la misura di diligenza più adatta per la verifica della condotta degli amministratori<sup>28</sup>.

L'evoluzione della giurisprudenza mostrerà l'impiego di uno spettro piuttosto ampio di coefficienti di diligenza. Ciò che preme ora rilevare, però, è che la prima casistica, se ordinata non per livelli di diligenza, ma per fattispecie (mancata sorveglianza, mancato rispetto di limiti legali e statutari, scelte irragionevoli...), offre degli spunti interessanti (anche in termini statistici) circa

---

<sup>27</sup> S. ARSHT, *The Business Judgement Rule Revisited*, *Hofstra L. Rev.*, 1979-1980, v. 8, 93.

<sup>28</sup> C. RHOADS, *Personal Liability of Directors for Corporate Mismanagement*, *U. Pa. L. Rev.*, 1916-1917, v. 65, 128; M. MCMURRAY, *An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty and the Business Judgement Rule*, *Vand. L. Rev.*, 1987, v. 40, 605.

l'atteggiamento dei giudici verso la condotta che gli amministratori devono tenere. Un'organizzazione per gradi di diligenza tende infatti a creare (almeno) due inconvenienti. Il primo consiste nel fatto che si pone eccessiva attenzione verso i vari livelli di diligenza cui le corti fanno di volta in volta riferimento quando, invece, ogni fatto presenta delle unicità che difficilmente ne consentono una catalogazione in ampie categorie. Il secondo è che vengono aggregate situazioni-tipo fra loro diverse (e, come si vedrà *infra* in merito alla giurisprudenza relativa ai casi di *mergers and acquisitions*, è proprio il tipo di operazione l'elemento che incide sulla nozione di *bjr*).

Adottando questa prospettiva, il primo rilievo che emerge è che non tutti i casi in cui si pone la questione della diligenza degli amministratori riguardano propriamente la *bjr*. Infatti, nelle situazioni di omessa/inadeguata sorveglianza l'esame della responsabilità dei membri del c.d.a. non si riferisce ad una decisione da loro assunta, bensì ad un comportamento omissivo<sup>29</sup>. In questa situazione non dovrebbe quindi trovare applicazione la *bjr*, tuttavia l'atteggiamento dei giudici risulta comunque piuttosto accondiscendente anche in situazioni che riguardano il dovere di monitoraggio<sup>30</sup>. Preso atto di questa differenza, l'analisi dei casi di inadeguata/omessa sorveglianza risulta comunque utile perché, essendosi questo filone sviluppato contemporaneamente a quello relativo alle scelte gestionali, permette di individuare eventuali differenze di trattamento da parte dei giudici nelle due fattispecie. Orbene, dalla casistica relativa all'inadeguata/omessa sorveglianza si evince che i giudici, a prescindere dal diverso grado di diligenza richiamato<sup>31</sup>, hanno riservato molta importanza alla ricostruzione della situazione antecedente alla scoperta delle operazioni fraudolente ed alla verifica della possibilità per gli amministratori estranei a tali operazioni di scoprire i misfatti<sup>32</sup>. In questo contesto non pare vi sia quindi una particolare tutela aprioristica nei confronti dei membri del c.d.a., bensì sembra piuttosto che i giudici abbiano un atteggiamento neutrale e siano interessati principalmente a conoscere al meglio i fatti per individuare eventuali atteggiamenti negligenti o indifferenti degli amministratori di fronte a situazioni che avrebbero dovuto suscitare sospetti circa la loro regolarità.

I criteri utilizzati nell'ambito dell'inadeguata/omessa sorveglianza non sono comunque del tutto estranei ad alcune fattispecie rientranti nella sfera della *bjr*. Se si prende infatti in esame la casistica

---

<sup>29</sup> Su questo punto v. *ex multis* Aronson v. Lewis, Corte Suprema del Delaware, 1984, 473 A.2d 805.

<sup>30</sup> S. BAINBRIDGE, S. LOPEZ, B. OKLAN, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, 2009, *working paper*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 17. Attualmente (v. a riguardo In Re Caremark Intern. Inc. Derivative Litigation, 1996, 698 A.2d 959, Del Ch.) il dovere di monitoraggio impone al c.d.a. di valutare la necessità di adottare un adeguato sistema di controllo interno.

<sup>31</sup> In Percy v. Millauden, 1829, 8 Mart. (n.s.) 68, La, si usa lo standard di *grossly wrong errors*; in Briggs v. Spaulding, 1891, 141 U.S. 132, 1891 la diligenza ordinaria.

<sup>32</sup> Oltre ai casi di cui alla nota *supra*, v. Loan Society of Philadelphia v. Evanson, 1915, 248 Pa. 407.

relativa ai mutui rilasciati dai c.d.a. delle banche si nota che i giudici hanno verificato attentamente se gli amministratori avevano assunto adeguate informazioni sui clienti ai quali sarebbero stati accordati i prestiti e, in caso di esito negativo, hanno condannato gli amministratori a risarcire la banca per il danno subito per il mancato ritorno della somma prestata<sup>33</sup>. Anche in questo settore il controllo sull'operato del c.d.a. pare essere piuttosto accurato e non sembra rappresentare il retroterra ideale per la genesi del principio dell'insindacabilità<sup>34</sup>.

Un ambito, invece, in cui si comincia ad intravedere una certa indulgenza dei giudici verso le disattenzioni degli amministratori è quello relativo alle violazioni di legge o di limiti statutari. Le prime sentenze riconobbero che, in presenza di scelte effettuate in buona fede nell'interesse della società, ai consiglieri doveva essere concesso un certo margine di errore per le valutazioni (sia in fatto che in diritto) da essi svolte al fine di evitare di traslare sui membri del c.d.a. i rischi dell'attività imprenditoriale<sup>35</sup>. Questo filone inizia a delineare un maggior distacco dei giudici di fronte alle decisioni degli amministratori ed una tendenza a non indagare troppo nel dettaglio l'operato dei consiglieri quando dai fatti emerge l'assenza di condotte fraudolente ed un impegno (anche se modesto) finalizzato a realizzare prospettive benefiche per la società. Le corti svilupparono in tale contesto il concetto dell'*honest error in judgement*. Questo principio pose il problema, che ancora oggi rappresenta l'aspetto più controverso della *bjr*, dell'estensione dell'errore scusabile. Due casi della seconda metà dell'ottocento - *Spering's Appeal*<sup>36</sup> e *Hun v. Cary*<sup>37</sup> -, ancora oggi ampiamente citati, sollevarono in termini chiarissimi tale questione. Le due vicende presentavano grandi analogie. Entrambe le società versavano in gravi difficoltà economiche: nel caso di *Spering's* gli amministratori investirono le ultime risorse disponibili nel

---

<sup>33</sup> *Mutual Redemption v. Hill*, 1868, 56 Me. 385.

<sup>34</sup> Deve essere osservato che è discusso in dottrina se il livello di diligenza (ed il criterio di analisi dell'operato) degli amministratori di banche sia il medesimo ovvero sia superiore rispetto a quello richiesto agli amministratori di società industriali. Nel primo senso P. MCCOY, *The Notional Business Judgement Rule in Banking*, *Catholic. U. L. Rev.*, 1994-1995, v. 44, 1031; nel secondo senso R. DYSON, *cit.*, 343 s. Le ragioni addotte a sostegno della maggior severità sono diverse: la presenza di un interesse pubblico nella raccolta dei depositi e nell'erogazione di credito richiederebbe una maggior attenzione e prudenza (contenimento del rischio di impresa) in capo agli amministratori (in tal senso *Litwin v. Allen*, 1940, 25 N.Y.S.2d 667, Sup. Ct.). Altri ritengono che le maggiori cautele siano necessarie per bilanciare gli effetti della legislazione bancaria. Prima del Federal Deposit Insurance Act del 1933 (che introdusse la garanzia da parte dello stato per i depositi), la maggior parte degli stati applicava la cd. *double liability rule*, che esponeva gli azionisti in caso di insolvenza a concorrere al pagamento delle obbligazioni della banca. Questa regola avrebbe spinto i giudici ad adottare criteri restrittivi nei confronti degli amministratori al fine di evitare operazioni troppo rischiose che, in caso di dissesto, avrebbero coinvolto anche gli azionisti. Dopo l'introduzione del Federal Deposit Act nel 1933 (che aboliva altresì la *double liability rule*) la situazione si capovolse: il venire meno della responsabilità illimitata degli azionisti richiedeva un controllo rigoroso per evitare derive troppo rischiose nella gestione della banca da parte degli amministratori (J. MACEY – R. O'HARA, *The Corporate Governance of Banks*, 2003, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)).

<sup>35</sup> *Hodges v. New England Screw Company*, 1850, 1 R. I., 312; *Godbold v. Branch Bank*, 1847, 11 Ala., 191.

<sup>36</sup> *Spering's Appeal*, 1872, 71 Pa. 11.

<sup>37</sup> *Hun v. Cary*, 1880, 82 N.Y. 69, 734.

settore immobiliare per risollevarne le sorti dell'impresa (si trattava di una società di assicurazioni). In Hun il c.d.a. decise di impiegare la metà del valore dei depositi (si trattava di una banca) per la costruzione di una nuova sede al fine di attirare nuovi clienti. In Spring's i giudici della Corte Suprema della Pennsylvania ritennero che gli amministratori non potessero essere responsabili per le loro scelte, anche se queste apparivano assurde, purché i consiglieri avessero agito lealmente e nel limite dei loro poteri. In Hun, la Corte Suprema di New York stabilì invece che la bancarotta conseguente alla scommessa di raddrizzare le sorti della banca costruendo una nuova sede non poteva essere considerata un errore di valutazione, bensì configurava una scelta irragionevole che rendeva gli amministratori responsabili. Le problematiche sollevate dalle citate sentenze sono di stretta attualità: l'insindacabilità delle scelte gestionali è da intendersi in termini assoluti (Spring's) ovvero incontra dei limiti (Hun)? In questo secondo caso, come si misura la ragionevolezza di una scelta? La questione, com'è noto, è tuttora aperta.

Nelle sentenze successive a Spring's e Hun si rileva un affinamento da parte delle corti nella valutazione dell'operato degli amministratori. I giudici, infatti, cominciarono a verificare non solo se il c.d.a. avesse rispettato le norme di legge ed i limiti statutari, bensì se avesse anche svolto un'indagine adeguata per comprendere le prospettive degli affari che avrebbe poi intrapreso<sup>38</sup>. Con la casistica di inizio novecento emerse quindi in maniera piuttosto nitida la tendenza delle corti a focalizzare il controllo sulla fase antecedente alla scelta effettuata dal c.d.a. Peraltro, si registra una maggiore severità nella valutazione della violazione di norme di legge o dello statuto<sup>39</sup>. Per quanto riguarda invece le vicende relative a fattispecie di *mala gestio* (e non a violazioni di leggi o statuto), si nota che queste terminavano nella maggior parte dei casi con il rigetto della domanda di condanna nei confronti degli amministratori. L'approccio delle corti non risultò però sempre omogeneo: se emergevano delle negligenze, le corti propendevano per applicare uno standard di diligenza piuttosto basso a favore degli amministratori (che tendeva a sfumare nel mero rispetto del dovere di fedeltà, di cui v. nel prossimo paragrafo)<sup>40</sup>; se, invece, la condotta degli amministratori non presentava incongruenze, i giudici svolgevano ragionamenti che sembrano rimandare ad un approccio più severo<sup>41</sup>. Sorge quindi il dubbio se tali differenze di valutazione fossero effettive (così che, in astratto, non sarebbe da escludere che un caso che presentava una condotta negligente del c.d.a. sarebbe potuto essere risolto con una sentenza di condanna se giudicato da un tribunale più severo) ovvero se lo standard più restrittivo fosse utilizzato solamente quando le circostanze delle

---

<sup>38</sup> V. *Cooper v. Hill*, 1899, 94 F. 582, *Witters v. Sowles*, 1887, 31 F. 1, US App., che condannarono gli amministratori.

<sup>39</sup> *Fisher v. Parr*, 1901, 92 Md. 245; *Greenfield Savings Bank v. Abercrombie*, 1912, 211 Mass. 252.

<sup>40</sup> *Lyman v. Bonney*, 1875, 118 Mass., 222.

<sup>41</sup> *Bailey v. Babcock*, 1915, 241 F. 501.

single vicende non erano problematiche per gli amministratori.

#### 7.4. Il dovere di fedeltà

Un altro criterio utilizzato dalla giurisprudenza per valutare la responsabilità degli amministratori fu quello di considerare unicamente la violazione del dovere di fedeltà<sup>42</sup>. Questa impostazione elimina sostanzialmente il dovere di diligenza in capo al c.d.a.. Il seguito giurisprudenziale di questo orientamento si rivelerà scarsamente significativo, in quanto sarà esiguo il numero di sentenze che vi aderiranno<sup>43</sup>; tuttavia, da un punto di vista concettuale, si tratta di una soluzione non del tutto avulsa dalla tradizione statunitense di diritto societario<sup>44</sup>. Peraltro, l'evoluzione della casistica evidenzierà che, sotto il profilo pratico degli effetti, non è molta la differenza tra la *bjr* intesa come standard (molto morbido) di valutazione della diligenza e la *bjr* intesa come regola che considera rilevante per la responsabilità degli amministratori solamente la violazione del dovere di fedeltà. Infatti, ad oggi le condanne degli amministratori per negligenza sono alquanto rare, così che in dottrina è sovente rimarcato che, in pratica, il dovere di diligenza è inattuato<sup>45</sup>.

#### 7.5. I primi casi del Delaware

I primi casi del Delaware relativi ad accuse di *mala gestio* nei confronti degli amministratori risalgono agli anni venti del novecento.

Di recente è stato evidenziato che le prime sentenze del Delaware impiegavano un linguaggio diverso rispetto alla giurisprudenza di altri stati: se quest'ultima, infatti, era incentrata principalmente sulla nozione della diligenza (v. paragrafi precedenti), i giudici del Delaware facevano invece riferimento a concetti quali *fraud* o *bad faith*.<sup>46</sup> Solamente a partire dal caso *Graham*, risalente agli anni sessanta del secolo scorso, i giudici del Delaware avrebbero analizzato la condotta degli amministratori in base al *duty of care*. Questo approccio è stato interpretato dalla dottrina in modo discordante, a dimostrazione della grande ambiguità della materia. Per un'opinione

---

<sup>42</sup> Leslie v. Lorillard, 1888, 18 N.E. 363 N.Y.

<sup>43</sup> Gearhart Indus. V. Smith Intl, Inc., 5th Circ., 1984, 741 F.2d 707; Shlensky v. Wrigley, Ill. App. Ct. 1968, 237 N. E.2d 776.

<sup>44</sup> V. *infra* nella relazione l'intervento legislativo del Delaware (§ 102 b 7 del Delaware General Corporation Law) che ha previsto la facoltà di escludere a livello statutario che gli amministratori possano essere chiamati a rispondere per i danni di natura monetaria derivanti da violazione del dovere di diligenza. V. le esperienze di Kentucky, Tennessee e Wisconsin citate da Dyrson, *cit.*, 341, che prevedevano la responsabilità degli amministratori solo per *bad faith*.

<sup>45</sup> B. BLACK, *The Fiduciary Duties of Outside Directors*, 16, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>46</sup> H. HORSEY, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgement Rule*, *Del. J. Corp. L.*, 1994, v. 19, 971.

tale orientamento deve essere inteso nel senso che fino al caso *Graham*<sup>47</sup> i giudici non considerarono esistente in capo agli amministratori il dovere di agire in modo informato e, in generale, il dovere di agire con diligenza. In base a questa prospettiva, la responsabilità del c.d.a. sussisterebbe solamente in casi limiti, quando cioè vi sarebbero situazioni di slealtà da parte dei consiglieri ovvero a causa di un comportamento rivelatore di una sprezzante indifferenza di questi nei confronti dei diritti della società e dei soci<sup>48</sup>.

Un'altra opinione ritiene invece che il criterio della *fraud* implichi comunque la responsabilità degli amministratori in caso di assenza di un *reasoned judgement honestly exercised*<sup>49</sup>. In base a questa seconda impostazione l'operato degli amministratori sarebbe analizzato con maggiore severità.

La divergenza tra i due orientamenti è notevole.

Una rapida verifica dei casi cui le due tesi si riferiscono può offrire qualche maggiore chiarimento. Le prime vicende del Delaware riguardano per lo più azioni volte a contestare le valutazioni effettuate dal c.d.a. di *assets* societari (nell'ottica di dismissione dei medesimi ovvero di fusione societaria). Dalle sentenze emerge che i giudici svolsero tendenzialmente un'analisi approfondita dei criteri utilizzati per verificare la correttezza della stima degli *assets*. I giudici adottarono il principio per cui quando la stima dei beni effettuata dal cda è così differente rispetto ad altre plausibili valutazioni prospettate dai soci da far sospettare l'esistenza di una frode ovvero di una sinecura degli amministratori, la scelta del c.d.a. non è insindacabile<sup>50</sup>. Pare pertanto che le corti non si siano limitate a riscontrare l'adozione di cautele da parte degli amministratori, bensì si siano considerate legittimate a valutare anche la correttezza dei criteri quando questi determinavano grande discordanza tra i prezzi ipotizzabili. In sostanza, il risultato (i.e. la stima degli *assets*) dell'azione del c.d.a. è stato incluso nell'analisi dell'operato degli amministratori. Il principio dell'insindacabilità sembra quindi arretrare (si riscontra una certa analogia con il caso La Centrale). Deve comunque essere tenuto in considerazione il fatto che le sentenze ammettevano il riesame della stima fatta dal c.d.a. solo in presenza di una grande differenza nei prezzi. In termini pratici, solo in casi particolari la scelta degli amministratori sarebbe stata oggetto di revisione da parte dei tribunali.

---

<sup>47</sup> *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 1963, 41, A.2d 125, Del. Ch., fu il primo caso del Delaware a menzionare il dovere di diligenza.

<sup>48</sup> H. HORSEY, *cit.*, 985.

<sup>49</sup> S. ARSHT, *cit.*, 124.

<sup>50</sup> *Robinson v. Pittsburh Oil*, 1924, 126 A. 46, Del. Ch.; *Allied Chemical & Dye Corp. v. Steel & Tube Co. of America*, 1923, 120, A.486 Del. Ch.

## 7.6. La situazione attuale della *bjr*

È difficile stabilire quale sia la definizione attuale che meglio rispecchia la nozione di *bjr*. Spesso viene indicato il caso *Aronson v. Lewis* che stabilisce una presunzione in base a cui gli amministratori hanno agito in modo informato, in buona fede e nella sincera convinzione che l'azione era intrapresa per il migliore interesse della società<sup>51</sup>. Più di recente è stato affermato che un giudice non può rivedere le scelte di un c.d.a. (neanche se queste sembrano irragionevoli) fin tanto che il processo decisionale non sia stato viziato da irrazionalità o da mala fede<sup>52</sup>. Quello che però risulta certo è che entrambe le definizioni non sono in grado di far comprendere il significato della *bjr*, ma rimandano a dei concetti che a loro volta necessitano di essere connotati (buona fede, ragionevolezza...). Nonostante la difficoltà a capire il reale significato della *bjr*, il suo effetto pratico è notoriamente quello di offrire una protezione ampia agli amministratori di fronte all'accusa di aver operato male<sup>53</sup>.

La *bjr* incontra però dei limiti.

Questo criterio trova un limite nel momento in cui il c.d.a. ha un interesse nell'operazione.<sup>54</sup> In queste situazioni- che afferiscono alla sfera del dovere di lealtà- viene applicato il criterio dell'*entire fairness standard* (salvo che l'operazione sia stata approvata da una maggioranza di amministratori indipendenti resi edotti di tutti i profili della questione ovvero dagli azionisti disinteressati). In queste fattispecie, una volta che gli attori provano l'esistenza dell'interesse in capo al consiglio, spetta agli amministratori dimostrare di avere agito *at arm's length*: questi devono cioè provare che la presenza del conflitto di interesse non ha inciso a sfavore degli altri soci e che le condizioni dell'affare sono in linea con quelle che sarebbero state concordate sul mercato fra soggetti indipendenti. Il rapporto fra *bjr* e *entire fairness* è piuttosto labile da un punto vista concettuale: la *bjr* attiene infatti al modo con cui gli amministratori agiscono, mentre l'*entire fairness* rimanda ad una particolare situazione in cui gli amministratori si trovano che, se gestita impropriamente, può essere dannosa per la società. La giurisprudenza relativa alle operazioni infragruppo (i cui principi si sono consolidati attorno agli anni settanta del secolo scorso e sono ancora oggi impiegati<sup>55</sup>) ha però ritenuto, nelle fattispecie in cui non vi era prova di *self dealing*

---

<sup>51</sup> *Aronson v. Lewis, cit.*

<sup>52</sup> *In Re Caremark Intern. Inc. Derivative Litigation, cit.*

<sup>53</sup> D. FISCHER, *The Business Judgement Rule and The Trans Union Case, Bus. Law.*, 1985, v. 40, 1437.

<sup>54</sup> L'operazione è in conflitto quando il consiglio (inteso come maggioranza dei consiglieri) trae un vantaggio di cui non beneficiano proporzionalmente gli altri azionisti o la società (*Sinclair Oil v. Levien*, 1971, 280 A.2d 717, Corte Suprema del Delaware) ovvero, in termini più generali, quando l'interesse finanziario nella transazione è contrario a quello della società o degli azionisti (*In Re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig.* 1989 WL 7036, Del. Ch.).

<sup>55</sup> *Sinclair Oil v. Levien, cit.*



perpetrato da parte della controllante, di dover specificare la nozione di *bjr*, facendo riferimento a criteri ulteriori rispetto al dovere di agire in modo informato. Ha così introdotto i parametri della *gross and palpable overreaching* e del *rational business purpose* per evidenziare che vi è comunque un limite oltre il quale la decisione del c.d.a. non può essere tutelata dalla *bjr*. Viene quindi presa in considerazione anche la fase deliberativa (sebbene ciò avvenga più che altro in termini astratti, in quanto essa è destinata a diventare rilevante solo in casi patologici).

In ambito di *bjr* spetta all'attore provare la negligenza del c.d.a. ed i danni da essa derivati alla società. Una volta che ciò è dimostrato, non è del tutto chiaro quale sia il passaggio successivo. È discusso cioè se la prova della negligenza (e dei danni da essa causati) fornita dall'attore imponga l'immediata condanna contro gli amministratori<sup>56</sup> ovvero se si apra una ulteriore fase in cui i giudici devono valutare la *fairness* della decisione raggiunta dal c.d.a.. In questo secondo senso è esplicitamente orientata la sentenza della Corte Suprema del Delaware nel caso *Cede v. Technicolor* che, peraltro, pone in capo agli amministratori l'onere di provare la *fairness*<sup>57</sup>.

Va precisato che la *bjr* intesa nei termini ora accennati vale in sostanza solamente per le *cd. operational decisions*, cioè per quelle scelte che riguardano la gestione della società, mentre per le *structural decisions*- che riguardano cambiamenti (significativi) nella proprietà della società- le corti indagano in maniera più dettagliata le scelte degli amministratori<sup>58</sup>. Le ragioni di questa differenza sono dovute al fatto che nei casi di offerte di acquisto (sia amichevoli che ostili) emerge per lo più in modo costante un interesse nell'operazione in capo agli amministratori *incumbent*, che, sebbene non configuri necessariamente un caso di *self dealing*, pone in essere una situazione potenzialmente conflittuale tra c.d.a. e soci (*cd. entrenchment*) che richiede per le corti un grado di approfondimento maggiore rispetto al dovere di agire in modo informato. L'esigenza di effettuare questa (significativa) distinzione è emersa in giurisprudenza a partire dagli anni ottanta del secolo scorso, periodo che si caratterizzò per una grande concentrazione di *takeovers* (che peraltro erano delle strategie di acquisizione fino ad allora scarsamente utilizzate, in quanto considerate destabilizzanti per il sistema di concertazione esistente fra il mondo bancario ed imprenditoriale).

---

<sup>56</sup> In questo senso v. W. ALLEN, J. JACOBS, L. STRINE, *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, *Del. J. Corp. L.*, 2001, v. 26, 892.

<sup>57</sup> *Cede v. Technicolor*, 1993, 634 A.2d Corte Suprema del Delaware. Un Autore (D. ROSENBERG, *Galactic Stupidity and the Business Judgement Rule*, *J. Corp. L.*, 2006-2007, v. 32, 319 ss.) ha di recente affermato che, in realtà, si riscontra non di rado (anche da parte di quei giudici- come il giudice Allen- che sostengono che la violazione del dovere di diligenza determina, previa dimostrazione dei danni ad essa causalmente legati, l'immediata condanna degli amministratori) che i giudici, quando il processo decisionale è carente, verificano se la sostanza della decisione sia ragionevole e, nel caso, non condannano i membri del cda.

<sup>58</sup> Per la distinzione tra *structural* e *operational decisions* v. S. BAINBRIDGE, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, *Pepp. L. Rev.*, 1991-1992, v. 19, 975.

Questo approccio è stato considerato da parte della dottrina come un processo di erosione della *bjr*, che incide impropriamente sulla discrezionalità degli amministratori<sup>59</sup>. La recente saga che ha visto protagonista il c.d.a. di Walt Disney<sup>60</sup> sospettato di non aver studiato in maniera adeguata le clausole sulla remunerazione dell'assumendo CEO (vicenda che si caratterizza per un'aspra critica da parte dei giudici dell'operato degli amministratori, la cui negligenza non è stata però considerata così grave da determinarne la responsabilità) avrebbe confermato, secondo la dottrina che sostiene l'idea dell'erosione, la tendenza dei giudici emersa in ambito di *takeovers* a non essere più di tanto ritrosi nell'effettuare *second guessing* sulla fase cognitiva e su quella deliberativa. Secondo altra dottrina, invece, il caso Disney è da intendersi in direzione opposta, nel senso che la soglia di *mala gesto* oltre la quale scatta la responsabilità è così alta che è un'ipotesi veramente difficile che vi sia una condanna contro gli amministratori<sup>61</sup>. In base a questa seconda prospettiva pare quindi che vi sia ancora ragione di distinguere tra i diversi standards impiegati per le vicende relative ai passaggi di controllo societario ed alle *operational decisions*<sup>62</sup>. Peraltro, come ormai ampiamente constatato in dottrina<sup>63</sup>, nei casi di *takeovers* l'intervento dei giudici è richiesto normalmente prima che l'operazione sia conclusa, così che solitamente le corti non devono esprimersi *ex post* sulla responsabilità bensì sono chiamate a verificare se le condotte adottate dagli amministratori siano congrue o meno con l'interesse della società. Nei casi di *operational decisions* si tratta invece per lo più di richieste di risarcimento danni, su cui vi registra molta più ritrosia da parte dei giudici ad intervenire contro gli amministratori<sup>64</sup>. La richiesta di risarcimento monetario sembra ricoprire quindi un ruolo molto importante per l'estensione della *bjr*. In quest'ottica risulta più chiaro il clamore che suscitò la sentenza Van Gorkom della Corte Suprema del Delaware risalente alla metà degli anni ottanta che, piuttosto inaspettatamente (per come si erano comportati gli amministratori),

---

<sup>59</sup> W. ALLEN, *Modern Corporate Governance and the Erosion of the Business Judgement Rule in Delaware Corporate Law*, 2008, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>60</sup> In re Walt Disney, Derivative Litigation, 2006, 806 A.2d 27, Corte Suprema del Delaware.

<sup>61</sup> G. MILLER, *A Modest Proposal for Fixing Delaware's Broken Duty of Care*, 2009, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 5s.

<sup>62</sup> È curioso notare che Allen, che si lamenta appunto dell'erosione del principio della *bjr*, in qualità di giudice ha scritto la sentenza Caremark, *cit.*, che ha ampliato, rispetto alla giurisprudenza fino ad allora esistente, il dovere di vigilanza in capo agli amministratori, posizione che è stata da taluni criticata perché aumenterebbe la possibilità di interferenza nelle scelte degli amministratori (S. BAINBRIDGE, S. LOPEZ, B. OKLAN, *cit.*, 24. Bainbridge sembra però aver assunto un atteggiamento meno critico in uno scritto successivo: S. BAINBRIDGE, *Caremark and Enterprise Risk Management*, 2008, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)).

<sup>63</sup> W. ALLEN, *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgement Rule Under U.S. Corporate Law*, in *Comparative Corporate Governance*, a cura di K.J. HOPT- H. KANDA- M. J. ROE- E. WYMEERSCH- S. PRIGGE, Oxford, 1998, 325.

<sup>64</sup> J. HINSEY, IV, *Business Judgement and the American Law Institute's Corporate Governance Project: The Rule, the Doctrine and the Reality.*, *Geo. Wash. L. Rev.*, 1984, v. 52, 611s.

condannò i membri del c.d.a. della società Trans Union per non aver studiato in maniera adeguata i profili del *cash out merger* che si apprestavano a proporre all'assemblea della società (che l'avrebbe poi accolta) e per non aver considerato le potenziali offerte concorrenti<sup>65</sup>. In altri termini, il caso Van Gorkom manomette due dei punti cardini della *bjr*: un riesame ex post delle strategie che il c.d.a. adottò per valutare l'offerta di acquisto (riesame che la grande parte della dottrina considerò ingiustificato alla luce delle ragioni più che congrue che gli amministratori provarono<sup>66</sup>) e la condanna ai danni monetari (qualora fosse emerso dal prosieguo del processo che la condotta del c.d.a. impedì di realizzare un prezzo superiore a quello ottenuto). Non stupisce troppo, pertanto, l'immediato intervento del legislatore del Delaware (§ 102 b 7 del Delaware General Corporation Law) dopo la sentenza Van Gorkom che permise alle società di escludere a livello statutario la risarcibilità dei danni causati dalla violazione del dovere di diligenza (mentre non possono essere modificati il dovere di lealtà, di buona fede ed il diritto della società di chiedere un *injunctif relief* alle corti). Pare che il Delaware volle chiarire il proprio orientamento di non considerare prioritario l'aspetto risarcitorio e di ammettere invece un approccio interlocutorio tra c.d.a. e società accordando a quest'ultima la possibilità di ottenere un'ingiunzione (*i.e.* obbligo di fare/non fare) al momento in cui sono compiute le scelte. L'opzione che consente l'emarginazione del dovere di diligenza (nei termini sopra indicati) fu attivata dalla maggior parte delle società del Delaware<sup>67</sup> e spostò inevitabilmente l'attenzione sulla presenza di altri criteri che potessero in qualche modo fondare la responsabilità degli amministratori in situazioni di sola *mala gestio* (quindi in assenza di *self dealing*). In tal senso si è sviluppata l'attenzione (da parte delle corti e degli studiosi) del dovere di *good faith* e del ruolo che esso ricopre nella *corporate governance*.

Nel prossimo paragrafo si svolgerà una rapida contestualizzazione dei vari orientamenti ora riportati al fine di evidenziare l'importanza del dato fattuale per la comprensione della *bjr*.

### 7.7. La giurisprudenza fino a Van Gorkom

L'evoluzione della giurisprudenza vedrà un paio di sentenze di condanna a carico degli amministratori. Alcune sentenze negheranno il dovere di diligenza. Il filone più consistente ruota attorno al dovere di agire in modo informato (lambendo talvolta il merito della decisione, ma prevedendo comunque uno standard di negligenza così alto da costituire difficilmente un pericolo per gli amministratori).

---

<sup>65</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, Corte Suprema del Delaware, 1985.

<sup>66</sup> *Ex multis* D. FISCHER, *cit.*

<sup>67</sup>V. L. HAMERMESH, *Why I don't teach Van Gorkom*, *Ga. L. Rev.*, 2000, v. 34, 490.

Per quanto riguarda il primo indirizzo, in *Litwin v. Allen*<sup>68</sup>, caso affrontato dalla Corte Suprema di New York negli anni quaranta del secolo scorso ed ancora oggi largamente citato, gli azionisti di una banca chiesero conto al proprio c.d.a. della scelta di acquistare delle obbligazioni (che davano diritto ad una cedola) detenute da una società e di concedere a quest'ultima il diritto di *call* sulle stesse obbligazioni che sarebbe potuto essere esercitato entro sei mesi ad un prezzo pari a quello ottenuto per la vendita. I giudici considerarono irragionevole l'operazione, in quanto, in caso di incremento del valore delle obbligazioni, la controparte della banca avrebbe presumibilmente esercitato il diritto di *call* per beneficiare dell'aumento del prezzo degli strumenti finanziari e la banca non avrebbe guadagnato nulla. Il caso in cui la banca avrebbe tratto un risultato positivo sarebbe stato paradossalmente solamente quello di deprezzamento delle obbligazioni (e fin quando la rendita della cedola superava la perdita di valore): in questa circostanza la controparte non avrebbe esercitato la *call* e la banca avrebbe potuto incassare la cedola dell'interesse maturato (che aveva durata superiore al semestre). L'operazione fu considerata priva di logica e gli amministratori condannati. In questa vicenda i giudici non diedero troppo peso a distinguere tra fase cognitiva e fase deliberativa, bensì si concentrarono quasi esclusivamente ad analizzare la scelta del c.d.a..

Un altro caso in cui la corte (Delaware) non avvallò l'operato degli amministratori fu *Gimbel v. Signal*<sup>69</sup>. Il contesto della vicenda era però diverso rispetto a *Litwin*, così come lo fu la *ratio decidendi*. Gli azionisti di *Signal* chiesero l'intervento dei giudici per ottenere la sospensione dell'operazione di vendita di una controllata della loro società, in quanto affermavano che il prezzo concordato non teneva conto della sopravvenuta crisi petrolifera (situazione che aumentava notevolmente il valore della controllata). I giudici, sulla base della divergenza tra il prezzo stabilito dalla società e quello stimato dal perito degli attori (analogamente con i precedenti *Allied Chemical* illustrato sopra), accolsero la richiesta di sospensione ed ordinarono al c.d.a. di approfondire gli aspetti dell'operazione. La corte criticò il comportamento degli amministratori, in quanto questi basarono la stima su una previsione elaborata dal *management* parecchio tempo prima del momento della conclusione del contratto e senza porsi la questione se la crisi petrolifera verificatasi nel frattempo avrebbe potuto incidere per l'affare che si accingevano a concludere. Nonostante questi rilievi, i giudici conclusero che le informazioni raccolte ed esaminate dagli amministratori erano sufficienti per considerare adempiuto il dovere di agire in modo informato e, quindi, per accordare la protezione della *bjr*. I giudici considerarono quindi possibile (almeno in fase di *injunction*) applicare la *bjr* e, contemporaneamente, discostarsi dalla scelta degli amministratori se questa risulta irragionevole. Da un punto di vista astratto, *Gimbel* sembra indebolire la posizione del c.d.a.,

---

<sup>68</sup> *Litwin v. Allen, cit.*

<sup>69</sup> *Gimbel v. Signal, 1974, 316 A.2d 599, Del. Ch.*

dato che il rispetto del dovere di agire in modo informato non è sufficiente per salvaguardare le scelte (e quindi anche l'irresponsabilità) dei consiglieri. Da un punto di vista pratico, però, Gimbel offre una sponda importante per gli amministratori: in primo luogo perché pone in alto la soglia necessaria oltre la quale si verifica la violazione del dovere di agire in modo informato; in secondo luogo perché richiede una scelta del tutto scriteriata per mettere in dubbio la condotta degli amministratori. In altri termini, a fronte delle poche volte in cui è ipotizzabile una decisione così assurda da non poter passare inosservata, Gimbel offre ampi margini di protezione per tutti i casi in cui la fase cognitiva pare essere stata svolta in modo discutibile dal c.d.a..

Il secondo orientamento si caratterizza per delle sentenze in cui i giudici ammettono di verificare la condotta degli amministratori solamente dietro la prova che il *board* abbia un interesse finanziario nell'operazione. In assenza di conflitto di interesse, il dovere di agire in modo informato perde sostanzialmente rilievo. In *Shlensky*<sup>70</sup> la vicenda riguardava la decisione del c.d.a. di una società di baseball di non far disputare (differentemente da quanto facevano le altre squadre) partite in notturna per la ragione di salvaguardare la tranquillità del quartiere. Gli amministratori non fornirono alcuna evidenza a sostegno di tale esigenza. La corte d'appello dell'Illinois si cimentò dapprima in vari *obiter dicta* con cui cercò di spiegare la scelta della società e con cui rimarcò che l'attore non aveva provato che la diminuzione dei ricavi era causalmente dipesa dalla scelta di non giocare in notturna; concluse poi affermando la regola di principio per cui le scelte degli amministratori sono insindacabili. In questo senso si colloca anche *Kamin v. American Express* deciso dalla Corte Suprema di New York<sup>71</sup>, in cui gli amministratori di quest'ultima decisero di distribuire ai soci sotto forma di utile delle azioni di un'altra società acquistate anni prima, il cui forte deprezzamento avrebbe reso però più conveniente per la società (ed indirettamente) per i soci la vendita al fine di poter beneficiare di un credito di imposta (che dava un risultato complessivo superiore rispetto al valore delle azioni distribuite). Anche qui la corte affermò che le era precluso entrare nelle scelte compiute dagli amministratori.

Al di là di queste sentenze (che rappresentano una fattispecie particolare per la *bjr*), la giurisprudenza ha continuato tendenzialmente ad oscillare attorno alla formulazione risalente per cui un c.d.a. che agisce in buona fede e con la dovuta diligenza non può essere dichiarato responsabile per gli errori commessi<sup>72</sup>. Questo approccio conferma l'orientamento delle corti di lasciare spazio per la valutazione dell'operato degli amministratori: il punto quindi è individuare il

---

<sup>70</sup> *Shlensky v. Wrigley, cit.*

<sup>71</sup> *Kamin v. American Express*, 383, N.Y.S. 2d 807, S. Ct., 1976.

<sup>72</sup> *Kaplan v. Centex*, Corte Suprema del Delaware, 1971, 284 A.2d.

grado di approfondimento con cui l'analisi deve essere effettuata. Nel 1984 la Corte Suprema del Delaware con il caso Aronson si pose l'ambizione di razionalizzare la nozione della *bjr*, stabilendo che si tratta di un principio in base al quale si presume che gli amministratori “*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*”<sup>73</sup>. Fissò nella grave negligenza il criterio con cui valutare l'operato del c.d.a.<sup>74</sup>. Questa pronuncia, che aveva il fine di offrire uno standard univoco, fu messa a dura a prova dopo appena un anno: in Van Gorkom<sup>75</sup> la stessa Corte Suprema del Delaware (con membri parzialmente diversi rispetto ad Aronson) interpretò (secondo la maggior parte della dottrina) il criterio di grave negligenza in modo molto più restrittivo rispetto ad Aronson<sup>76</sup>. Prima di passare a Van Gorkom, merita però di essere segnalato un caso della Corte d'appello del secondo circuito- Joy v. North<sup>77</sup>- in cui sembra emergere un tentativo di razionalizzazione del dovere di diligenza. I giudici hanno inquadrato l'investimento finanziario come un'attività rischiosa che, però, incide in modo diverso sugli investitori rispetto agli amministratori. Per i primi, infatti, risulta conveniente che la società persegua le operazioni più remunerative (che spesso sono anche le più rischiose), perché, grazie alla tecnica della diversificazione del portafoglio, possono tendenzialmente pareggiare le perdite. I secondi, invece, legano il loro destino a quello della società e non hanno la possibilità di diversificare il loro capitale umano. La corte afferma quindi che gli investimenti con valore atteso positivo per la società non possono essere contestati dagli azionisti, perché sono effettuati nel loro interesse di massimizzare l'investimento. Questo orientamento sembra pertanto richiedere agli amministratori di rendere “tracciabile” l'attività propedeutica alla decisione e, solo in caso di valore atteso positivo, permette agli amministratori di beneficiare della *bjr*. Questo criterio è rimasto però solo un *obiter* in Joy, in quanto la vicenda, analoga a Litwin, è stata risolta come scelta irragionevole. Il concetto è stato richiamato più o meno esplicitamente nei casi successivi, tuttavia non sembra che le corti intendano adottarlo in maniera stringente (verificando quindi in dettaglio il merito della procedura decisionale<sup>78</sup>).

---

<sup>73</sup> Aronson v. Lewis, *cit.*

<sup>74</sup> Per N. VEASEY, *New Insights into Judicial Deference to Directors' Business Decisions: Should We Trust Courts?*, *Bus. Law.*, 1983-1984, v. 39, 1473, non è chiaro se lo standard si riferisca solamente alla fase decisionale o anche alla sostanza della decisione; W. QUILLEN, *Trans Union, Business Judgement and Neutral Principles*, *Del. J. Corp. Gov.*, 1985, v. 10, 497 e F. GEVURTZ, *cit.*, 298, n. 54 sono del secondo avviso. P. DOOLEY, *Two Models of Corporate Governance*, *Bus. Law.*, 1991-1992, v. 47, 471, è del primo.

<sup>75</sup> Smith v. Van Gorkom, *cit.*

<sup>76</sup> W. ALLEN, J. JACOBS, L. STRINE, *cit.*, 872.

<sup>77</sup> Joy v. North, 692 F.2d 880, 2nd Circ., 1982.

<sup>78</sup> Gagliardi v. TriFoods, 683 A.2d 1049, Del. Ch., 1996.

## 7.8. Van Gorkom

Come visto, già prima di Van Gorkom<sup>79</sup> non sono mancate pronunce (anche se in numero esiguo) che non hanno avvallato le scelte fatte dagli amministratori. La vicenda Van Gorkom si inserisce quindi in questo filone, con la particolarità, però, che in questo caso è stato il processo decisionale (e non la scelta: v. *supra* Gimbel) ad essere la fonte della grave negligenza del c.d.a..

I fatti riguardavano Trans Union, una società che, pur dopo una serie di tentativi, non riusciva a raggiungere una mole di fatturato che le consentisse di beneficiare dei crediti fiscali che vantava. Van Gorkom, il CEO di Trans Union, anche per monetizzare i suddetti crediti, propose al c.d.a. di vendere gli *assets* di Trans Union ad un gruppo da lui trovato (controllato dalla famiglia Pritzker), che era interessato all'operazione. I termini dell'accordo (che sarebbe dovuto essere ratificato dagli azionisti) prevedevano che Trans Union si impegnasse a non cercare offerte più alte e di cedere in ogni caso alla controparte un numero di azioni ad un prezzo scontato. La proposta di acquisto, che impegnava il gruppo Pritzker soltanto per alcuni giorni, era superiore del 50% del valore di borsa (peraltro fu lo stesso Van Gorkom a suggerire a Pritzker il prezzo ed a indicargli anche come effettuare l'acquisto a debito). Il c.d.a. accettò l'offerta (in una riunione durata due ore) e la presentò all'assemblea, che la ratificò. La Corte Suprema, in una decisione a maggioranza, dopo aver appurato che non vi erano conflitti di interesse in capo a nessun amministratore, considerò la condotta degli amministratori gravemente negligente per varie ragioni: l'operazione fu condotta da Van Gorkom senza consultazione degli altri consiglieri; non fu richiesto il parere di consulenti esterni alla società; alcuni componenti del *senior management* ritenevano che il prezzo pattuito fosse troppo basso; inoltre non dividevano la scelta di accordare una clausola di *no shop* a Pritzker (questa condizione sarebbe stata successivamente praticamente rimossa, ma la Corte ritenne che l'intervento sarebbe stato fatto troppo tardi e non avrebbe quindi prodotto effetto). In prossimità della scadenza dell'offerta di Pritzker furono inoltre avanzate altre due proposte che prevedevano un prezzo più alto (tuttavia queste due offerte non erano ancora complete, in quanto mancava l'impegno definitivo delle banche finanziatrici). Agli amministratori fu eccepiuto di non aver assunto tutte le informazioni rilevanti che erano loro ragionevolmente accessibili.

La sentenza fu largamente criticata, sia per l'analisi dei fatti, sia per i rimedi proposti<sup>80</sup>. Per quanto riguarda il primo aspetto fu evidenziato che- per stessa ammissione della Corte- gli amministratori erano informati della situazione di Trans Union (e delle prospettive future, in seguito ad un'analisi richiesta in precedenza ad un consulente esterno) e che gli amministratori erano soggetti dotati di

---

<sup>79</sup> Smith v. Van Gorkom, *cit.*

<sup>80</sup> J. MACEY- G. MILLER, *Trans Union Reconsidered*, Yale L. J., 1988-1989, v. 98, 127.

grandi competenze professionali. Fra questi Van Gorkom era quello che meglio conosceva la situazione della società. Inoltre, il fatto che fosse prossimo alla pensione ed avesse una quota significativa delle azioni era una ulteriore conferma dell'assenza di sospetti sull'operazione. Per quanto riguarda i rimedi, sono stati considerati come misure sterili: la richiesta di pareri a consulenti esterni non garantisce che gli amministratori vi dedicheranno la necessaria attenzione, così come non è da escludere, anche in considerazione delle molte variabili che caratterizzano la stima dei beni<sup>81</sup>, che i consulenti convergano verso la visione della società committente<sup>82</sup>.

La vicenda Van Gorkom conferma che nel momento in cui si tenta di dare una fisionomia al dovere di diligenza si apre uno scenario di grande incertezza per gli amministratori<sup>83</sup>. La vicenda Van Gorkom conferma quanto accennato ai paragrafi 5 e 6 in merito al nostro ordinamento: il consolidamento dell'orientamento giurisprudenziale che limita la legittimità dell'indagine dei giudici alla fase cognitiva (Van Gorkom la ammette invece anche per la fase deliberativa), risolve un aspetto del problema (in quanto individua l'ambito del controllo), ma, inevitabilmente, un altro aspetto rimane irrisolto (garantire l'uniformità del criterio con cui viene effettuato il controllo).

In dottrina è stato autorevolmente sostenuto che, da un punto di vista pratico, lo sconquasso creato dalla sentenza Van Gorkom nel placido mare della *bjr* sarebbe stato risolto in modo piuttosto semplice dai c.d.a. tramite l'adozione costante di *fairness opinions* da parte di consulenti esterni e ponendo attenzione alla durata delle riunioni in base al tipo della decisione da assumere<sup>84</sup>. In pratica, si sarebbe trattato di un incremento più che altro formale degli obblighi degli amministratori. Questa (più che plausibile) ipotesi lascia tuttavia aperta l'eventualità che la censura dei giudici si sposti sulla sostanza della decisione (che Van Gorkom ammette). Il rischio di depotenziare la protezione accordata dalla *bjr* non è quindi superato.

Un'altra novità rilevante introdotta dalla sentenza Van Gorkom riguarda la *mala gestio* degli amministratori e la prova che questa ha causato un danno alla società. Nella giurisprudenza statunitense il principio consolidato era quello per cui spetta all'attore provare il nesso ed il danno. Applicato al caso Van Gorkom, questo principio avrebbe richiesto agli attori di dimostrare che la condotta degli amministratori impedì di ottenere un prezzo più alto per la vendita degli *assets* societari. La Suprema Corte del Delaware ritenne invece sufficiente il riscontro di un

---

<sup>81</sup> D. FISCHER, *cit.*, 1446

<sup>82</sup> A favore dell'incremento della formalità, in quanto potrebbe migliorare la fase decisionale, BURGMAN – COX, *Corporate Directors, Corporate Realities and Deliberative Process: An Analysis of the Trans Union Case*, *J. Corp. L.*, 1986, v. 11, 320.

<sup>83</sup> QUILLEN, *cit.*, 497,

<sup>84</sup> J. MACEY – G. MILLER, *cit.*, 134s.



comportamento gravemente negligente per superare la protezione accordata dalla *bjr*<sup>85</sup>. A prescindere da chi avesse in capo l'onere della prova, l'aspetto problematico della questione dipende dal fatto che si tratta di una vendita: anche nel caso in cui si dimostri che il prezzo della cessione sarebbe dovuto essere superiore, è impossibile sapere se, a quelle condizioni più onerose, si sarebbe trovato un acquirente. Probabilmente, lo scopo della Corte del Delaware era quello di dissuadere i c.d.a. dal compiere operazioni frettolose e di verificare la possibilità di ottenere offerte concorrenti. In quest'ottica Van Gorkom risulta più o meno in linea con l'orientamento che si sarebbe sviluppato poco dopo in tema di fusioni.

### 7.9. La situazione dopo Van Gorkom

Dopo la sentenza Van Gorkom, il Delaware è intervenuto nel 1987, come accennato sopra, a livello legislativo consentendo alle società di prevedere in statuto che i c.d.a. non siano responsabili per i danni monetari derivati dalla loro negligenza (§ 102 b 7 Delaware General Corporation Law). Questa scelta- finalizzata a contrastare i potenziali effetti destabilizzanti di Van Gorkom- riduce ma non esclude del tutto la possibilità di verificare l'operato del c.d.a.: gli attori hanno infatti a disposizione una tutela reale per chiedere l'intervento del giudice in situazioni di *mala gestio*<sup>86</sup>; la tutela risarcitoria resta per la violazione del dovere di lealtà e buona fede.

La frontiera della *bjr* si è quindi spostata sul concetto della buona fede (fino ad allora poco indagata). La buona fede non è però stato l'unico elemento interessato da cambiamenti: in giurisprudenza è stata infatti sostanzialmente eliminata la possibilità, che Aronson e Van Gorkom prevedevano, di poter sindacare quelle scelte il cui merito era gravemente negligente ed è stato affermato che la sostanza delle decisioni, anche se irragionevole, non può determinare la responsabilità degli amministratori se non in presenza di una carenza nel processo decisionale (dovuta a irrazionalità o mala fede, di cui al prossimo paragrafo)<sup>87</sup>.

Nello stesso periodo stava sviluppandosi il filone degli obblighi di condotta degli amministratori di società oggetto di offerta pubblica di acquisto e di società coinvolte in una fusione. In estrema sintesi, la nozione di *bjr* subì alcune modifiche in entrambe le situazioni a causa della particolarità del contesto: in caso di offerta ostile, palesandosi il rischio per cui gli amministratori *incumbent* avrebbero potuto agire per tutelare la loro posizione invece che massimizzare l'interesse dei soci, l'adozione di misure difensive fu permessa a condizione che gli amministratori dimostrassero la

---

<sup>85</sup> Fu demandato alla Court of Chancery di ricostruire in base all'*entire fairness standard* il prezzo degli *assets* e dichiarare gli amministratori responsabili se la somma da loro stipulata fosse risultata ad esso inferiore.

<sup>86</sup> V. in merito gli spunti di G. MILLER, *cit.*, 11 ss.

<sup>87</sup> In questo senso v. In re Caremark, *cit.*

presenza di un pericolo per la società e la ragionevolezza della misura difensiva<sup>88</sup>.

Nel caso invece di fusioni, si distingue a seconda che queste determinino la perdita del controllo della società<sup>89</sup> o meno: nel primo caso gli amministratori devono considerare la loro società come se fosse all'asta non potendo così rifiutare offerte provenienti da terzi estranei all'originario progetto di fusione<sup>90</sup> e dovendo vagliare il potenziale interessamento all'operazione da parte di altri soggetti oltre a quelli con i quali sono già in contatto. Nel caso invece in cui non si verifichi il cambio del controllo (per cui il socio di maggioranza resta tale ovvero la proprietà resta dispersa nel mercato) si applica l'ordinaria *bjr*<sup>91</sup>.

Queste soluzioni sono considerate tendenzialmente applicabili anche per il nostro ordinamento (salvo il discorso a parte che deve essere fatto per le misure difensive)<sup>92</sup>.

### 7.10. Il caso Disney

Il caso Disney<sup>93</sup> è utile perché segna un punto recente sullo stato dell'arte della responsabilità degli amministratori e perché si occupa della nozione di *good faith* (in quanto la società aveva optato per l'eliminazione della responsabilità monetaria per violazione del dovere di diligenza).

La questione della buona fede per il nostro ordinamento non è di immediato interesse<sup>94</sup>, mentre è

---

<sup>88</sup> Unocal Corp. Mesa Petroleum, 493 A.2d 946, Corte Suprema del Delaware, 1985.

<sup>89</sup> Revlon Inc v. MacAndrews & Forbes Holding, 506 A.2d 173, Corte Suprema del Delaware, 1986.

<sup>90</sup> Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34, Del. Ch., 1994 precisò che l'asta era uno dei modi, ma non l'unico con cui realizzare il migliore interesse per i soci.

<sup>91</sup> Paramount Communications v. Time., 571 A.2d 1140, Corte Suprema del Delaware, 1990.

<sup>92</sup> A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 58 ss., in part. 69.

<sup>93</sup> In re Walt Disney, *cit.*

<sup>94</sup> Prima della novella del § 102 b (7) del DGCL, il dovere di buona fede era considerato una sorta di appendice priva di un particolare significato, che racchiudeva in sé parte del dovere di diligenza e parte del dovere di fedeltà (S. GRIFFITH, *A Theory of Rhetoric In Corporate Law*, Duke L.J., v. 55, 6). Essa era intesa come un comportamento irragionevole ovvero come una omissione cosciente dei propri doveri da parte degli amministratori (Depinto v. Provident Security Life Company, 374 F.2d 37, US Appeal). Più di recente è stata definita come un'operazione mossa da una motivazione contrastante con l'interesse degli azionisti (IN re RJR Nabisco, *cit.*) Attualmente la *good faith* viene ascritta al dovere di lealtà (Stone v. Ritter, 911 A.2d 363, Corte Suprema del Delaware, 2006). I giudici di Disney stabilirono, in via esemplificativa, che vi è violazione del dovere di buona fede quando l'azione è mossa dall'intento di ledere; quando vi è una cosciente trascuratezza dei propri obblighi da parte dei consiglieri. Durante lo svolgimento della vicenda Disney e (soprattutto) in concomitanza con la scoperta degli scandali finanziari emersi all'inizio del millennio, la buona fede è stato oggetto di molta attenzione (N. VEASEY, *Corporate Governance and Ethics in the Post Enron Worldcom Environment*, Wake Forest L.R., 2003, v. 38, 843). In essa è stato individuato il criterio attraverso cui fondare l'esigenza per le società di adottare le *best practices*, cioè di dare cittadinanza a condotte che non sono imposte né a livello normativo né a livello regolamentare. Il dovere di buona fede diventerebbe quindi una sorta di lasciapassare attraverso il quale i giudici degli stati (quelli del Delaware sopra tutti), senza necessità di toccare i principi elaborati attorno ai doveri di diligenza e fedeltà, riuscirebbero a rendere molto più reattivo il sistema giuridico ai cambiamenti esterni. Questa maggiore flessibilità consentirebbe di modulare la severità degli orientamenti dei giudici in base alle esigenze del momento e, da un punto di vista politico, favorirebbe gli stati, in quanto renderebbe più difficile per il legislatore

opportuno registrare che la conclusione della saga Disney (che si articola in ben sei sentenze) ha affermato (confermando la casistica successiva a Van Gorkom) che il merito delle decisioni non può essere esaminato dai giudici e che la violazione del processo decisionale si concretizza solo in casi eccezionali, che sembrano più che altro rappresentare ipotesi di scuola.

## **8. Alcuni spunti conclusivi di confronto con il sistema italiano**

Sopra si è accennato ad una tendenziale convergenza tra il sistema statunitense e quello italiano verso il principio per cui solamente il processo decisionale svolto dagli amministratori può essere oggetto di verifica da parte dei giudici.

Il confronto in Italia tra il caso La Centrale ed il caso Rcs ed il confronto tra il caso Van Gorkom ed il caso Disney negli USA (*rectius* Delaware) ha dimostrato come in entrambi gli ordinamenti vi possano essere degli scostamenti sensibili nel definire l'ambito di responsabilità degli amministratori.

La recente prospettiva statunitense pare volere chiarire in modo perentorio che i margini per fondare un'azione di responsabilità contro gli amministratori sono alquanto ristretti. A tal proposito un passaggio della sentenza Caremark<sup>95</sup> del 1996 è piuttosto esplicito: "*whether a judge or jury considering the matter after the fact, believes a decision substantively wrong, or degrees of wrong extending through "stupid" to "egregious" or "irrational", provides no ground for director liability, so long as the court determines that the process employed was either rational or employed in a good faith effort to advance corporate interests*". Salvo quindi l'ipotesi di un atteggiamento che rasenta il dolo di danneggiare la società (e salvo il caso del conflitto di interesse), restano solo le ipotesi di assenza di buona fede o di irrazionalità. Abbiamo visto che la buona fede ha un suo ruolo effettivo principalmente quando la società è oggetto di un'offerta di acquisto. In questo ambito la giurisprudenza americana applica un *enhanced scrutiny*, per cui riconosce che gli amministratori sono tenuti a dare prova (con modalità e standard che cambiano a seconda dei tipi di situazione) della congruità del loro comportamento e della decisione (v. Unocal). Negli altri contesti (come ad esempio Walt Disney) l'elemento su cui fondare un'azione di responsabilità resta quindi l'irrazionalità del processo decisionale: è difficile immaginare quando possa verificarsi questa situazione. Anche volendo rendere il criterio meno restrittivo ed applicare lo standard della grave

---

federale e per i regolatori giustificare un intervento in tema di *corporate governance*. La conclusione della vicenda Disney con una sentenza che ha innalzato sensibilmente la soglia di tolleranza sembra, almeno per ora, aver pregiudicato le potenzialità riposte nella buona fede. V. in tal senso M. STEELE, *Judicial Scrutiny of Fiduciary Duties in Delaware Limited Partnerships and Limited Liabilities Companies*, *Del. J. Corp. L.*, 2007, v. 32, 29 s.

<sup>95</sup> In re Caremark, *cit.*

negligenza la sostanza non sembra mutare molto<sup>96</sup>. Alla fine, salvo i casi di sospetto conflitto di interesse o di *entrenchement* degli amministratori, pare che il sistema statunitense abbia assunto (almeno a partire dal dopo Van Gorkom) una posizione molto chiara nel limitare al massimo le interferenze dei giudici nelle strategie degli amministratori. In presenza di margini così limitati per intaccare la congruità del processo decisionale, il sistema statunitense determina (senza dubbio consapevolmente) una situazione per cui esiste il dovere di agire in modo informato, ma, in sostanza, si riduce al minimo la possibilità di censurarlo. In questo modo, è sufficiente un riscontro formale dell'esistenza di una (plausibile) fase cognitiva da parte del c.d.a. per bloccare qualsiasi ulteriore indagine. Attualmente in Delaware non vi sarebbe quindi spazio per un esito come quello de La Centrale. Un tempo, forse, sarebbe stato ammissibile: se ricordiamo la prima casistica del Delaware ed il più recente caso Gimble in tema di difformità di prezzo fra la stima effettuata dal c.d.a. e quella presentata dagli attori, emerge che non sono mancate pronunce che hanno imposto, sostanzialmente sulla base della irragionevolezza della decisione, agli amministratori di approfondire gli elementi a loro disposizione.

In Italia la giurisprudenza converge sul fatto che il controllo deve limitarsi alla fase cognitiva, così che è solo l'eventuale omissione di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione e può quindi generare una responsabilità contrattuale dell'amministratore.

Due sono le questioni principali che questo principio pone:

i) La prima è comprendere se questo principio sia soddisfatto dal mero riscontro di una fase di studio avviata dal c.d.a. ovvero se il giudice possa verificare la completezza delle informazioni assunte. Nella prima ipotesi la nozione di *bjr* si avvicinerebbe a quella (molto forte) dell'attuale sistema statunitense, nel secondo caso sarebbe in zona Van Gorkom, in un contesto cioè in cui, a seconda del grado di approfondimento adottato dal giudice, l'esito della vicenda può variare notevolmente. Come accennato sopra, ai paragrafi 5 e 6 in riferimento al caso RCS affrontato dalla Corte di appello di Milano<sup>97</sup> ed al caso del lancio della testa giornalistica affrontato dal Tribunale di Parma<sup>98</sup> l'orientamento prevalente non sembra orientato a svolgere analisi troppo dettagliate in merito alle congruità delle informazioni assunte, così che sembra sussistere la prima ipotesi<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> V. D. ROSENBERG, *cit.*, 313 in merito alle grandi difficoltà di tracciare una distinzione sufficientemente affidabile.

<sup>97</sup> App. Milano, 30 marzo 2001, *cit.*

<sup>98</sup> Trib. Parma, *cit.*

<sup>99</sup> In questo senso sembra anche Trib. Palermo, *cit.*

ii) La seconda questione che si pone è se la capacità deliberativa degli amministratori abbia dei limiti (prudenza, ragionevolezza...) <sup>100</sup>. L'orientamento di cui al punto i) non sembra prevederne, così che, una volta espletata la fase cognitiva ed individuati i profili di rischio dell'affare (e, si presume, tenuti in debita considerazione), gli amministratori non dovrebbero poter essere condannati per l'eventuale insuccesso dell'operazione <sup>101</sup>.

Da ultimo, va tenuto in considerazione che nella giurisprudenza d'oltreoceano l'elemento della perizia non trova grande considerazione. La ragione di ciò è probabilmente da rinvenire nel fatto che vi è una sostanziale convergenza nel ritenere che gli azionisti non possano lamentarsi delle assenze di qualità di soggetti da loro nominati <sup>102</sup>. In Italia la riforma dell'art. 2392 cc ha inserito la locuzione per cui gli amministratori devono comportarsi con la diligenza richiesta dalla natura del loro incarico e dalle loro specifiche competenze. Questo intervento è stato letto sia nel senso di ribadire che gli amministratori non devono essere periti (e, se non si comprende male, non rispondono per valutazioni imperite delle informazioni raccolte diligentemente), sia nel senso di una conferma della necessità che deve essere considerata anche la perizia. Questa seconda ipotesi apre tendenzialmente ad una revisione piuttosto invasiva della condotta degli amministratori: pare infatti che così ragionando sia possibile, senza probabilmente doversi neanche addentare nell'analisi della scelta effettuata dagli amministratori, censurare l'operato del c.d.a. affiancando alla questione della completezza del processo decisionale (profilo che oggi, come visto, non sembra essere problematico per i consiglieri) anche la questione della qualità del processo decisionale. In costanza dell'attuale orientamento della Cassazione e di parte dei tribunali di merito, sembra comunque difficile immaginare che i giudici, che pretendono sostanzialmente un profilo piuttosto basso di diligenza, indugino nell'indagare la perizia.

---

<sup>100</sup> In questo senso Trib. Milano, 10 febbraio 2000, *cit.*

<sup>101</sup> In tal senso F. BONELLI, *Gli amministratori di società dopo la riforma*, *cit.*, 185; contra M. FRANZONI, *cit.*, 475.

<sup>102</sup> *Barnes v. Andrews*, 289 F. 614, S.D.N.Y., 1924.