

LUISS – GUIDO CARLI

L'appropriazione di *corporate opportunities* da parte di amministratori di società. Tests giurisprudenziali e definizione della fattispecie.

Tesi di dottorato - Dottorato di ricerca in Diritto degli Affari – XX ciclo

Candidato: Dott. Duccio Ruben Ducci

Relatore: Prof. Chiar.mo Vittorio Afferni

“The law of corporate opportunities is among the least satisfactory limbs of doctrine in the corpus of corporate law”¹

A Valentina.

¹ BRUDNEY – CLARK (1981), 998.

I. INTRODUZIONE.	1
II. TESTS GIURISPRUDENZIALI.	7
A. Interest or expectancy test.	9
B. Line of business test.	13
(i). Ampiezza della line of business.	19
(ii). Efficienza del giudizio.	22
III. ELEMENTI ACCESSORI O NECESSARI DEI TESTS. I "COROLLARI" INTEGRANO LA DEFINIZIONE DI CORPORATE OPPORTUNITY?	25
A. Incapacità finanziaria.	32
B. Incapacità legale.	47
C. Ostacoli di natura imprenditoriale o tecnica, rifiuto del terzo.	49
D. Capacità in cui il fiduciario ha appreso dell'opportunità.	60
E. Uso di risorse della società.	70
IV. NATURA E FONTE DEI DOVERI FIDUCIARI. IN PARTICOLARE, IL <i>DUTY OF LOYALTY</i> E RIFLESSI SULLA COD.	78
A. Evoluzione del duty of loyalty	79
B. teoria contrattuale dei doveri fiduciari.	82
C. Teoria contrattuale della COD.	86
D. Le corporate opportunities in Italia: un risultato differente?.....	93

I. INTRODUZIONE.

La dottrina delle *corporate opportunities* (di seguito: “COD”) si inserisce nel vasto tema degli *agency costs*² connessi al rapporto tra azionisti e amministratori e pertanto costituisce un argomento comune a tutte le società per azioni dei paesi a economia avanzata³. Il legislatore italiano del 2003 ha affrontato la questione con una norma, tutto sommato, incompleta: essa prescrive essenzialmente che una data condotta è vietata e fonte di responsabilità per l’amministratore infedele⁴. Non è detto ciò che si intende per opportunità d’affari, né se l’appropriazione, di per sé illecita, può essere autorizzata dalla società e a quali condizioni. La questione, del resto, è comune a tutti gli ordinamenti con strutture societarie analoghe, quindi è necessario guardare agli Stati in cui le regole si sono formate progressivamente dietro sollecitazione della giurisprudenza e tramite un costante affinamento dottrinale. L’introduzione dell’ultimo comma dell’art. 2391 c.c. in occasione della riforma del diritto societario evoca l’immagine, già utilizzata con riferimento ad altri istituti, del *legal transplant*⁵, ovvero di una trasposizione artificiale che non tiene conto del contesto in cui opera. Prima ancora però di analizzare la norma in questione nell’ordinamento

² In generale cfr. JENSEN – MECKLING (1976); COOTER-FREEDMAN (1991).

³ cfr. TALLEY (2002) sull’applicabilità della COD alle economie dei paesi emergenti.

⁴ L’art. 2391, V c. fa riferimento all’utilizzazione, ma la dizione è imprecisa perché il danno può derivare solo dalla *sottrazione* di utilità spettanti alla società. Né si può concludere che il legislatore abbia stabilito una presunzione assoluta della natura *corporate* (ovvero, dell’appartenenza alla società) di tutte le opportunità apprese nell’esercizio dell’incarico.

⁵ Cfr. FLEISCHER (2005); considerazioni simili si ritrovano, con riferimento all’evoluzione della COD nel Regno Unito, in KERSHAW (2005)a, 536 nonostante che in quell’ordinamento già esistesse una autonoma dottrina delle *corporate opportunities*.

italiano in rapporto alle peculiarità di questo sistema, è necessario rivolgere l'attenzione, per quanto possibile, dentro l'apparato normativo nel tentativo di mettere in luce i fondamenti della dottrina in esame. Questa analisi di base è largamente comune a tutti i sistemi giuridici e prescinde dalla questione dell'*enforcement* della regolazione ottimale.

Nei principali ordinamenti il contenzioso COD segue grosso modo (con alcune varianti) il seguente modello: se il progetto o l'opportunità si ritiene sia una *corporate opportunity*, il fiduciario non se ne può appropriare senza prima offrirlo alla società e dopo aver comunicato il proprio interesse. Sfruttare il progetto senza la preventiva piena *disclosure* o senza il consenso (o rifiuto di avvalersi dell'opportunità) costituisce violazione del dovere di lealtà e comporta responsabilità del fiduciario, sia a titolo di risarcimento che di restituzione dei profitti (*disgorgement*)

Il nodo centrale tuttavia è la nozione di opportunità sociale, dove sociale sta per: appartenente alla società. Ovvero la domanda è: in quali casi le opportunità, comunque definite, assumono rilevanza per una determinata società e si deve ritenere che le appartengano?

Il problema quindi non è stabilire se i soggetti fiduciari possano appropriarsi unilateralmente di questo o quel bene sociale (*corporate assets*), bensì stabilire quali opportunità appartengono alla società e quali no. I casi diventano particolarmente dubbi quando si considera *ogni* opportunità di sviluppare nuove attività, anche non connesse con quelle esistenti, oppure quando l'agente non è un manager a tempo pieno⁶.

Dal punto di vista generale di politica del diritto la definizione di *corporate opportunity* determina la distribuzione delle opportunità tra le società e i loro fiduciari. In altri termini la definizione segna il "confine" tra

⁶ BRUDNEY – CLARK (1981), 1000.

istanze contrapposte: quella delle società a mantenere al proprio interno attività che sono state generate o sono connesse alla loro attività principale, e quella dei *managers* a esercitare la propria libertà di iniziativa economica nei limiti, ovviamente, degli altri doveri che li legano alla società, in primo luogo il dovere di non concorrenza. Così una definizione ampia di *corporate opportunity* tende a mantenere in capo alla società quante più opportunità possibile, mentre una definizione più restrittiva consente l'appropriazione in un maggior numero di casi. E' probabile che l'adozione di una definizione ampia non sia ottimale sotto il profilo dell'efficienza perché i fiduciari, prevedendo che le opportunità eventualmente sviluppate saranno con ogni probabilità attribuite alla società, potrebbero non avere incentivi sufficienti per perseguire attivamente il loro sviluppo. D'altra parte, se il fiduciario ritiene di poter sviluppare l'opportunità con risultati migliori di quelli che otterrebbe la società risulta efficiente consentirgli di "acquistare"⁷ l'opportunità e mantenerne i vantaggi⁸.

L'assunto di base di tutta la COD è che la sottrazione di opportunità – o almeno di *determinate* opportunità, quelle che appartengono alla società - da parte dei fiduciari risulti dannosa per la società interessata e pertanto sia utile stabilire un divieto.

In generale gli *agents* cui è affidata la gestione di una società dispongono di una varietà di mezzi per trasferire valore dagli azionisti a se stessi, tra cui anche l'appropriazione di *corporate opportunities*. I benefici

⁷ Il riferimento è all'utilizzo di una *liability rule* per tutelare l'allocatione delle opportunità. Il tema dei rimedi dipende strettamente dalla configurazione del rapporto fiduciario tra *managers* e società, come si vedrà *infra* nella parte dedicata alla natura di tale relazione.

⁸ In questa ipotesi il "prezzo" dovrebbe essere pari al valore dell'opportunità per la società, che è inferiore a quello per il manager. In realtà molti casi procedono così: il fiduciario abbandona la società e sviluppa la propria attività, la società da parte sua aspetta di vedere se l'attività ha successo e comincia un contenzioso per riappropriarsi dell'opportunità e dei relativi risultati.

indiretti (o privati) si aggiungono alle compensazioni dirette. Nella letteratura di *law & economics* alcune tesi sostengono che l'assunto tradizionale circa le appropriazioni dei *managers* non sia del tutto corretto. Alcuni autori hanno argomentato che le appropriazioni dei *managers* non diano in realtà luogo alle preoccupazioni tradizionali (distributive e di correttezza) e che costituiscano semplicemente una forma indiretta di compensazione⁹.

I benefici (indiretti) derivanti dalla sottrazione sarebbero compensati dalla riduzione dei compensi diretti, lasciando il livello *totale* dei compensi e la ricchezza totale degli azionisti invariati. In questo caso non si avrebbe reale bisogno di proteggere gli azionisti con regole restrittive, perché questi non ricevono alcun danno effettivo.

In realtà il livello dei compensi diretti dei *managers* non è fissato da agenti disinteressati intenzionati solo ad accrescere il valore delle azioni. Il consiglio di amministrazione di una grande soc. può essere influenzato dagli interessi degli amministratori esecutivi e quindi non propenso a diminuire il livello di compensi diretti per tenere conto di quelli indiretti, che peraltro molto spesso non sono noti agli azionisti.

Secondo uno studio del rapporto tra *managers* e azionisti, le appropriazioni da parte dei *managers* sarebbero da evitare¹⁰. Lo studio si sofferma in particolare, dato un modello *principal-agent*, sull'effetto di consentire le appropriazioni da parte dei *managers* sui loro compensi e sull'impegno nello svolgimento dell'incarico. La tesi è che la visione permissiva dell'appropriazione non tiene conto dei costi di tale

⁹ Cfr. con riferimento all'*insider trading* MANNE (1966); sulle *corporate opportunities* v. EASTERBROOK – FISCHER (1982), 706. In generale sui compensi degli amministratori cfr. BEBCHUK – FRIED (2004).

¹⁰ BEBCHUK – JOLLS (1999).

comportamento. Una volta evidenziati questi costi, le appropriazioni risultano da evitare. Si tratta in particolare dei costi che derivano dalla relazione tra compensi e incentivi nel rapporto *principal-agent*. In questo contesto i compensi dei *managers* dipendono in modo significativo dai risultati della società. Gli incentivi connessi ai risultati legano i compensi dei *managers* ai risultati per gli azionisti. Ridurre i compensi variabili per tenere conto dei compensi nascosti (tra cui l'appropriazione) significa ridurre l'allineamento tra interessi di azionisti e *managers*. Gli azionisti si trovano di fronte a un dilemma: ridurre i compensi variabili per tenere conto delle opportunità di sottrazione di valore e così sopportare il costo della corrispondente riduzione di incentivi (in termini di risultati), oppure mantenere inalterati i compensi e sopportare i costi delle sottrazioni (indirette/nascoste)?

Nella misura in cui i compensi diretti dei *managers* vengono ridotti *meno* dell'ammontare delle sottrazioni/appropriazioni, gli azionisti sopportano costi pari alla differenza. Per cui, qualunque sia la reazione degli azionisti, essi si trovano in una condizione peggiore in presenza di appropriazioni dei *managers* che in loro assenza, dal momento che anche se riducono i compensi diretti in modo da compensare totalmente quelli indiretti, i *managers* mancano di incentivi adeguati e i loro risultati inferiori riducono il valore delle azioni.

In assenza di benefici di altra natura, una regola che permette la sottrazione di valore in generale riduce il valore delle azioni. Se esistessero detti benefici in misura sufficiente, allora potrebbe essere efficiente una regola che permette l'appropriazione di valore. Ma in ogni caso i costi derivanti dall'appropriazione restano, compensati o meno che siano.

Esistono due approcci radicali alla sottrazione di valore: (i) divieto assoluto e (ii) permesso assoluto. Al tempo stesso sono possibili tutta una serie di soluzioni intermedie che consentono *alcune* appropriazioni¹¹.

Lo strumento operativo che consente di selezionare tra opportunità che possono essere appropriate dai fiduciari o meno è la definizione di *corporate opportunity* (letteralmente: opportunità ch appartiene alla società). Pertanto il presente lavoro affronta il tema della definizione in oggetto nel tentativo di offrire un contributo alla soluzione di alcune questioni connesse, tra cui ad esempio: (i) gli elementi costitutivi della definizione, e, invece, (ii) gli elementi meramente accessori, con le conseguenze che si vedranno anche in tema di onere probatorio.

In prospettiva comparatista, è interessante notare che incertezze di fondo in merito alla teoria di base delle *corporate opportunities* su cui fondare la definizione sono comuni ad altri ordinamenti¹². Il nodo della definizione di opportunità *corporate* richiede, per essere sciolto, una chiara consapevolezza del modello di relazione fiduciaria (e quindi di COD) che si vuole promuovere. I criteri di allocazione seguono, anziché precedere, questa opzione.

Nei paragrafi che seguono si passeranno in rassegna alcuni criteri adottati dalla COD statunitense nella sua evoluzione.

¹¹ TALLEY (1998), 337 condivide i risultati di Bebchuk e Jolls in merito all'opportunità di porre alcune restrizioni all'appropriazione di opportunità da parte dei *managers*, tuttavia ritiene più efficiente l'adozione di un approccio intermedio che consenta *determinate* appropriazioni tramite l'adozione di una *liability rule*.

¹² Cfr. KERSHAW (2005)a, 540 ss, con riferimento al diritto inglese, distingue tra un approccio alla COD di tipo *no conflict* e uno in termini di *ownership*; inoltre precisa che la scelta del modello *ownership* richiede però di definire con precisione cosa si intende per opportunità "appartenente" alla società.

II. TESTS GIURISPRUDENZIALI.

La COD emerge e si sviluppa negli Stati Uniti interamente nel XX secolo. I principali *casebooks* prendono come riferimento il caso *Guth v. Loft* (1939), anche se alcuni fanno risalire l'approccio moderno alle *corporate opportunities* al caso *Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co*¹³. I commentari e la giurisprudenza del secolo XIX non riportano nessun caso di sottrazione di *corporate opportunities*. La ragione di questa assenza si fa risalire alla natura delle società prima del 1900: a quell'epoca la maggior parte delle giurisdizioni statunitensi non ammettevano la presenza negli statuti delle società di clausole generiche relative all'oggetto sociale. Era ammessa la costituzione di società con oggetto sociale ben determinato e solo successivamente le società hanno acquistato la facoltà di sviluppare opportunità eccedenti quanto previsto nello statuto. In realtà, date le limitazioni agli statuti del XIX secolo, la maggior parte delle opportunità che la COD oggi assegna alle società sarebbero state precluse in quanto *ultra vires*. Questo non significa che non si presentassero opportunità del tipo considerato dalla COD, anzi la prassi dell'appropriazione da parte degli amministratori di opportunità altrimenti vantaggiose per la società sembra avere avuto notevole diffusione. Alcuni studi sull'industria bancaria nel New England nel XIX secolo¹⁴ mostrano che il *self dealing* era comunemente praticato e molti comportamenti, se non rilevanti dal punto di vista della COD attuale, erano senza dubbio in contrasto con i doveri fiduciari degli amministratori.

Tuttavia, gli stessi studi sottolineano come nelle *corporation* del XIX secolo (nel caso specifico, le banche) gli azionisti non ricevevano (né si

¹³ 28 So. 199 (Ala. 1900).

¹⁴ Cfr. LAMOREAUX, *Insider lending*, 1994.

aspettavano di ricevere) altro che i ricavi dell'attività principale, senza poter vantare pretese sui ricavi di attività collaterali degli amministratori nonostante queste iniziative fossero connesse e rese possibili dall'attività principale della società. In altre parole, quando opportunità profittevoli erano sviluppate al di fuori dell'attività principale della società, queste non costituivano oggetto di rivendicazioni degli azionisti.

Il tema delle *corporate opportunities* è assente anche dalla letteratura giuridica dell'epoca. La prima apparizione di uno studio dedicato all'argomento risale al 1916¹⁵, tuttavia in quel momento la COD non aveva ancora acquistato autonomia rispetto alla categoria generale del *duty of loyalty*. L'emersione della COD come ramo distinto dei doveri fiduciari degli amministratori non è completa fino agli anni '30 del secolo scorso, in particolare con riferimento al noto caso *Guth v. Loft*¹⁶. Questo probabilmente indica che la COD è funzionale a una determinata visione delle società e delle loro attività, ovvero del perimetro delle attività che devono restare in capo alla società¹⁷.

Nella maggior parte delle giurisdizioni il contenzioso generato dalla COD segue, con alcune varianti, il seguente modello: se il progetto è ritenuto una *corporate opportunity*, il fiduciario non se ne può appropriare senza prima offrirlo alla società e senza aver rivelato il proprio conflitto di interesse. Sfruttare il progetto senza la preventiva piena comunicazione e senza il consenso (o eventualmente la ratifica costituisce violazione del dovere di lealtà e comporta significative conseguenze: la società può

¹⁵ K.V.RILEY, *Corporation's right to profits made by directors*, 4 Minn. L. Rev. 513 (1916), dove l'Autore fa riferimento come primo esempio significativo al caso *Lagarde* (1900).

¹⁶ 5 A.2d 503, Del. 1939.

¹⁷ Savitt (2002), 15 fa riferimento a una visione "espansiva" della società che darebbe luogo a una dottrina espansiva delle *corporate opportunities*.

ottenere un'ingiunzione di risarcimento, restituzione dei profitti del fiduciario (*disgorgement of profits*) e talvolta anche danni punitivi.

Nei paragrafi che seguono si esporranno brevemente i principali criteri adottati per attribuire alla società diritti sulle opportunità seguendo la classificazione comune in dottrina e con riferimento ai casi giurisprudenziali più noti.

A. Interest or expectancy test.

Si tratta del primo criterio emerso nella giurisprudenza per identificare le *corporate opportunities* e tuttavia è ancora utilizzato, da solo o in connessione ad altri indici, in numerose giurisdizioni. In sintesi vieta l'appropriazione solo di quei progetti in cui la società ha un interesse o una aspettativa qualificata o che risultano *essenziali* alla sua attività. Tralasciando momentaneamente l'ultimo punto, "interesse" significa un progetto su cui la società vanta diritti in virtù di un contratto, mentre "aspettativa" riguarda progetti che potrebbero ragionevolmente formare oggetto di contratti nel futuro prossimo. Quest'ultimo aspetto rileva in rapporti contrattuali di lunga durata tra la società e controparti ripetute, nei quali periodiche estensioni o rinegoziazioni non sono espressamente previste ma ragionevolmente prevedibili.

Il caso *Lagarde*, oltre a essere uno dei primi casi ascritti espressamente alla COD, costituisce un buon esempio per chiarire i termini suindicati. La società in questione deteneva una partecipazione pari a un terzo in una cava di minerali e aveva un contratto di affitto con opzione per l'acquisto di un ulteriore terzo. Non esistevano accordi di sorta per il rimanente terzo. Alcuni amministratori in seguito acquistavano per proprio conto i diritti sui due terzi della cava non di proprietà della società. La

decisione distingue in modo netto tra le due quote della cava oggetto rispettivamente del contratto di affitto o di nessun accordo. Quanto alla prima:

“There is a *reasonable expectancy* attending a lease of land that the tenant holding possession under it will be able to renew the lease at its expiration which expectancy is under some circumstances *recognized as a valuable property right*, though the tenant may have no way of enforcing renewal. Equity will so regard and treat it as against those occupying fiduciary relations to the tenant in respect to the leased property where they seek to supplant the tenant in the renewal of the lease, and the doctrine applies where a corporation's managing officers so offend against it.” (corsivo aggiunto)

Mentre rispetto alla quota di proprietà non oggetto di alcun contratto:

“Good faith to the corporation does not require of its officers that they steer from their own to the corporation's benefit enterprises or investments which, though capable of profit to the corporation, *have in no way become subjects of their trust or duty.*”

La differenza tra le due fattispecie è meglio chiarita nel seguente passaggio:

“Such restrictions upon the directors or other governing officers of a corporation acquiring property are limited generally to property wherein the corporation has *an interest or right existing* or in which it has an *expectancy growing out of an existing right*, or to cases where the officers' interference will, in some degree, impair the accomplishment by the corporation of the purposes of its creation.”

L'aspettativa pertanto deve avere *già* trovato il proprio riconoscimento attraverso una trattativa giunta a conclusione, oppure si tratta dell'aspettativa di *rinnovo* di un contratto (ad es. di affitto) di beni utili all'attività sociale¹⁸. Al contrario, se si volesse fondare l'aspettativa tutelata

¹⁸ Cfr. Pike's Peak Co. v. Pfunter, 123 N.W. 19 (Mich. 1909).

su un mero stato soggettivo o su semplici negoziazioni non giunte a conclusione, il criterio perderebbe ogni funzione selettiva ovvero sarebbe rimesso alla semplice dichiarazione della società, privo di riferimenti oggettivi¹⁹. Questo ovviamente renderebbe inutili gli sforzi della dottrina che, come si vedrà meglio in seguito, è alla ricerca di parametri oggettivi cui affidare l'individuazione delle *corporate opportunities*. Non rileva, pertanto, che la società avesse intrapreso trattative o avanzato semplici offerte, anche ripetute²⁰. L'ultimo punto, invece, attiene ai concetti di *essenzialità* e *necessità* di acquisizione dell'opportunità: alcuni dei casi più risalenti riguardano l'acquisto da parte degli amministratori di una società ferroviaria di terreni su cui avrebbe dovuto passare la linea in costruzione²¹, il rilascio di brevetti a favore di amministratori per procedimenti o prodotti per il cui sfruttamento era stata costituita la società²², oppure l'acquisto del diritto, ancora da parte degli amministratori, di deviare un corso d'acqua in un punto a monte di un impianto idroelettrico gestito dalla società²³. Il richiamo al pregiudizio per lo scopo della società è fattore risalente all'epoca in cui le *corporations* erano caratterizzate da oggetto sociale pressoché esclusivo,

¹⁹ Cfr. ancora *Lagarde*, dove si precisa che: "No expectancy of value springs from the alleged fact that complainant "has been negotiating for and endeavoring to purchase" that interest at divers undesignated times"; in caso contrario l'aspettativa si ridurrebbe a una mera *dichiarazione* di interesse rimessa alla discrezionalità dell'attore che contesta la sottrazione di opportunità.

²⁰ Nota CHEW (1989), 461 che questo aspetto del test comporta il rischio di un incentivo distorto per i *managers* a non intraprendere tutte le iniziative necessarie per assicurare la positiva conclusione delle trattative visto che la mancata conclusione lascia libero il fiduciario di avvalersi dell'opportunità per proprio conto.

²¹ *Blake v. Buffalo Creek R. Co.*, 56 N.Y. 485.

²² *Averill v. Barber*, 6 N.Y.S. 255.

²³ *Nebraska Power Co. v. Koenig*, 139 N.W. 839 (Neb. 1913).

attualmente il test fa riferimento all'attività effettivamente svolta dalla società tra quelle previste nello statuto²⁴.

Altre circostanze, come la qualità in cui l'agente ha appreso dell'opportunità, non sono rilevanti²⁵. Il punto rappresenta invece uno degli snodi fondamentali (e tormentati) della successiva elaborazione sulla COD, pertanto il fatto che l'*interest or expectancy test*, ne faccia a meno fa dubitare che appartenga realmente alla COD, quantomeno nella sua forma definitiva.

In generale il test applica i principi dell'*agency* piuttosto che gli standard del *trust* come nel caso *Guth*. Inoltre adotta una visione limitata delle opportunità che appartengono alla società e sono pertanto precluse ai fiduciari, infatti l'interesse tutelato deve essere di tipo contrattuale. Ovviamente le opportunità di questo genere sono già note alla società che nella maggior parte dei casi ha già sostenuto costi per avvalersene. Da un lato, quindi, il test sembra più facile da amministrare del *line of business* test perché prende a riferimento l'attività *presente* della società, non quella futura ipotetica. Però il raggio d'azione del test è limitato a quei progetti di cui la società ha conoscenza o che dovrebbe conoscere e, soprattutto, include *solo* quei progetti sui quali la pretesa proprietaria della società è già consolidata. Sorge il dubbio che questo test aggiunga ben poco rispetto ad obbligazioni già esistenti in base ad altre regole (ad es. la lesione del diritto di credito o delle relazioni commerciali altrui)²⁶. Inoltre una regola che

²⁴ Cfr. ALLEN - KRAAKMAN (2003), 330. *Shapiro v. Greenfield*, 764 A.2d 270, 278 (Md. App. 2000) applica l'*interest or expectancy standard*, che secondo la versione della giurisdizione del Maryland chiede di accertare se la società può realisticamente entrare in possesso e sviluppare l'opportunità.

²⁵ v. ancora *Lagarde*, "In such case it is immaterial that knowledge of the situation was gained by the Lagardes through their connection with the corporation, since no breach of duty is traceable to such knowledge".

²⁶ TALLEY (1998), nt. 42; SAVITT (2002), 69.

assegna diritti solo su progetti già piuttosto maturi (e quindi non protegge quelli che ancora non lo sono) rischia di disincentivare gli investimenti a lungo termine, dal momento che fino al raggiungimento di un certo grado di sicurezza il progetto può essere più o meno liberamente sottratto.

Infine, si anticipa qui una considerazione che sarà oggetto di successivo approfondimento, ovvero: il riconoscimento di un *interest or expectancy* in capo alla società determina esclusivamente l'assegnazione a questa dell'opportunità *nei confronti dell'amministratore*. In generale, nessuna dottrina delle *corporate opportunities* prevede l'esclusione di qualunque soggetto dalla facoltà di avvalersi di occasioni determinate: il divieto non si applica ai terzi perché la sua funzione specifica è distribuire opportunità tra la società e i suoi amministratori/fiduciari in base a criteri (per quanto possibile) predeterminati²⁷. L'*interest or expectancy test* non fa eccezione, anche se, nella misura in cui i diritti della società sull'opportunità risultano in un contratto, la tutela nei confronti dei fiduciari che vogliono sottrarre l'opportunità può cumularsi con i rimedi contrattuali ordinari.

B. Line of business test.

Il test, che risulta il più utilizzato, o quantomeno citato²⁸, può essere ricondotto a una semplice proposizione: “appartengono alla società tutte le opportunità che ricadono nella sua *line of business*”. In questo modo tutte le

²⁷ Questa, ridotta all'essenziale, è la definizione funzionale della COD; altra questione, che riguarda la politica del diritto, è la concreta determinazione dei criteri di allocazione delle opportunità a seconda che si voglia privilegiare l'assegnazione alla società o ai fiduciari. Cfr. DAVIS (1998), 236, “*the function of the corporate opportunity doctrine is to apply property right protection where no conventional property rights exists*”.

²⁸ Infatti molte pronunce mostrano un ossequio formale ai vari tests e ai precedenti che li riportano, ma ad un esame più attento le decisioni mancano di applicare le caratteristiche fondamentali dei tests citati oppure introducono significative varianti.

questioni interpretative sono spostate dalla locuzione “*corporate opportunity*” all’individuazione della “linea di attività” attuale o potenziale²⁹ della società interessata. Prima di esaminare le criticità del test è opportuna una sintetica esposizione del modello attraverso la lettura del caso divenuto “classico” in materia: *Guth v. Loft*³⁰.

Il caso ha origine nel 1931, quando Charles Guth, presidente di Loft Inc., società attiva nell’imbottigliamento e commercio al dettaglio, attraverso una propria rete di negozi, di bibite e altri dolci, era alla ricerca di nuovo fornitore di sciroppi per la preparazione di bibite a base di cola. Guth valutò la possibilità di far acquistare a Loft i preparati di National Pepsi-Cola Company (NPC) anziché della Coca-Cola Co. come fino a quel momento. Nello stesso tempo NPC entrava in una procedura di insolvenza e Guth fu contattato da Megargel, proprietario di NPC, che gli offrì di formare una joint venture per rilevare la formula segreta e il marchio di NPC. Di lì a poco Guth e Megargel fondarono la Pepsi-Cola Company (PCC) e rilevarono gli assets di NPC, ma Guth, privo di risorse finanziarie proprie, dovette fare ampiamente ricorso a risorse di Loft per sviluppare il progetto Pepsi-Cola³¹. In seguito Guth fece in modo che tutti i punti vendita di Loft distribuissero Pepsi-Cola anziché Coca-Cola causando una apparente caduta dei profitti di Loft.

La difesa di Guth di fronte all’azione dei soci di minoranza di Loft fu di avere offerto a questa società l’opportunità di acquisire Pepsi

²⁹ La differenza tra le due visioni, come si vedrà, è di non secondaria importanza.

³⁰ CHEW (1989), 455, nt. 67 riporta che a tutto il 1988, a cinquanta anni circa dalla pronuncia, il caso Guth è il più citato nelle decisioni in materia di *corporate opportunities*.

³¹ Guth infatti si avvale non solo delle risorse finanziarie di Loft, ma anche degli impianti, materie prime e dei dipendenti di questa.

comunicando che in caso di rifiuto avrebbe proceduto per proprio conto³². Inoltre Guth avrebbe ottenuto l'autorizzazione dal *board* di Loft all'utilizzo illimitato di risorse di questa a favore di Pepsi in cambio della fornitura di sciroppi da parte di quest'ultima.

La decisione rigettò le difese di Guth e in particolare ritenne inesistente l'autorizzazione degli amministratori di Loft all'uso dei propri fondi e del personale. In conclusione, la Corte affermò che Guth si era appropriato di una opportunità spettante a Loft. Nel confermare la pronuncia della Court of Chancery la Corte Suprema del Delaware compie una analisi delle regole ed eccezioni che governano l'assegnazione di *corporate opportunities* che segna un punto di riferimento per tutta la giurisprudenza successiva. In sintesi la definizione è:

“If there is presented to a corporate officer or director a business opportunity which the corporation is financially able to undertake, is, from its nature, in the line of the corporation's business and is of practical advantage to it, is one in which the corporation has an interest or a reasonable expectancy, and, by embracing the opportunity, the self-interest of the officer or director will be brought into conflict with that of his corporation, the law will not permit him to seize the opportunity for himself”

Come si vede, l'argomentazione della Corte va oltre la semplice enunciazione del *line of business test*. Per quanto preminente, l'individuazione della *line of business* si accompagna a una valutazione del

³² Il rifiuto del board di Loft, secondo Guth, sarebbe stato motivato da varie ragioni: “the board declined because Pepsi-Cola had proved a failure, and that for Loft to sponsor a company to compete with Coca-Cola would cause trouble; that the proposition was not in line with Loft's business; that it was not equipped to carry on such business on an extensive scale; and that it would involve too great a financial risk”, Guth, 5 A.2d, 507. Tanto l'offerta dell'opportunità quanto il rifiuto, stando alla ricostruzione dei fatti contenuta nella sentenza, sono affermati dal convenuto ma non risultano documentati. Si vedrà infra quale sia il valore da attribuire all'offerta dell'opportunità seguito dal rigetto e le modalità - esplicite o implicite - dell'una e dell'altro.

ruolo in cui Guth era venuto a conoscenza dell'opportunità oltre che dell'interesse o aspettativa di Loft nell'ottenere una consistente fornitura di sciroppo per bibite. Inoltre, una volta ritenuta la sussistenza di una *corporate opportunity*, la Corte valuta eventuali esenzioni che escludano la responsabilità dell'amministratore³³. Questi aspetti saranno presi in considerazione in successivi paragrafi, al momento infatti si vuole chiarire, per quanto possibile, il concetto di *line of business*.

Al riguardo, ancora secondo la Corte Suprema del Delaware in *Guth*:

“The phrase "in the line" of a business is not within the field of precise definition, nor is it one that can be bounded by a set formula. It has a flexible meaning, which is to be applied reasonably and sensibly to the facts and circumstances of the particular case. Where a corporation is engaged in a certain business, and an opportunity is presented to it embracing an activity as to which it has fundamental knowledge, practical experience and ability to pursue, which, logically and naturally, is *adaptable* to its business having regard for its financial position, and is one that is consonant with its reasonable needs and aspirations for expansion, it may be properly said that the opportunity is in the line of the corporation's business”.

Dire se l'opportunità rientra o meno nella *line of business* della società dipende dalla “prossimità” percepita tra le caratteristiche del progetto e l'attività della società, dove per prossimità si intende l'insieme delle iniziative - ad esempio: apertura di impianti, adeguamento di quelli esistenti, sviluppo di una rete di vendita o espansione di quella attuale, e così via - e dei costi che la società dovrebbe sostenere per procedere allo sfruttamento del progetto. La forza delle rivendicazioni della società è direttamente proporzionale a questa prossimità. Se la distanza (e i relativi

³³ Si tratta, come si vedrà, dell'incapacità finanziaria della società ad avvalersi dell'opportunità e del rifiuto di questa di fronte ad una offerta esplicita.

costi di adattamento tecnico, di struttura e di capitali) supera una determinata soglia, il progetto non appartiene alla società, non è “*corporate*”. La domanda successiva è: qual è la soglia rilevante e, soprattutto, con quale parametro si misura?

La portata innovativa di *Guth* e forse una delle ragioni della enorme influenza della pronuncia sulla COD dei decenni successivi risiede nel riferimento alla capacità di adattamento (*adaptability*) della società. Attraverso il filtro dell’adattabilità il test si proietta in una dimensione futura (e incerta) i cui esiti non sono del tutto prevedibili *ex ante*. Le decisioni precedenti erano alla ricerca di un supporto dottrinale adeguato per risolvere casi di violazione del *duty of loyalty* relative alla sottrazione di occasioni d’affari. Il primo risultato di questa ricerca, si è visto, era una forma di *interest or expectancy test*, secondo cui nessuna violazione di doveri fiduciari poteva darsi in assenza di obblighi specifici preesistenti. Il passo intrapreso da *Guth* segna il riconoscimento dell’autonomia della COD rispetto al *duty of loyalty* attraverso l’adozione di uno standard flessibile e dotato di forza espansiva con cui valutare l’assegnazione delle opportunità. I fatti esposti nella pronuncia non sembrano lasciare dubbi: il caso riguarda un imprenditore abile e spregiudicato (*Guth*) che governa la società (*Loft*) di cui detiene il controllo come se fosse una proprietà personale esclusiva. Quando si presenta l’occasione di acquisire Pepsi, Guth non tiene conto della vicinanza tra l’attività di questa e quella di Loft; al contrario, utilizza ampiamente i mezzi di Loft prima per rilevare Pepsi e in seguito per svilupparne l’attività, imponendo tra l’altro a Loft di rifornirsi acquistando prodotti da Pepsi. Grazie a queste iniziative l’attività di Pepsi prospera, tuttavia i benefici ricadono esclusivamente su Guth escludendo tutti gli altri azionisti di Loft. L’intervento della Corte dovrebbe quindi correggere l’evidente ingiustizia e ricondurre in capo a Loft le attività ricadenti nella sua *line of business* con i relativi profitti. La descrizione prevalente, accolta

in numerosi commenti e decisioni successive, senza dubbio coglie alcuni aspetti essenziali alla base della pronuncia, tuttavia altri aspetti restano nell'ombra e solo di recente, nell'ambito di un mutato approccio dottrinale alla COD, sono stati evidenziati³⁴. Al momento in cui decide l'acquisto di Pepsi Guth era già attivo da parecchi anni nel settore delle bibite, infatti dalla fine degli anni venti del secolo scorso gestiva Grace & Co., una società familiare che produceva sciroppi per bibite da vendere all'ingrosso agli imbottiglieri. In precedenza inoltre Guth aveva già trattato con Megargel, investitore attivo nel settore delle bibite, col quale avrebbe poi rilevato Pepsi. Al momento dell'ingresso di Guth in Loft come azionista e amministratore, Loft gestiva una catena di più di cento negozi con annessa distribuzione di bibite e tuttavia non produceva da sé gli sciroppi a base di cola per la preparazione delle bibite ma li acquistava in grandi quantità dalla Coca-Cola Co. E' interessante notare che Loft non produceva né rivendeva alcun sciroppo per bibite a terze parti. Nel 1930 Guth ottiene il controllo di Loft e ne diviene presidente e CEO, al tempo stesso continuando la propria attività in Grace Co. Il fattore determinante la decisione di interrompere i rapporti con Coca-Cola fu il rifiuto di questa di praticare a Loft uno sconto normalmente applicato agli acquirenti all'ingrosso; all'incirca nello stesso periodo Megargel offrì a Guth l'opportunità di rilevare le attività di Pepsi, compresi marchio e formula. Per ottenere il controllo di Pepsi fece ampio uso di risorse provenienti da Loft; d'altra parte, in tal modo Guth garantì a Loft una fonte sicura e alternativa di sciroppi di cola. La gestione di Guth in Pepsi risultò particolarmente efficace e attraverso varie iniziative non solo fece uscire la società dalla crisi ma ne aumentò notevolmente le quote di

³⁴ Cfr. SAVITT (2002), 25 ss.; si vedrà meglio in seguito che la dottrina e la giurisprudenza statunitensi all'incirca degli ultimi venti anni hanno cercato di porre le basi teoriche per ridimensionare la forza espansiva della COD.

mercato fino a farne un concorrente diretto di Coca-Cola Co³⁵. Al momento dell'azione della minoranza di Loft contro Guth, alcuni anni dopo che l'opportunità sarebbe stata sottratta, il valore di Pepsi che la decisione della Corte ha riassegnato a Loft era molto maggiore del ritorno atteso dagli azionisti di Loft sul loro investimento.

Questa lettura dei fatti non significa che la decisione non sia corretta: la condotta di Guth era caratterizzata da numerosi abusi delle proprie funzioni e da operazioni in conflitto di interessi che rendono fondate le doglianze dei soci di minoranza. Piuttosto è utile soffermarsi sui limiti del *line of business test* nella versione accolta nella pronuncia almeno sotto due distinti profili: (i) la coerenza delle conclusioni con le premesse teoriche del test, e (ii) l'adeguatezza della decisione a perseguire gli obiettivi di efficienza della COD.

(i). Ampiezza della line of business.

Il primo aspetto impone di valutare se davvero il caso *Guth* consiste in una applicazione del *line of business test*. Dopotutto Loft non aveva mai svolto attività di imbottigliamento, etichettatura, vendita all'ingrosso di bibite di qualunque tipo, né aveva mai prodotto sciroppi per bibite destinati alla vendita all'ingrosso³⁶. E' ragionevole concludere che la *line of business* di Loft fosse il commercio al dettaglio di dolciumi e di bibite, tenuto conto che non si trattava né di un produttore né di un rivenditore all'ingrosso, ma al contrario di un *cliente* di imprese che operavano in quel settore. Più

³⁵ Ovviamente un ruolo non secondario nella crescita del fatturato di Pepsi derivava dalla fornitura esclusiva di grandi quantità di prodotto a Loft che lo utilizzava in tutti i propri punti vendita.

³⁶ Le uniche attività all'ingrosso di Loft si svolgevano nel confezionamento di dolci, ciò nonostante secondo la Corte "*its wholesale activities where not unimportant*".

esattamente il caso implica un giudizio sui confini, o sull'estensione dell'attività sociale: si coglie la valutazione della Corte secondo cui sarebbe stato ragionevole per una società come Loft internalizzare la produzione di sciroppi per bibite, di cui era acquirente in grandi quantità, piuttosto che sottostare alle condizioni dei fornitori³⁷. Ovviamente, la conclusione è mascherata dal richiamo alla *line of business* di Loft, però si potrebbero ipotizzare altri esempi di decisioni strategiche suscettibili di ricadere in una visione ampia dell'attività della società: qualunque altra fornitura di cui Loft avesse avuto bisogno determinante avrebbe posto gli amministratori, ovvero Guth, di fronte a una serie di alternative, tra cui l'acquisizione di una società in grado di garantire forniture costanti e prezzi stabili. In altre parole l'attribuzione dell'opportunità alla società non si basa tanto sulla dichiarata indagine intorno alla *line of business*, quanto sull'apprezzamento giudiziale se sia desiderabile (e ragionevole) o meno l'integrazione di suddetta attività con quelle esistenti³⁸. La valutazione giudiziale si sostituisce alle scelte degli amministratori e le ribalta *ex post* con l'imposizione del *constructive trust* che trasferisce l'opportunità con i relativi profitti alla società cui era stata sottratta³⁹. Attraverso il riferimento all'adattabilità della struttura aziendale allo sfruttamento del nuovo progetto perde efficacia il parametro della "prossimità" dell'opportunità all'attività in corso, tanto che la dottrina

³⁷ Si ricordi che all'origine della vicenda si colloca il rifiuto di Coca-Cola Co. di praticare condizioni più favorevoli a Loft.

³⁸ L'ampiezza del concetto di *line of business* è bene espressa nel seguente periodo: "Conceding that the essential of an opportunity is reasonably within the scope of a corporation's activities, *latitude should be allowed for development and expansion*. To deny this would be to deny the history of industrial development" (corsivo aggiunto), *Guth*, 5 A.2d, 514.

³⁹ Ciò è possibile in quanto le infedeltà degli amministratori che costituiscono violazione del *duty of loyalty* tradizionalmente nella giurisprudenza americana non godono della copertura assicurata dalla *business judgement rule* nei casi di gestione negligente ovvero violazione del *duty of care*.

più attenta ha concluso che una società di grandi dimensioni nella selezione delle opportunità da sfruttare non incontra altri limiti se non una valutazione del ritorno atteso sull'investimento almeno pari a quello delle attività correnti⁴⁰. Altra questione è se la società intenda effettivamente indirizzare i propri sforzi in quella direzione e cogliere l'opportunità. Poiché dal punto di vista funzionale l'attribuzione di una determinata opportunità vale come attribuzione di una *opzione* ciò che conta è la possibilità per la società di riservarsi di cogliere l'occasione in esclusiva rispetto ai propri fiduciari. Il concetto di *line of business* però ne esce talmente dilatato da perdere (quasi) ogni funzione selettiva.

Il concetto di *line of business* diventa più efficace se il parametro con cui valutare l'affinità tra attività attuali e opportunità fa riferimento alla concorrenza tra società e amministratore⁴¹. La pronuncia *Guth* contiene un richiamo alla concorrenza come fattore determinante nell'allocazione dell'opportunità ma la valutazione del punto, pure fondamentale, appare piuttosto superficiale come se la *ratio* della decisione fosse da ricercarsi altrove. Come sopra evidenziato, in tempi più recenti si è rilevato che le attività di Loft si concentravano sulla distribuzione al dettaglio di bibite e solo in misura marginale nella vendita all'ingrosso. Inoltre nessun indizio faceva pensare a progetti di riconversione dell'attività da distribuzione a produzione e rivendita. Pertanto l'attività di Pepsi-Cola restava quella di un fornitore, non di un concorrente. Può parlarsi di concorrenza in questo caso solo sotto un profilo meramente *potenziale* ed eventuale, dove ciò che conta è la capacità di Loft di adattare la propria struttura alle nuove attività, mentre la volontà attuale di intraprendere dette attività non è provata e neppure rileva ai fini del giudizio. E' evidente che una valutazione basata

⁴⁰ BRUDNEY - CLARK (1981), 1025.

⁴¹ Cfr. POPOFSKY (1982), 1209,

esclusivamente sulla capacità di adattamento soggettiva dilata enormemente il raggio d'azione del *test* e, di conseguenza, delle opportunità che vengono attribuite alla società⁴².

(ii). Efficienza del giudizio.

Quanto detto finora rileva anche ai fini del secondo aspetto critico del *line of business test* in *Guth*, ovvero la ricerca di una allocazione efficiente delle opportunità. Autorevole dottrina ha ritenuto che il significato ultimo del concetto di *line of business* sia di tipo economico⁴³. L'opportunità, quindi, dovrebbe essere assegnata al soggetto in grado di sfruttarla a minori costi e con maggiore profitto. Questa conclusione presuppone naturalmente alcune semplificazioni del quadro di partenza. Si tenga conto che la COD non è altro che un meccanismo per allocare *property rights* tra la società e i soggetti che ne hanno la gestione. Le regole sulla responsabilità e i rimedi presuppongono due funzioni economiche caratterizzanti ogni allocazione di *property rights*: 1) dire quale fra le parti detiene il controllo in ultima istanza su utilità contese; 2) individuare le modalità di divisione degli utili derivanti⁴⁴. Il risultato voluto sarebbe configurare una regola che replichi (almeno nei risultati) l'allocazione raggiunta dalle stesse parti se avessero previsto il caso e avessero contrattato specificamente in anticipo. Raggiungere detto obiettivo implica tenere conto di due istanze contrapposte: i) siccome si ritiene che le società abbiano un

⁴² Cfr. CHEW, (1988), 458 “*under the Guth’s court adaptability test, virtually all opportunities presumptively belong to the corporation*”. La capacità di adattamento a sua volta è in funzione dei relativi costi e delle risorse che la società può impiegare. Non stupisce quindi che, come si vedrà, uno dei “corollari” creati dalla giurisprudenza per contenere l’espansione eccessiva della COD si basi sull’incapacità finanziaria della società.

⁴³ CLARK (1986), 227.

⁴⁴ TALLEY (1998), 280.

vantaggio comparativo rispetto ai fiduciari quanto allo sviluppo del progetto, esistono motivi per incentivare i *managers* a dirigere la maggior parte dei progetti verso la società⁴⁵; ii) d'altra parte però un divieto assoluto può disincentivare l'utilizzo delle risorse da parte di *managers* capaci⁴⁶.

In condizioni ideali, assenza di costi di transazione, monitoraggio e completa informazione, il bilanciamento sopra indicato è semplice: l'opportunità dovrebbe essere allocata al soggetto che può avvalersene a costi minori. Tale allocazione massimizza il ritorno complessivo⁴⁷ delle parti che a loro volta potranno dividere fra loro nel modo desiderato con trasferimenti compensativi. In ogni caso, anche se la decisione non fosse corretta, proprio perché di regola di *default* si tratta, le parti potrebbero comunque negoziare tra loro una soluzione più efficiente. Nella realtà, i costi della contrattazione anticipata riguardo eventualità future sono spesso alti, se non proibitivi. In aggiunta, i fiduciari spesso si trovano in posizione eccezionalmente favorevole per ottenere informazioni sull'esistenza e caratteristiche di nuove opportunità, informazioni che sarebbero estremamente costose (se non impossibili) da ottenere per gli azionisti e da verificare *ex post* davanti a una corte. Gli amministratori e dirigenti (destinatari principali della COD) hanno in comune un ruolo di *gatekeepers* organizzativi nel valutare nuove opportunità d'affari e decidere quali seguire e quali tralasciare. Gli azionisti ovviamente non condividono le stesse conoscenze. L'asimmetria informativa, unita ai problemi di azione collettiva, può frustrare i tentativi di negoziazione diretta, lasciando l'allocazione al contenzioso. In questa situazione, l'esistenza di info

⁴⁵ Ovviamente il presupposto che sia la società a godere del vantaggio competitivo nello sfruttamento del progetto non è sempre valido, come si vedrà in seguito.

⁴⁶ Cfr. EASTERBROOK - FISCHER (1991), 140.

⁴⁷ Sulla massimizzazione del ritorno complessivo (*joint maximization*) cfr. GOETZ - SCOTT (1981).

riservate distorce i tratti di una COD efficiente. In particolare, se gli agenti hanno conoscenze riservate sulle caratteristiche rilevanti di un nuovo progetto, la regola ottimale può essere sovra-inclusiva (impedisce di appropriarsi di opportunità in cui la soc. non ha alcun interesse) o sotto-inclusiva (non impedisce l'appropriazione di opportunità che la società potrebbe sfruttare con maggiore efficienza). Esiste un contrasto latente tra la massimizzazione della ricchezza (beneficio) e fornire ai fiduciari incentivi sufficienti a comunicare le info. Se la notizia *non* è segreta, ci si può concentrare esclusivamente sulle considerazioni di efficienza. Se la notizia è segreta, invece, l'agente può essere incentivato a non trasferire la sua conoscenza e a trarne vantaggio personale.

Le incertezze sopra indicate in merito al giudizio di efficienza nella COD si riflettono nella nozione di *line of business*. Nella giurisprudenza esistono varie versioni della *line of business*, la cui ampiezza varia straordinariamente da un ambito molto limitato a uno notevolmente più esteso. Quindi appare dubbio che l'efficienza da sola sia un criterio in grado di assicurare un sufficiente grado di prevedibilità in questo giudizio.

La giurisprudenza, forse consapevole di queste difficoltà, ha aggiunto ai test di base alcuni elementi accessori il cui peso specifico, ai fini della decisione finale, è vario. I corollari in questione saranno oggetto dei paragrafi seguenti.

III. ELEMENTI ACCESSORI O NECESSARI DEI TESTS. I “COROLLARI” INTEGRANO LA DEFINIZIONE DI CORPORATE OPPORTUNITY?

I tests trattati nella parte precedente non esauriscono le possibili varianti della definizione di *corporate opportunity*. Essi rappresentano dei modelli di base sui quali la giurisprudenza ha operato liberamente aggiunte e sottrazioni nella ricerca di una maggiore aderenza della dottrina alla realtà che di volta in volta si presenta ai giudici. Apparentemente tuttavia la mancanza di un disegno unitario ha favorito la ulteriore frammentazione del quadro di partenza in una serie di test accessori, o “corollari”, utili se presi ciascuno per sé ma spesso contraddittori se messi a confronto. Tutti questi test addizionali pongono un problema di collocazione sistematica rispetto ai tests di base. Il punto, di non facile soluzione, è stabilire se i corollari integrano la definizione di *corporate opportunity* come elementi costitutivi (eventualmente di segno negativo), oppure operano *ex post*, una volta concluso in senso affermativo il giudizio circa il carattere *corporate* dell’opportunità, come circostanze scusanti (c.d. *safe harbors*).

La scelta implica l’adozione di visioni differenti della COD, più o meno espansive a seconda dei fattori prevalenti, oltre a conseguenze di carattere pratico (ad es. per quanto riguarda la ripartizione dell’onere della prova). Inoltre per la stessa natura della giurisprudenza sulla COD è estremamente difficile delineare soluzioni uniformi⁴⁸, anche se alcuni fattori assumono maggiore rilevanza di altri. Particolare attenzione merita l’incapacità a sfruttare l’opportunità nelle sue varie forme: tecnica,

⁴⁸ Ovviamente è sempre possibile abbassare il livello comune in modo da evidenziare alcune affinità di base, ma il processo si rivelerebbe in concreto inutile, dato che porterebbe necessariamente a escludere tutti gli elementi di differenza tra le varie versioni della COD.

finanziaria o legale⁴⁹. Ritenere la società incapace, per varie ragioni, a sviluppare l'opportunità normalmente prelude all'attribuzione al fiduciario della facoltà di avvalersene⁵⁰. Si sostiene che in questo caso la società non riceva alcun danno dalla sottrazione dell'opportunità in quanto in ogni caso non sarebbe stata in grado di utilizzarla a proprio vantaggio; il fiduciario d'altra parte può trovarsi nella posizione ottimale per ricavare il massimo ritorno dal progetto, superiore a quello ottenibile da terzi.

Queste considerazioni tendono a confondere il punto rilevante, ovvero: *chi ha il diritto di sfruttare l'opportunità?* Se appartiene alla società questa potrà tentare di svilupparla oppure rinunciare. Al contrario, se non le appartiene, il fiduciario, o qualunque soggetto terzo, se ne potrà avvalere senza riguardo alla capacità della società. La determinazione dei diritti sull'opportunità dovrebbe quindi precedere le considerazioni di efficienza sopra accennate.

Oppure, se l'allocazione dell'opportunità non è netta (ad es. nel caso in cui entrambi i soggetti vantino pretese legittime), la valutazione della capacità della società aiuta a definire le aspettative delle parti e l'assetto che queste darebbero alla controversia⁵¹. Infatti, se la società non ha la possibilità di avvalersi dell'opportunità (o meglio: non prevede ragionevolmente di avere questa possibilità) non dovrebbe neppure aspettarsi di riceverne i benefici. In caso contrario i ricavi connessi all'opportunità darebbero luogo a una ricaduta inattesa⁵².

⁴⁹ Cfr. SCOTT (2003), 858 ss.

⁵⁰ BRUDNEY - CLARK (1981), 1021.

⁵¹ Secondo una visione contrattualista il *duty of loyalty* è una regola di default che interviene laddove le parti non hanno contrattato espressamente, pertanto il contenuto del dovere è relativamente indifferente una volta stabiliti i costi e le rispettive allocazioni, cfr. EASTERBROOK - FISCHER (1991), 15 ss.

⁵² CHEW (1988), 470.

Questa conclusione si presta ad alcune critiche di fondo. In particolare non è chiaro perché la società, sia pure incapace di sviluppare l'opportunità per proprio conto, non dovrebbe aspettarsi di cederla a terzi dietro corrispettivo. Al riguardo occorre richiamare quanto detto sopra circa la natura della COD: si tratta di un meccanismo di ripartizione delle opportunità profittevoli tra soggetti legati da una relazione fiduciaria⁵³ (nella specie, società di capitali e amministratori). Se tale premessa è sostanzialmente condivisa, l'incertezza diventa massima quando si tenta di individuare *il* criterio di allocazione.

Detto che forse non è corretto parlare di un criterio unico, risulta estremamente efficace richiamare le conclusioni di uno studio di analisi economica dei rimedi contrattuali in presenza di asimmetrie informative⁵⁴. L'Autore tenta di chiarire una contraddizione apparente nella disciplina dell'annullamento dei contratti per errore. In particolare osserva che se una parte è a conoscenza dell'errore dell'altra su una circostanza di fatto determinante, commette una frode la parte che pur conoscendo l'errore altrui non lo rivela. In questo caso si ritiene che la parte in errore possa sciogliersi dal contratto sostenendo che le era dovuta l'informazione (*disclosure*) circa l'errore. La giurisprudenza a volte ritiene che il dovere di *disclosure* esista, altre volte no. Ciò determina un apparente conflitto che può essere spiegato con considerazioni di natura economica. In particolare va approfondita la relazione esistente tra produzione di informazioni rilevanti e dovere di *disclosure*⁵⁵.

⁵³ Proprio l'esistenza di una relazione fiduciaria informa il contenuto dell'allocazione dei *property rights* e altri aspetti connessi come il dovere di comunicazione di informazioni rilevanti, come si vedrà *infra*.

⁵⁴ KRONMAN, (1978).

⁵⁵ La discussione prende spunto da un risalente caso di common law, *Laidlaw v. Organ*, 15 U.S. (2 Wheat.) 178 (1817). Il caso riguarda l'acquisto di una partita di tabacco da parte di

Si tenga presente che l'efficienza allocativa richiede che le informazioni sul mutamento di circostanze rilevanti giungano al mercato il più rapidamente possibile. Tuttavia le informazioni vengono "prodotte" o comunicate da individui che talvolta le ottengono attraverso una attività di ricerca mirata, altre volte ne vengono in possesso casualmente. Nel primo insieme rientrano le informazioni la cui produzione implica costi che non sarebbero stati sostenuti senza l'aspettativa di ottenere effettivamente quella informazione⁵⁶. Il secondo insieme invece comprende quelle informazioni i cui costi di produzione sarebbero stati sostenuti in ogni caso.

La distinzione si riflette sulla struttura degli incentivi alla produzione di informazioni. Se le informazioni sono acquisite deliberatamente ed il loro possessore non è in grado di ricavare i benefici connessi al possesso e all'uso, sarà incentivato a ridurre (o sospendere) la produzione di informazioni. I costi sostenuti, infatti, sono direttamente connessi all'aspettativa circa la scoperta (e l'uso) delle informazioni risultanti. Il disincentivo invece non opera nei confronti di chi abbia acquisito informazioni in modo casuale: gli eventuali costi si sarebbero verificati in ogni caso.

La distinzione tra informazioni casualmente e deliberatamente acquisite è anche una misura dell'elasticità della produzione di informazioni

un commerciante di New Orleans in possesso di notizie riservate circa la fine delle ostilità tra Gran Bretagna e Stati Uniti. Sfruttando le notizie non ancora rese pubbliche, Organ acquistò un ingente quantitativo di tabacco ad un prezzo notevolmente inferiore a quello che avrebbe incorporato l'informazione. Il caso fu portato dinanzi alla Corte Suprema che ritenne, con una opinione del Chief Justice Marshall che Organ non fosse tenuto a comunicare alla controparte tutte le notizie in proprio possesso. La distinzione in base alla fonte delle informazioni era già presente in KEETON, *Fraud, Concealment and non-disclosure*, 15 *Tex. L. Rev.* 1, 25 (1936).

⁵⁶ Kronman (1978), 13 precisa che i costi considerati includono non solo gli oneri di ricerca in senso stretto, ma anche gli investimenti effettuati in prospettiva di attività future come ad es. i costi di istruzione e specializzazione.

rispetto alla variazione dei benefici di cui è titolare il possessore dell'informazione. E' evidente che se si azzerano (o si riducono) i benefici del possessore di informazioni casualmente acquisite il suo livello di attività è anelastico, quindi non dovrebbe subire significative variazioni.

Quanto all'assegnazione dei benefici derivanti dal possesso di determinate informazioni, l'attribuzione di *property rights* sull'informazione è un mezzo efficace per assicurare il risultato. In generale con *property right* si intende l'allocatione di un *entitlement*, ovvero della facoltà di attivare meccanismi di tutela pubblici o privati⁵⁷. Naturalmente, data la diversa natura degli interessi e le diverse caratteristiche delle informazioni rilevanti, i *property rights* possono assumere contenuto vario. Ad esempio, è improbabile che una informazione relativa ad una *corporate opportunity* possa essere efficacemente attribuita tramite un sistema di diritti di proprietà intellettuale simile a quello di brevetti⁵⁸. Le informazioni connesse ad una *corporate opportunity* presentano maggiori affinità con le *market information*, il cui valore (e la stessa possibilità di avvalersene) è necessariamente limitato nel tempo. Un modo alternativo di attribuire *property rights* su un'informazione è consentire alla parte informata di concludere (e azionare in giudizio) contratti che proprio in base all'informazione risultano vantaggiosi senza dover comunicare

⁵⁷ Sui *property rights* in generale cfr. DEMSETZ (1967).

⁵⁸ Sebbene le *corporate opportunities* possano talora riguardare progetti effettivamente coperti da brevetto, la tutela brevettuale in ogni caso interverrebbe in un secondo tempo, *dopo* che l'appropriazione sia consumata. Inoltre il tipo di progetti oggetto della COD presenta maggiori analogie con il *know how*, ovvero le informazioni detenute da una impresa in modo riservato e non divulgabili, pena l'appropriazione, o la distruzione, del loro stesso valore.

l'informazione alla controparte⁵⁹. Data la deperibilità – ovvero la tendenza, una volta diffusa, a essere incorporata nei prezzi con conseguente perdita del valore originario - delle *market information*, cui approssimativamente possono essere assimilate le informazioni relative a *corporate opportunities*, l'unico modo efficace di assegnare *property rights* in questo caso è consentire ai possessori di contrattare senza comunicare l'informazione rilevante.

Tenuto conto dei costi sostenuti dalla parte in possesso di informazioni deliberatamente acquisite è opportuno (oltre che efficiente) consentire a un soggetto in possesso di informazioni di tale genere di concludere validi contratti senza obblighi di comunicazione⁶⁰. Nel caso delle *corporate opportunities* si ripresenta la stessa distinzione relativa alle informazioni rilevanti in caso di errore contrattuale: il fiduciario può avere appreso dell'opportunità a seguito di una ricerca specifica, oppure in modo del tutto casuale. Con alcune distinzioni.

La prima, più importante, riguarda l'esistenza di una relazione fiduciaria tra le parti. Le considerazioni fin qui svolte presuppongono la contrattazione tra soggetti tra cui non esistono obblighi precedenti. La

⁵⁹ Naturalmente l'imposizione di un dovere di *disclosure* sulla parte informata significa che detta parte è tenuta a rivelare i fatti determinanti ai fini dell'accordo; al contrario, l'assenza di detto obbligo consente alla parte di astenersi da ogni comunicazione ma non nel caso in cui venga espressamente richiesta. Inoltre l'esistenza di una relazione di tipo fiduciario tra le parti, come si vedrà, incide sugli obblighi di *disclosure* (il che equivale a dire che determina una diversa allocazione di *property rights*).

⁶⁰ Con riferimento all'annullamento dei contratti per errore, apparentemente la parte informata è nella posizione migliore per prevenire l'errore dell'altra parte, ma nel calcolo dei costi bisogna includere anche gli eventuali costi di ricerca. Detti costi comporterebbero una perdita economica se la parte che li ha sostenuti dovesse poi subire l'annullamento del contratto sulla base dell'errore in cui è incorsa l'altra parte (e che sarebbe stato evitabile con la disclosure). Tenuto conto di detti costi, non è più ovvio che sia la parte informata nella migliore posizione per evitare l'errore ogniqualvolta l'informazione è frutto di ricerca.

sussistenza di una relazione di tipo *principal-agent* introduce ulteriori elementi di cui tenere conto nell'attribuzione dei *property rights*⁶¹.

La seconda attiene alla natura delle informazioni frutto di ricerca o scoperta casuale. In generale può trattarsi tanto di informazioni relative a qualità positive quanto a qualità negative (*good news/bad news*)⁶². Nel caso delle *corporate opportunities* è implicito nella definizione che si tratti di qualità positive, nel senso di opportunità almeno apparentemente vantaggiose: in caso contrario verrebbe meno ogni incentivo per i fiduciari all'appropriazione⁶³.

Tornando quindi alla ripartizione dei diritti sull'opportunità tra società e fiduciari, si ricordano gli effetti limitati dell'allocazione realizzata dalla COD. I terzi mantengono intatta (salvo, ovviamente, l'interferenza di altre discipline, ad es. in materia di concorrenza) la facoltà di cogliere l'opportunità a proprio vantaggio. Pertanto la COD non dovrebbe neppure attribuire alla società la facoltà di cedere a terzi a titolo oneroso diritti di sfruttamento dell'opportunità⁶⁴. Rientra invece sicuramente nelle facoltà

⁶¹ KRONMAN (1978), 18, nt. 49 avverte che l'analisi relativa all'errore contrattuale prescinde dall'esistenza di relazioni fiduciarie tra le parti (tuttavia precisa che nella casistica la presenza di una relazione fiduciaria porta nella maggior parte dei casi all'affermazione di obblighi di *disclosure*). Si vedranno in seguito le caratteristiche comuni di relazioni di questo tipo ai fini di valutarne l'incidenza nel contesto della COD e la compatibilità con l'interpretazione orientata ai costi proposta dalla dottrina in esame.

⁶² VILLA G. (1988), 297 introduce una ulteriore distinzione tra qualità positive e negative, concludendo che debba essere tutelata la parte che ha contrattato in base a informazioni deliberatamente acquisite e, *in aggiunta*, relative alla presenza di qualità positive nel bene scambiato.

⁶³ Non così invece nei casi di *insider trading* dove, sia pure in casi marginali, si verificano operazioni sfruttando informazioni privilegiate di segno negativo per gli emittenti coinvolti.

⁶⁴ Per l'elementare considerazione che impedisce di cedere a un terzo a titolo oneroso quello che il terzo può ottenere comunque a titolo gratuito. Naturalmente in questo ambito "oneroso" e "gratuito" rappresentano delle semplificazioni estreme che prescindono dalla diversa struttura dei costi di sviluppo e sfruttamento dell'opportunità per la società o per un terzo, nondimeno ritengo siano utili a illuminare i fondamenti della dottrina in esame.

della società concedere o meno l'autorizzazione al fiduciario ad avvalersi dell'opportunità.

Quanto all'incapacità della società ad avvalersi dell'opportunità, di per sé non dovrebbe essere sufficiente ad autorizzare il fiduciario a trattenere per sé il progetto. Il fiduciario resta ancora soggetto alle rivendicazioni della società a meno che non ottenga una autorizzazione (preventiva) o ratifica (successiva) del proprio operato. Il criterio dell'incapacità senza dubbio concorre a definire l'allocatione dei diritti sull'opportunità, ma non sembra sufficiente di per sé. In particolare la dottrina che considera l'attribuzione di diritti sull'opportunità alla società incapace di avvalersene come un arricchimento ingiustificato (*windfall*) trascura la presenza di eventuali costi di ricerca del tipo sopra evidenziato. Più in generale inoltre le ricostruzioni tradizionali sull'incapacità come criterio di allocatione sembrano muovere da una prospettiva puntuale, senza considerare che il giudizio di allocatione dell'opportunità è inserito in una relazione fiduciaria di durata.

Prima dell'esame dei profili "relazionali" della COD, si esamineranno brevemente nell'ordine i seguenti elementi accessori dei tests: incapacità finanziaria, incapacità legale, ostacoli di natura imprenditoriale o tecnica, rifiuto del terzo, capacità in cui il fiduciario ha appreso dell'opportunità, uso di risorse della società, .

A. Incapacità finanziaria.

I casi più risalenti ascrivibili alla COD prestano attenzione alle condizioni finanziarie della società che rivendica l'opportunità con particolare riguardo momento in cui il contratto o, genericamente, l'opportunità si presentano.

Uno dei primi casi⁶⁵ - precedente anche a *Guth* - spesso citato a modello riguarda una società costituita nel Delaware, la Acoustic Products Company, operante nella produzione di apparecchi radio ed altro materiale fonografico, la quale nel marzo 1928 era intenzionata ad acquisire alcuni diritti di produzione coperti da brevetto nel medesimo settore. A tal fine Acoustic incaricò il proprio agente, Bell, di intraprendere trattative con una società in amministrazione controllata, la De Forest Radio Company, ed in particolare con la Reynolds and W.R. Reynolds & Co. che avrebbe acquisito il controllo della De Forest in forza di un contratto col quale avrebbe rilevato 600.000 azioni di quest'ultima al prezzo di 50 cents per azione e sarebbe subentrata nell'amministrazione. Le trattative condotte da Bell e dal socio di questi, Biddle, portarono alla formalizzazione di una offerta con cui Biddle e Bell si garantivano, a favore di Acoustic, l'opzione di acquisto su 200.000 delle 600.000 azioni detenute dalla De Forest. L'offerta era subordinata all'approvazione del consiglio di amministrazione di Acoustic entro il 9 aprile 1928 e prevedeva, inoltre, che quattro dei nove amministratori della De Forest sarebbero stati nominati da Acoustic e che quest'ultima avrebbe potuto stipulare un *management contract* con De Forest per la realizzazione e la vendita dei suoi prodotti.

L'offerta fu sottoposta al consiglio di Acoustic, il quale diede mandato al proprio presidente, Deutsch, di reperire i fondi necessari all'accettazione dell'offerta. In una successiva riunione del consiglio, Deutsch riferì di non essere stato in grado di ottenere i finanziamenti e manifestò l'interesse di altri soggetti ad accettare l'offerta a titolo individuale e a rendersi altresì disponibili a negoziare l'estensione ad Acoustic dei benefici derivanti dall'acquisto delle azioni. Pertanto fu stabilito che Biddle e i suoi soci avrebbero accettato l'offerta nell'interesse

⁶⁵ *Irving Trust Co. v Deutsch*, 73 F.2d 121, 2d Cir. 1934.

di Acoustic e qualora, al momento del pagamento, questa non fosse stata in grado di fare fronte all'obbligazione, gli amministratori stessi avrebbero acquistato in nome proprio le azioni. Cosa che puntualmente accadde. Pertanto le azioni furono trasferite da Reynolds ai soggetti già individuati, tre dei quali (Biddle, Deutsch e Hammond) erano amministratori di Acoustic ed un quarto, Bell, era agente di quest'ultima nelle trattative contrattuali. Gli acquirenti inoltre vendettero le loro azioni sul mercato con ingenti guadagni. Acoustic intraprese quindi una azione lamentando la violazione dei doveri fiduciari e in particolare del divieto per gli amministratori di ricavare profitti personali da operazioni in conflitto con gli interessi della società, anche ove impieghi capitali propri nell'operazione.

Nelle proprie difese i fiduciari non contestarono il principio ma l'applicazione al caso di specie, considerato che l'acquisizione era al di là delle possibilità finanziarie di Acoustic: in altre parole, non sussisterebbe alcuna violazione di doveri fiduciari nell'acquisizione a titolo personale di un pacchetto azionario che la società non è in grado di acquistare⁶⁶. Inoltre, secondo gli amministratori, lo scopo della loro azione era da ritenersi anche nell'interesse di Acoustic, visto che le avrebbe consentito di avere accesso ai brevetti detenuti da De Forest.

Tuttavia la Corte osserva che gli amministratori convenuti nel caso di specie avevano agito in modo da far assumere ad Acoustic l'obbligo di versare a Reynolds quanto stabilito, così esponendo la società al rischio di non poter fare fronte all'obbligazione e senza, d'altra parte, obbligarsi

⁶⁶ Il che equivale a sostenere che l'acquisizione di quel pacchetto azionario in quelle determinate circostanze (mancanza mezzi finanziari della società) non costituiva una *corporate opportunity*.

contestualmente all'accollo del pagamento nel caso di difficoltà della società⁶⁷.

I giudici si mostrano quindi non persuasi che l'incapacità finanziaria della società operi come una valida esimente per gli amministratori essenzialmente perché se si consentisse agli amministratori di giustificare la loro condotta con tale argomento, si creerebbe un incentivo a non compiere ogni ragionevole sforzo per procurare alla società i mezzi necessari⁶⁸. Nel caso di specie numerosi elementi rendevano quanto meno dubbio che gli amministratori avessero intrapreso ogni iniziativa utile a reperire fondi per far rispettare alla società gli impegni assunti. La Corte conclude pertanto per l'adozione di una *rigid rule*: se gli amministratori non sono sicuri che la società possa sopportare le spese necessarie, non si richiede che la coinvolgano nell'operazione, tuttavia, una volta intrapresa, dovranno evitare di sostituirsi alla società in qualunque momento del processo al fine di distrarre possibili benefici per scopi personali.

Simili considerazioni valgono anche per la posizione di Bell, agente di Acoustic nelle trattative. La corte enuncia il principio per cui un soggetto che consapevolmente si accorda con un amministratore per il compimento di una operazione in cui questi si trova in conflitto di interesse diviene solidalmente responsabile verso la società. La difesa di questi, secondo cui il rapporto fiduciario con la società si sarebbe concluso al momento della

⁶⁷ Ciò lascia intendere, implicitamente, che ove gli amministratori avessero prestato un sorta di garanzia impropria come coobbligati della società ed avessero rimesso tutte le utilità derivanti dal contratto a quest'ultima la loro azione sarebbe stata legittima. La pronuncia prende a precedente il caso *Wing v. Dillingham*, 239 F- 54 (C.C.A 5) in cui un amministratore aveva effettuato dei pagamenti in luogo della società concedendo però una opzione per la restituzione ed il subentro nel contratto concluso in nome proprio.

⁶⁸ Dall'esposizione dei fatti risulta, tra l'altro, che Deutsch doveva ad Acoustic una somma pari a 125.000 \$ e tuttavia non risulta alcuna iniziativa degli amministratori per realizzare detto credito.

formalizzazione dell'offerta, è respinta tenuto conto che al momento degli accordi tra Bell e Deutsch l'offerta era ancora aperta all'accettazione della società. E' interessante notare la motivazione con cui la Corte ha ritenuto non responsabile un dipendente della società, Stein, che pure aveva partecipato al sindacato di acquisto delle azioni. Stein subentrò nel patto successivamente alla conclusione al posto di un soggetto che ne era uscito e non risulta che fosse stato informato dagli amministratori che la società non aveva rinunciato espressamente ad acquistare in proprio le azioni. Pertanto la sua condotta non era censurabile in quanto mancava la prova che si fosse consapevolmente associato agli amministratori nel compimento di operazioni in conflitto⁶⁹.

Nessuna responsabilità, infine, è stata riconosciuta in capo alla cedente Reynolds in quanto si era limitata ad alienare ad altri soggetti le azioni successivamente all'inadempimento di Acoustic senza peraltro aver pregiudicato alcun diritto di quest'ultima e senza che le si potesse richiedere una indagine approfondita degli affari interni della propria controparte.

Il caso esposto serve da punto di partenza per osservare l'evoluzione di alcune questioni di fondo circa il *financial inability test*:

(i) quale sarebbe stata la conclusione se non fossero esistiti dubbi circa l'assoluta mancanza dei fondi necessari per dare esecuzione al contratto?

(ii) In secondo luogo, occorre valutare la natura ed il grado dell'incapacità finanziaria. Si danno situazioni in cui una società sia

⁶⁹ E' evidente quindi che l'appropriazione di *corporate opportunity* deve essere frutto di una condotta volontaria, tesa a trarre vantaggio dalle operazioni pur sapendo che esse spettano alla società. Altra questione, come si vedrà, è se e in che misura valga a scusare il fiduciario la convinzione in buona fede che il progetto non costituisca una *corporate opportunity*.

realmente nell'impossibilità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di una opportunità favorevole? Oppure, qual è il grado di incapacità finanziaria rilevante nella COD?⁷⁰

Anzitutto è preliminare determinare se l'incapacità finanziaria rileva o meno nel giudizio circa l'allocazione dell'opportunità. La decisione in *Irving trust* non tiene conto di tale fattore perché preferisce evitare ogni rischio di incentivi perversi in capo agli amministratori. Un analogo orientamento si riscontra nel Regno Unito con la di poco successiva *Regal (Hastings), Ltd. V.Gulliver*⁷¹. In questa decisione la corte precisa:

“It matters not that he could not have acquired the property for the company itself, the profit which he makes is the company's, even though the property by means of which he made it was not and could not have been acquired on his behalf”,⁷².

La House of Lords in *Regal* adotta lo standard risalente a *Keech v. Sandford*⁷³, ovvero una visione fortemente legata alla relazione *trustee – beneficiary* in cui considerazioni relative alla capacità finanziaria del beneficiario non possono avere ingresso. La teoria dei rapporti fiduciari in

⁷⁰ Ulteriore punto rilevante è la distribuzione dell'onere probatorio: una volta accertata l'incapacità, la società dovrà documentare l'inerzia dell'amministratore e quest'ultimo dovrà a sua volta provare di aver compiuto diligentemente tutte le iniziative ragionevolmente esperibili per dotare la società dei mezzi necessari.

⁷¹ 1 All. E.R. 378 (House of Lords) 1942.

⁷² *Regal (Hastings), Ltd. V. Gulliver*, 159. La pronuncia adotta un approccio categorico anche con riferimento ai rimedi: “The rule of equity which insists on those who by use of a fiduciary position make a profit, being liable to account for that profit, in no way depends on fraud, or absence of bona fides (...) The profiteer, however honest and well intentioned, cannot escape the risk of being called upon account”.

⁷³ Sel Cas. Ch 61 (1726).

origine applicata ai trust familiari viene per così dire “trapiantata” nella materia commerciale con finalità preventive di comportamenti rischiosi per la società/*beneficiary*. L’orientamento tradizionale delle corti britanniche non tiene conto delle circostanze concrete in cui avviene l’appropriazione perché la responsabilità del fiduciario discende dal proprio *status* (o posizione), senza ulteriori elementi⁷⁴.

Negli U.S.A. decisioni più recenti considerano rilevante il fattore incapacità finanziaria e tengono conto delle risorse disponibili in rapporto all’impegno finanziario richiesto dallo sviluppo dell’opportunità. Oppure, più semplicemente, i giudici valutano l’insolvenza della società, tenuto conto che una società insolvente non è in grado di sfruttare l’opportunità⁷⁵. Il concetto di insolvenza in questo contesto può essere meglio definito. Nel caso *Ellzey v. Fyr-Pouf, Inc*⁷⁶ viene contestata l’attività di un fiduciario in concorrenza con la società. La Corte Suprema del Mississippi, affermata la rilevanza della capacità finanziaria della società ai fini del giudizio, distingue tra diverse specie di insolvenza: (i) insolvenza risultante dal bilancio, (ii) insolvenza temporanea per perdita del capitale, (iii) incapacità di ottenere credito per mancanza di liquidità⁷⁷. La Corte ritiene che l’insolvenza del primo tipo, in quanto tendenzialmente irreversibile, sia l’unica adatta a fondare una eccezione di incapacità nella COD. Ma soprattutto la pronuncia affronta un altro punto: l’incapacità finanziaria

⁷⁴ Lowry J. – Edmunds R. (1998), 521.

⁷⁵ Tra i casi che adottano questo orientamento cfr. *CST, Inc. V. Mark*, 520 A.2d 469 (Pa. 1987); *Nicholson v. Evans*, 642 P.2d 727 (Utah, 1982).

⁷⁶ 376 So. 2d 1328 (Miss. 1979)

⁷⁷ cfr. *Yiannatsis v. Stephanis*, 653 A.2d 275, 278 (Del. 1995) ritiene che la semplice *technical insolvency* come l’incapacità di adempiere alle obbligazioni con mezzi ordinari o di ottenere ulteriore credito non sia sufficiente a integrare l’incapacità finanziaria ai fini della COD.

entra a far parte della definizione di *corporate opportunity*, oppure rileva in un momento successivo?

Il caso *Guth* – che come si è visto tocca tutti gli aspetti più rilevanti della COD – su questo aspetto adotta una formula relativamente aperta che lascia spazio a interpretazioni diverse. La decisione, infatti, tra i cosiddetti “corollari” richiede che la società disponga delle risorse finanziarie per sviluppare l’opportunità⁷⁸. Tuttavia la pronuncia non chiarisce se la disponibilità o la mancanza di risorse determinano l’appartenenza dell’opportunità alla società⁷⁹. Alcune pronunce hanno pertanto ritenuto che la capacità finanziaria di sfruttare l’opportunità sia una “condizione essenziale” per l’allocazione alla società con conseguenze rilevanti: se si segue questa impostazione spetta alla società che contesti la sottrazione di una opportunità che le appartiene dimostrare che la società *non* è a) insolvente (nel senso di insolvenza di bilancio) nel momento in cui le si è presentata l’opportunità, b) finanziariamente incapace come risultato del mancato pagamento di un debito o violazione di doveri fiduciari da parte di uno o più amministratori⁸⁰.

Anche il caso *Miller* tiene conto della capacità finanziaria nel giudizio sull’appropriazione dell’opportunità. La corte impone alla società che contesta l’appropriazione l’onere di provare la propria capacità finanziaria rispetto all’opportunità, in quanto “*the question is one of fact*

⁷⁸ *Guth*, 5 A.2d 513.

⁷⁹ Ovvero, non è chiaro su quale soggetto incombe l’onere di provare la presenza o l’assenza dei mezzi finanziari; come si vedrà l’effetto pratico dell’inclusione o meno dell’elemento nella definizione è una diversa ripartizione dell’onere probatorio.

⁸⁰ *Ellzey v. Fyr-Pouf, Inc*, 376 So. 2d 1328, 1335 (Miss. 1979); *Klinicki v. Lundgren*, 695 P. 2d 906, 914 (Or. 1985).

with the burden of proof resting upon the party attacking the acquisition".

In mancanza della prova l'opportunità sarà *noncorporate*⁸¹.

Altre decisioni, al contrario, hanno espressamente negato rilevanza a valutazioni della capacità finanziaria della società. L'argomento generalmente addotto è che simili considerazioni assegnerebbero un vantaggio ingiustificato agli amministratori che effettivamente hanno il controllo della situazione finanziaria della società interessata, oltre all'effetto di incentivo perverso che si verificherebbe. Gli amministratori esecutivi infatti, ove fossero personalmente interessati a un progetto presentato alla società, non avrebbero alcun incentivo ad agire nel modo migliore per reperire le risorse necessarie e risolvere le difficoltà finanziarie delle società⁸².

Tra le due posizioni estreme (assoluta rilevanza, oppure irrilevanza, della capacità finanziaria della società) si collocano soluzioni intermedie che inseriscono la valutazione della situazione finanziaria della società in una procedura o in un giudizio più ampio cui concorrono altri fattori. Il caso *Klinicki v. Lundgren* rifiuta tanto l'orientamento *Miller* quanto quello in *Irving Trust*. In questo caso l'incapacità finanziaria è parte del giudizio *successivo ed eventuale* che può instaurarsi una volta avvenuta l'appropriazione. Si richiede anzitutto che l'amministratore che voglia sfruttare personalmente una determinata opportunità comunichi la propria intenzione, insieme a tutti i fatti rilevanti relativi all'opportunità, all'organo decisionale (*board of directors*). L'appropriazione può essere autorizzata

⁸¹ *Miller v. Miller*, 22 N.W.2d 71, 81 (Minn. 1974); il caso è noto soprattutto per l'orientamento *two-step* alla COD che lo caratterizza. Conf. *A.C. Petters Co. v. St. Cloud Enter., Inc.*, 222 N.W.2d 83, 86-87 (Minn. 1974).

⁸² Conf. *Northeast harbor golf club, Inc. v. Harris*, 661 A.2d 1146, 1149 (Me. 1995). Il tema degli incentivi perversi e dei rischi che comportano naturalmente può essere esteso a tutte le difese ammesse nella COD che si fondino su fattori in tutto o in parte sotto il controllo dei *managers*.

con il rigetto dell'opportunità da parte degli amministratori disinteressati o, in mancanza, degli azionisti disinteressati⁸³. L'incapacità finanziaria è uno degli elementi che possono motivare il rigetto, insieme ai limiti legali allo sviluppo dell'opportunità o il rifiuto di una parte terza a contrattare con la società. In questo modello, di tipo procedurale, la comunicazione (offerta formale/*disclosure*) alla società è l'elemento centrale: a seconda che la comunicazione sia stata effettuata o meno, in forma completa o parziale, si determina uno spostamento dell'onere della prova tra società e fiduciario. Semplificando: se la *disclosure* è completa e non è seguita dal rigetto, l'amministratore può contestare la validità della decisione sostenendo che non è *fair* verso la società. Nel caso opposto, l'amministratore che non abbia ottenuto il preventivo assenso degli organi preposti (e disinteressati), se vuole andare esente da responsabilità dovrà dimostrare che l'appropriazione dell'opportunità è *fair* nei confronti della società. In entrambi i casi il giudizio sulla *fairness* (correttezza sostanziale) dell'appropriazione o del rigetto può riguardare anche la capacità finanziaria della società, ma in modo sostanzialmente diverso. Se il giudizio segue la *disclosure* alla società, l'incapacità diventa un parametro di valutazione del rigetto e della ragionevolezza della decisione. Solo nel caso opposto, dell'amministratore cui venga contestata l'appropriazione di una opportunità non preceduta da adeguata *disclosure*, l'incapacità rileva ai fini della definizione di *corporate opportunity*. Anche in quest'ultimo caso, però, incombe sul fiduciario che si sia appropriato di una opportunità dimostrare che la società non sarebbe comunque stata in grado di avvalersene. Questa ripartizione dell'onere probatorio fa concludere che nell'orientamento citato l'incapacità

⁸³ Il modello procedurale seguito nella decisione è tratto dalla *Tentative draft n. 3* (1984) degli *ALI Principles of corporate governance*; come si vedrà il modello non si discosta in modo significativo dalla versione definitiva dei *Principles* del 1994.

finanziaria vale come difesa ma non è elemento (negativo) necessario della definizione⁸⁴.

Nella giurisprudenza più recente un altro caso, su cui si tornerà anche in seguito, ha sollevato un vasto dibattito sullo stato della COD negli Stati Uniti (giurisdizione del Delaware) alla fine del XX secolo. Il caso è stato deciso in primo grado dalla Court of Chancery del Delaware⁸⁵ e successivamente dalla Corte Suprema⁸⁶, con esiti opposti. I fatti si erano svolti come segue.

Robert Broz era il presidente e unico azionista di RFBC, una società costituita nel Delaware attiva nel settore della telefonia cellulare. Al tempo stesso Broz era anche amministratore non esecutivo di CIS, altra società anch'essa operante nella telefonia cellulare e in concorrenza con RFBC. Da notare che al momento della nomina in CIS Broz era già attivo nel settore tramite RFBC e la circostanza era nota⁸⁷.

All'inizio del 1994, Broz riceve da un broker (Rhodes) l'informazione riguardante la vendita di una licenza di telefonia mobile, detta Michigan-2, simile e contigua alla licenza Michigan-4 già detenuta e operata da RFBC. Il mediatore non aveva considerato CIS stessa come possibile acquirente della licenza a causa delle recenti difficoltà finanziarie

⁸⁴ Cfr. anche *Lussier v. Mau-Van Dev., Inc.*, 667 P.2d 804, 813 (Hawaii App. 1983) con un orientamento parzialmente diverso, per cui non si ha un *corporate opportunity* se a) la società non dispone dei mezzi finanziari per sfruttare l'opportunità e b) prima dell'appropriazione l'amministratore ha provveduto a una completa *disclosure* dell'opportunità seguita dal consenso di organi disinteressati.

⁸⁵ *Cellular Information Systems, Inc. v. Broz.*, 663 A.2d 1180 (Del. Ch. 1995), su cui cfr. ampiamente Epstein (1996).

⁸⁶ *Broz v. Cellular information systems, Inc.*, 673 A.2d 148 (Del. 1996).

⁸⁷ Al momento dei fatti contestati la maggior parte del tempo e delle attività di Broz erano dedicate alla gestione di RFBC

di questa società⁸⁸. Broz rilevò la licenza Michigan-2 senza una preventiva offerta formale a CIS. Tuttavia, prima dell'acquisizione Broz menzionò in via informale l'opportunità al CEO e ad un altro membro del *board* di CIS, ricevendo da entrambi assicurazioni in merito alla carenza di interesse da parte di CIS. Nello stesso periodo gli azionisti, nonché amministratori, di CIS entrano in negoziati per la cessione della società a PriCellular, altro operatore nel mercato telefonico. Nel momento in cui aveva informalmente comunicato ad alcuni membri del *board* di CIS l'intenzione di acquistare la licenza Michigan-2 tramite RFBC, Broz era al corrente delle trattative in corso con PriCellular, poi formalizzate in una offerta che si concluse immediatamente dopo l'acquisto della licenza da parte di RFBC⁸⁹. Tuttavia Broz aveva ricevuto assicurazioni dai *managers* di CIS in merito alla loro mancanza di interesse nell'acquisto della licenza Michigan-2⁹⁰. Nello stesso tempo PriCellular aveva concluso un accordo di opzione con l'allora titolare della licenza contesa in base al quale questi sarebbe stato libero di cedere la licenza a qualunque acquirente presentasse una offerta superiore di almeno 500.000 \$ rispetto al prezzo base. Cosa che Broz, come detto, fece. Pochi giorni dopo l'acquisto della licenza da parte di Broz, PriCellular, che fino a quel momento non deteneva azioni di CIS, ne rilevò il controllo. I nuovi amministratori di CIS, nominati da Pricellular, iniziarono quindi una azione contro Broz per violazione dei doveri fiduciari e sottrazione dell'opportunità di acquisto della licenza.

⁸⁸ CIS infatti era appena emersa da una lunga procedura per insolvenza (*Chapter 11*) conclusa con un piano di ristrutturazione del debito che sostanzialmente impediva alla società di effettuare nuove acquisizioni senza il consenso dei propri creditori.

⁸⁹ L'offerta finale di Broz per l'acquisto della licenza fu accettata il 14 novembre 1994; pochi giorni dopo, il 23 novembre, si concluse l'offerta di Pricellular su CIS.

⁹⁰ Data anche la difficile situazione finanziaria, nella prima metà del 1994 CIS stava disinvestendo e intendeva cedere alcune delle licenze detenute fino a quel momento.

In prima istanza la Court of Chancery ha ritenuto che Broz non si fosse comportato correttamente acquistando la licenza senza una preventiva offerta formale al *board* di CIS e senza averne ottenuto il consenso. La Corte Suprema riforma la pronuncia di primo grado, non prima però di avere esposto in modo sistematico lo stato della COD al momento della decisione. In particolare la Corte prende a precedente le conclusioni della giurisprudenza risalente al caso *Guth* e precisa che un amministratore non può sfruttare a proprio vantaggio una *business opportunity* se: 1) la società dispone delle risorse finanziarie per utilizzare l'opportunità, 2) l'opportunità ricade nella *line of business* della società, 3) la società vanta un interesse o una aspettativa qualificata sull'opportunità, infine, 4) sfruttando l'opportunità per sé l'amministratore si pone in una posizione in contrasto con i suoi doveri verso la società.

A queste valutazioni di base se ne aggiungono altre di secondo livello, c.d. *Guth corollary*. Queste, al contrario delle precedenti, autorizzano l'appropriazione dell'opportunità. Si ritiene infatti che un amministratore possa trattenere per sé una opportunità se: 1) questa gli viene offerta a titolo personale e non in virtù dell'incarico, 2) l'opportunità non è essenziale per la società, 3) la società non vanta interesse o aspettativa verso l'opportunità, 4) l'amministratore non ha utilizzato illecitamente risorse della società per ottenere o sviluppare l'opportunità⁹¹.

Per quanto riguarda il particolare profilo in esame, la Corte Suprema ritiene che CIS non fosse in grado di procedere a nuove acquisizioni, a causa delle recenti difficoltà finanziarie e degli accordi con i creditori che limitavano fortemente la discrezionalità della società nelle nuove iniziative e nel ricorso al credito. La Court of Chancery aveva invece dato valore

⁹¹ *Guth*, 5 A.2d 509.

determinante all'acquisto da parte di PriCellular di una opzione per rilevare l'esposizione bancaria di CIS. Se avesse esercitato l'opzione PriCellular avrebbe potuto al tempo stesso eliminare gli ostacoli di natura finanziaria all'acquisto della licenza da parte di CIS. Tuttavia, la pronuncia di primo grado trascura il fatto che la stessa situazione finanziaria di PriCellular non era florida⁹². Ma, soprattutto, il fatto che PriCellular disponesse di risorse finanziarie è irrilevante: nel momento in cui Broz decise di acquistare per sé la licenza Michigan-2, i progetti di PriCellular per acquisire CIS non si erano ancora concretizzati. In questo modo la Corte introduce un parametro temporale nella definizione di capacità finanziaria: la capacità (o l'incapacità) finanziaria sono necessariamente oggetto di una valutazione *a posteriori*, tuttavia deve essere valutata rispetto al momento in cui l'opportunità si presenta alla società. Tenere conto di risorse finanziarie ipotetiche e sopravvenute comporterebbe un tasso di aleatorietà della COD eccessivo, con risultati paragonabili alla versione più estensiva del *line of business test*, dove il riferimento è alla generica "adattabilità" della struttura societaria all'opportunità futura.

Nel caso in esame però l'incapacità finanziaria, sebbene presa in considerazione, non è determinante. Nella motivazione è dato risalto all'assenza di conflitto tra i doveri fiduciari e l'interesse personale dell'amministratore: in questo caso l'interesse di Broz nella licenza non crea obbligazioni in contrasto con i suoi doveri verso CIS. Il contrasto di interessi si verifica con una entità terza, PriCellular, che aveva intenzione di acquisire la stessa licenza. Broz tuttavia non era obbligato a non entrare in concorrenza con PriCellular.

⁹² Il ritardo nel finalizzare l'offerta su CIS era infatti dovuto anche alla difficoltà di PriCellular nel reperire i mezzi necessari.

Quanto alla *line of business* invece, è evidente che l'acquisto di una licenza di telefonia cellulare rientrava tra le attività di CIS. Tuttavia è altrettanto evidente che in concreto non sussisteva alcun interesse per l'acquisto di quella determinata licenza, almeno fino al cambio di controllo di CIS, avvenuto però dopo che Broz aveva già perfezionato il proprio acquisto.

In generale, anche se la decisione è condivisibile, il quadro teorico non è molto preciso: gli argomenti esposti hanno contenuto e rilevanza diversa: il ruolo in cui Broz ha appreso dell'opportunità, ad esempio, è trattato in modo marginale e non è determinante⁹³. Ulteriore imprecisione deriva dal fatto che la corte valuta i fattori tutti insieme e non singolarmente. I fatti, ancor prima dei principi, sono determinanti e data l'incertezza, ottenere una esenzione preventiva (*safe harbor*) acquista valore considerevole⁹⁴.

Nello schema degli *ALI Principles* non è prevista la mancata offerta preventiva di una opportunità alla società sulla base della sua presunta incapacità finanziaria. Tuttavia la questione può assumere rilievo ai sensi della sec. 5.05(a)(3) ai fini della validità del rigetto dell'opportunità. Il commento alla sec. 5.05(a) menziona, tra i altri fattori che motivano un valido rigetto, anche l'incapacità finanziaria⁹⁵. Pertanto è evidente che

⁹³ La lista dei fattori sembra arbitraria, BAINBRIDGE (2002), 326, ne individua alcuni potenzialmente altrettanto rilevanti: 1) ci furono altri negoziati in precedenza riguardo all'opportunità? 2) l'amministratore ha tenuto nascosta l'opportunità alla società? 3) l'amministratore ha usato fondi o altre risorse della società per sfruttare l'opportunità? 4) lo sfruttamento dell'opportunità implica concorrenza con la società? 5) l'opportunità avrebbe soddisfatto un bisogno essenziale della società? 6) la società dispone delle risorse tecniche necessarie? 7) l'amministratore è un insider?

⁹⁴ "No one factor is dispositive and all facts must be taken into account insofar as they are applicable", Del. Supr., 673 A2d 155 (1996).

⁹⁵ ALI Principles of corporate governance (1994), 288.

nell'interpretazione dell'*ALI* l'eventuale incapacità finanziaria non entra a fare parte della definizione di *corporate opportunity*, ma rileva come motivazione del rigetto e presuppone quindi l'avvenuta *disclosure* alla società.

In ogni caso le corti dovrebbero tenere presente il conflitto di interessi sottostante e giudicare con severità l'incapacità finanziaria. In pratica l'esenzione dalla COD dovrebbe coincidere con l'assoluta incapacità e non una crisi temporanea⁹⁶. Nemmeno l'insolvenza potrebbe essere sufficiente, a meno che non si tratti di una condizione oggettiva e irreversibile, in modo da non affidare la decisione ad amministratori interessati anziché a soggetti non portatori di interessi diretti (amministratori o azionisti non interessati oppure giudici)..

B. Incapacità legale.

In alcuni casi limitazioni all'attività della società, di fonte legale o convenzionale, possono impedire di cogliere l'opportunità. Un'attività può essere in contrasto con l'oggetto sociale indicato nell'atto costitutivo. Tuttavia limiti di questo tipo non sono molto frequenti, tenuto conto dell'ampiezza di termini con cui normalmente viene redatto l'oggetto sociale. Inoltre sono sempre possibili modifiche statutarie se concorre la volontà degli azionisti.

Un secondo tipo di limite sorge quando l'opportunità cade al di fuori dell'insieme di attività consentite a un determinato tipo di società in base alle leggi che ne regolano la costituzione e l'esercizio. Al riguardo si possono citare ad esempio le disposizioni che regolano l'esercizio delle

⁹⁶ cfr. BROWN (1986), 264.

attività bancarie, finanziarie e assicurative. Nonostante le limitazioni di fonte legale, alcune decisioni hanno rigettato gli argomenti basati sull'incapacità ad esse correlata, richiedendo che la società riceva comunque una completa *disclosure* e si trovi così nella condizione di rinunciare all'opportunità anche se incapace di avvalersene. Il caso *Demoulas* è un esempio di questo orientamento⁹⁷.

Il caso riguarda una società, Demoulas Super Markets Inc. (DMS) fondata da due fratelli, George e Telemachus, proprietaria nel 1970 di una catena di quattordici supermercati. Alla morte di George nel 1972, Telemachus assunse il controllo della società. Negli anni successivi fondò alcune nuove società con i membri della propria famiglia e acquistò per loro tramite alcuni nuovi supermercati. Gli altri familiari soci di DMS contestarono a Telemachus l'apertura dei nuovi esercizi attraverso le società neo costituite anziché per mezzo della società originaria. A propria difesa Telemachus sostenne l'impossibilità per DMS di acquisire direttamente nuovi esercizi in quanto ciò contrastava con le norme in vigore nel New Hampshire sul numero massimo di licenze per vendita di alcolici assegnabili a ciascuna catena di esercizi. La Corte non accoglie questa difesa e ribadisce invece la necessità di una completa *disclosure*:

“Instead, to ensure fairness to the corporation, opportunities must be presented to the corporation without regard to possible impediments, and material facts must be fully disclosed, so that the corporation may consider whether and how to address these obstacles”⁹⁸.

⁹⁷ *Demoulas v. Demoulas Super Markets, Inc.*, 677 N.E.2d 159 (Mass. 1997)

⁹⁸ *Demoulas* (1997), 181. E' evidente che gli ostacoli di natura legale all'apertura di nuovi esercizi avrebbero potuto essere superati anche dal gruppo soci originari attraverso la costituzione di nuove società, solo che fossero stati informati dell'iniziativa e avessero avuto modo di valutarla.

C. Ostacoli di natura imprenditoriale o tecnica, rifiuto del terzo.

Considerazioni del tutto analoghe valgono anche per un'altra categoria di casi, in cui il fiduciario accusato di sottrazione di opportunità si difende sostenendo l'impossibilità tecnica per la società di avvalersene. Così ad esempio in *General Automotive Manufacturing Co. v. Singer*⁹⁹. Singer era un dirigente di una piccola società di gestione di distributori automatici. Il contratto prevedeva che Singer si dedicasse esclusivamente alla propria attività per cinque giornate e mezza alla settimana. Quando i clienti lo contattavano con richieste di lavori che Singer non riteneva la propria società fosse in grado di effettuare nei tempi previsti, li indirizzava ad altre società, trattenendo per sé una provvigione per il servizio di intermediazione¹⁰⁰. La corte, in applicazione dei principi di *agency law* analoghi alla COD ritenne che Singer avrebbe dovuto comportarsi secondo buona fede e comunicare alla società presso cui prestava la propria opera tutti i fatti rilevanti.

Si può supporre che Singer effettivamente ritenesse *General Automotive* non in grado di assumere gli incarichi e forse anche che temesse un danno alla propria reputazione professionale a causa dell'inadempimento della società. Anche in questa ipotesi, dato il conflitto di interesse che lo riguardava, Singer non avrebbe dovuto decidere autonomamente. In altre parole, che danno avrebbe causato la comunicazione dei fatti alla società? In generale, il *principal* potrebbe sempre chiedere all'*agent* perché non è stato informato.

⁹⁹ 120 N.W.2d 659, Wis.1963.

¹⁰⁰ Secondo la ricostruzione dei fatti riportata dalla sentenza, attraverso questa attività collaterale Singer realizzò guadagni personali accertati pari a 64.088 \$.

Gli ostacoli di cui si tratta possono essere interni o esterni alla società. I primi riguardano condizioni come l'incapacità del *management* di integrare l'opportunità nelle attività esistenti, oppure limiti connessi al personale o alla distribuzione del prodotto. Questo genere di impedimenti non è di norma insormontabile, ma può comportare costi aggiuntivi che rendono non vantaggioso lo sfruttamento dell'opportunità. Quindi, anche se la società dispone delle risorse finanziarie per sviluppare il progetto, mancano gli incentivi economici all'iniziativa.

Altri ostacoli si collocano all'esterno dell'organizzazione societaria: si tratta di condizioni del mercato di riferimento o di uno specifico settore industriale che possono formare barriere tra la società e l'opportunità. Insieme ai limiti interni, queste sono le circostanze che più di frequente determinano la decisione della società in merito ai progetti futuri. Il giudizio sull'appartenenza dell'opportunità alla società dovrebbe quindi essere riferito alle condizioni concrete della società e del mercato¹⁰¹. In altre parole, il limite generale (riferito a condizioni interne quanto esterne) assunto dalla giurisprudenza che applica il *line of business test* è dato dalla capacità di adattamento della società al progetto. Per maggiore precisione si potrebbe aggiungere: capacità di adattamento *astratta o potenziale*. Se infatti non si tiene conto dei vari fattori impeditivi (o semplici ostacoli) del tipo sopra evidenziato il filtro della *line of business* rischia di trattenere tutte le opportunità e avere scarsa, o nulla, capacità selettiva¹⁰². In prima

¹⁰¹ Come si vedrà nella sezione dedicata all'analisi economica della COD, l'allocazione delle opportunità è un risultato delle funzioni di costo rispettive della società e del fiduciario. L'asimmetria informativa e, soprattutto, la difficoltà nel verificare *ex post* determinate condizioni, alterano notevolmente il modello di base.

¹⁰² I vari fattori che impediscono oppure semplicemente ostacolano (ovvero, rendono più costosa) l'apprensione dell'opportunità da parte della società si collocano in una scala ideale che va dal semplice innalzamento dei costi (non determinante) all'impedimento

approssimazione, il limite alla capacità di adattamento della società è dato dalla convenienza dell'operazione, o meglio, dalla convenienza *relativa* rispetto allo sfruttamento della medesima da parte del fiduciario¹⁰³.

Tra gli ostacoli esterni va annoverato anche il rifiuto di una parte terza che ha la disponibilità dell'opportunità a contrattare con la società. La difesa fondata sul rifiuto del terzo è raramente accolta dalla giurisprudenza, tuttavia in alcuni casi ne è riconosciuta la validità. Di seguito si prendono in esame due casi tra i più commentati in dottrina.

In *Energy Resources Corp., Inc. v. Porter*¹⁰⁴ il rifiuto del terzo non è accolto come difesa valida. Il caso riguarda le contestazioni di Energy Resources (ERCO), società attiva nella ricerca sui processi di combustione, contro il proprio ex vicepresidente e ricercatore capo, James Porter. Nel 1977 Porter si recò a un convegno nel quale avrebbe dovuto presentare le ricerche che stava svolgendo per conto di ERCO. Nel corso del convegno fu avvicinato a due ex colleghi ricercatori presso la facoltà di ingegneria chimica della Howard University, il professor Jackson e il professor Cannon, che gli manifestarono interesse in un progetto congiunto ERCO – Howard University per ottenere finanziamenti pubblici alla ricerca. L'università in questione era una istituzione prevalentemente afroamericana, così come gli stessi Porter, Jackson e Cannon. Al riguardo Jackson precisò a Porter che il Department of Energy (DOE) avrebbe accolto favorevolmente la domanda di finanziamento di una istituzione afroamericana. Nella

oggettivo, superabile o meno. Il rapporto di questi fattori con la definizione di *corporate opportunity* non è però univoco.

¹⁰³ Va precisato che le decisioni per lo più si astengono da una analisi approfondita delle effettive condizioni di sfruttamento dell'opportunità, probabilmente perché comporterebbe un approfondito scrutinio giudiziale di scelte di gestione.

¹⁰⁴ 438 N.E.2d 391 (Mass. App. 1982)

domanda quindi Howard avrebbe avuto un ruolo primario mentre ERCO si sarebbe presentata come subcontraente. All'inizio del 1979 Porter quindi lavorò alla parte tecnica della bozza di domanda. A metà dello stesso anno, Jackson espresse a Porter le proprie riserve in merito alla partecipazione di ERCO al progetto, in quanto temeva che questa volesse sfruttare il favore del DOE per i progetti presentati da istituzioni afroamericane e una volta ottenuti i fondi assumere di fatto il controllo dell'intero progetto. Secondo quanto riferì Porter, Jackson suggerì quindi che Porter fondasse una propria società e che fosse quest'ultima a figurare nella domanda al posto di ERCO. Porter avrebbe dapprima tentato di convincere Jackson a mantenere ERCO nel progetto, in seguito acconsentì a cancellare nella domanda ogni riferimento a ERCO e a sostituirlo con Energy & Environmental Engineering, Inc. (EEE), una nuova società costituita a Porter allo scopo. Nel frattempo Porter continuò alla propria attività presso ERCO senza comunicare nulla riguardo ai cambiamenti del progetto: infatti si limitò semplicemente a informare ERCO che la domanda non sarebbe stata approvata. Alla fine del 1979 il DOE concesse alla Howard University i fondi. Porter quindi rassegnò le dimissioni da ERCO senza preavviso ed EEE fu nominata subcontraente del progetto. ERCO quindi intraprese una azione contro Porter per appropriazione di una *corporate opportunity*.

La difesa di Porter era essenzialmente basata sull'assunto che il progetto di ricerca non fosse più una *corporate opportunity* di ERCO nel momento in cui Jackson e Cannon si erano rifiutati di portare avanti il progetto. Inizialmente accolta in primo grado, la difesa fu rigettata dalla Court of Appeal. Ad avviso della Corte per ritenere il rifiuto di contrattare del terzo una difesa valida, il fiduciario avrebbe dovuto prima informare la società su tutte le circostanze rilevanti e in particolare sulle ragioni del rifiuto. La comunicazione è resa necessaria dalla difficoltà, per non dire impossibilità, per la società di accertare con altri mezzi le circostanze che

hanno determinato il rifiuto. Criticando la decisione di primo grado, la Corte precisa:

“The difficulty with the judge’s reasoning is that the unalterability of Jackson’s resolve can by no means be certain so long as Porter, by keeping Jackson’s position and his reasons for it a secret, never afforded ERCO a chance to test it. (...)

For the reason that the firmness of a refusal to deal cannot be adequately tested by the corporate executive alone , it has not been favored as a defense unless the refusal has first been disclosed to the corporation. Without full disclosure it is too difficult to verify the unwillingness to deal and too easy for the executive to induce the unwillingness”.¹⁰⁵

La conclusione della corte non presenta particolari problemi. Porter, oltre a non comunicare a ERCO il rifiuto di Jackson, ha fornito informazioni false (o quantomeno fuorvianti) agli altri amministratori di ERCO¹⁰⁶. In generale, ammettere come difesa il rifiuto di contrattare del terzo, comporterebbe l’incentivo per i *managers* a sottrarsi molto semplicemente all’applicazione della COD favorendo la scelta di una controparte decisa a porre ostacoli alla realizzazione del progetto¹⁰⁷.

In alcune particolari circostanze però il rifiuto della controparte può valere come valida scusante. Si consideri ad esempio *Peterson Welding Supply Co., v. Cryogas Products Inc.*¹⁰⁸. Il caso riguarda una società

¹⁰⁵ 438 N.E. 2d 394.

¹⁰⁶ Il confine tra silenzio colpevole e falsa informazione è labile: nel caso in esame la Corte elimina queste distinzioni sentenziando “*a fiduciary’s silence is equivalent to a stranger’s lie*” 438 N.E. 2d 396.

¹⁰⁷ Altri casi in cui il rifiuto del terzo è rigettato come difesa includono: *Comedy Cottage, Inc. v. Berk*, 495 N.E.2d 1006 (Ill. App. 1986); *Lindenhurst Drugs, Inc. v. Becker*, 506 N.E.2d 645 (Ill. App. 1987); *Production Finishing Corp. v. Shields*, 405 N.W.2d 171 (Mich. App. 1987).

¹⁰⁸ 467 N.E. 2d 1068 (Ill. App. 1984).

distributrice al dettaglio di gas industriali e attrezzature intenzionata a ottenere un contratto per la distribuzione all'ingrosso dei medesimi prodotti. Tuttavia la controparte rese noto che avrebbe concluso l'accordo di distribuzione solo con un soggetto operante esclusivamente sul mercato all'ingrosso, tenuto conto di uno studio del mercato indicante che la clientela della zona non si sarebbe rivolta a un distributore misto al dettaglio e all'ingrosso. Pertanto, un amministratore di *Peterson* ottenne il contratto di distribuzione per sé tramite costituzione di una nuova società. *Peterson* citò l'ex fiduciario lamentando che questi non avesse intrapreso tutte le iniziative utili per ottenere il contratto. Alla luce delle circostanze di fatto, la corte ritenne che il fiduciario non avesse violato i suoi doveri verso la società. In caso contrario si sarebbero attribuiti alla società diritti su una opportunità che questa non era comunque in grado di ottenere. Il fiduciario, d'altra parte, aveva le qualità per sfruttare in modo efficiente l'occasione vista l'esperienza nel settore. La stessa controparte aveva espresso il proprio apprezzamento per l'esperienza del fiduciario di *Peterson*, quindi se non avesse potuto concludere il contratto con quest'ultimo, sarebbe stata costretta a sopportare i costi per la ricerca di un altro contraente qualificato. Il limite alla libertà contrattuale del terzo inoltre sarebbe risultato eccessivo e non proporzionato. Il tratto distintivo rispetto al caso precedente si coglie riguardo ai tentativi della società e del fiduciario di modificare il convincimento della controparte. Il rifiuto del terzo in questo caso è *indipendente* e non può essere influenzato dal comportamento del fiduciario. La condizione del mercato rendeva infatti non realizzabile l'integrazione in capo alla stessa società di distribuzione all'ingrosso e al dettaglio. Non si tratta quindi, come nel caso *Porter*, di preferenze individuali, ma di circostanze oggettive ed esterne rispetto alle azioni delle società e dei loro fiduciari. Naturalmente in *Porter* si aggiunge l'elemento del colpevole silenzio del fiduciario, ovvero della mancata *disclosure*, ma se le

motivazioni del rifiuto di Jackson fossero state comunicate a ERCO è ragionevole pensare che questa avrebbe potuto tentare di venire incontro alle richieste della controparte e modificare la struttura dell'operazione di conseguenza¹⁰⁹.

Tutte le difese per incapacità sopra esaminate (finanziaria, legale, tecnica, rifiuto di contrattare) nascondono preoccupazioni comuni: da un lato, (i) la ricerca di parametri oggettivi per individuare le incapacità rilevanti, dall'altro (ii) la *disclosure* e l'allocatione del potere di giudicare sulla rilevanza dell'incapacità. A bene vedere le due questioni sono aspetti dello stesso problema. Tanto la pretesa oggettività delle ipotesi rilevanti di incapacità, quanto la richiesta di preventiva *disclosure* del progetto alla società, presuppongono il riconoscimento che il tema dell'incapacità nella COD presenta un conflitto di interessi e rappresentano entrambe tentativi di soluzione del conflitto. L'aperto sospetto con cui dottrina e giurisprudenza guardano alle difese di incapacità dipende dal forte incentivo per i fiduciari a manipolare le circostanze rilevanti, sia omettendone la comunicazione sia presentandole in modo parziale e a loro favorevole. I parametri oggettivi quali l'assoluta insolvenza o l'incapacità tecnica in un certo senso risolvono il conflitto perché la valutazione di queste condizioni è univoca: il risultato non cambia sia che il giudizio sia rimesso al fiduciario o alla società. Ma le circostanze di impossibilità oggettiva sono tutto sommato eccezionali. Negli altri casi si tratta di compier una valutazione anche molto complessa intorno

¹⁰⁹ Non tutte le decisioni applicano la distinzione tra rifiuto motivato da preferenze individuali e rifiuto motivato da cause oggettive ed esterne. In *Production Finishing Corp. v. Shields* il rifiuto del terzo, Ford Motor Company era motivato dalla volontà di non assegnare una posizione di monopolista di fatto a Production Finishing. Si tratta evidentemente di un argomento relativo alle condizioni del mercato, non influenzabile dalle parti: tuttavia il rigetto della difesa probabilmente è motivato dalla mancata *disclosure* del fiduciario alla propria società in merito alle ragioni del rifiuto di Ford.

alla convenienza o meno dell'operazione per la società. Per quanto l'amministratore (o gli amministratori) esecutivo sia spesso il soggetto meglio qualificato a giudicare il merito dell'opportunità, è altrettanto evidente la sua posizione conflittuale con gli interessi della società. La funzione della *disclosure* relativa all'opportunità è di creare le condizioni per una decisione non viziata da conflitti di interesse. Da questo punto di vista la richiesta di una completa comunicazione dei fatti rilevanti costituisce una evoluzione della COD rispetto al primo periodo, all'incirca coincidente con il caso *Guth*. In quella decisione la corte mette in luce i fattori che concorrono a formare la definizione di *corporate opportunity* attraverso lo schema *Guth rule – Guth corollary*¹¹⁰. Si intende che il fiduciario interessato a sfruttare per proprio conto una determinata opportunità avrebbe dovuto applicare i parametri *ivi* indicati e valutare se si trattasse o meno di una *corporate opportunity*¹¹¹. I rischi di questa impostazione sono potenzialmente notevoli per entrambe le parti: il fiduciario rischia che la propria valutazione venga rovesciata in giudizio anche a distanza di tempo e quindi di perdere il risultato delle attività compiute, d'altra parte la società potrebbe venire a conoscenza dell'esistenza dell'opportunità troppo tardi per sviluppare in modo efficiente i propri progetti. Inoltre il fiduciario, nonostante si trovi nella posizione migliore per sfruttare l'opportunità, potrebbe essere frenato dall'eventualità di contestazioni successive, dando luogo a un utilizzo inefficiente delle informazioni acquisite. Gli orientamenti più recenti della giurisprudenza

¹¹⁰ *Guth*, 5 A.2d 509.

¹¹¹ *Broz*, 673 A.2d 157. La Corte in *Broz* precisa: "Although presenting the opportunity to the board creates a kind of 'safe harbor' for the director, which removes the specter of a post judicial determination that the director or officer has improperly usurped a corporate opportunity (...) it is not the law of Delaware that presentation to the board is a necessary prerequisite to a finding that a corporate opportunity *has not* been usurped" *id.*, 673 A.2d 148.

hanno pertanto esteso alle *corporate opportunities* la *disclosure* obbligatoria prevista nelle operazioni in conflitto. L'informativa al consiglio è preliminare alla richiesta di autorizzazione che vale come *safe harbor* (scusante). Se gli amministratori non interessati accordano l'autorizzazione viene meno la contestazione successiva ed eventuale per appropriazione di opportunità *corporate*¹¹².

Il modello giurisprudenziale è stato adottato anche dai *Principles of corporate governance* dell'*American law institute*. I *Principles* al § 5.05(a)(1) prevedono che un dirigente o amministratore esecutivo non possano trarre vantaggio da una opportunità che appartiene alla società, a meno che “*the director or senior executive first offers the corporate opportunity to the corporation and makes disclosure concerning the conflict of interest and the corporate opportunity*”. Le note illustrative allegate ai principi precisano che per le opportunità strettamente connesse ad attività presenti o di prossima attuazione della società, la comunicazione alla società deve essere tempestiva e “*without regard to the senior executive’s own judgment whether the corporation would be capable of or interested in pursuing the opportunity*”¹¹³.

I vantaggi del modello *disclosure* applicato alla COD sono bene evidenziati in dottrina. In primo luogo l'emersione delle opportunità favorisce la competizione aperta e disincentiva comportamenti opportunistici interni alla società. La *disclosure* preventiva sembra appropriata perché rimuove gli incentivi alla sottrazione di informazioni economicamente valutabili. In secondo luogo la *disclosure* potenzialmente promuove la massimizzazione del benessere complessivo, tenuto conto che la società presterà il consenso quando l'esternalizzazione dell'opportunità

¹¹² Cfr. *A Teixeira & Co, Inc. v. Teixeira*, 699 A2d 1383, 1388 (RI, 1997).

¹¹³ ALI Principles (1994), 294.

soddisfa l'interesse di entrambe le parti¹¹⁴. Inoltre, la *disclosure* obbligatoria consente di monitorare in modo efficace l'operato dei fiduciari, sul presupposto, naturalmente, che questi rendano una informativa veritiera e completa¹¹⁵. Se il procedimento per la comunicazione è sufficientemente formalizzato risulta relativamente semplice provare in giudizio l'inadempimento alla procedura prevista¹¹⁶. Dal punto di vista della società destinataria della comunicazione l'effetto è quello di attribuire un diritto di opzione sull'opportunità. Occorre però fare attenzione e non confondere obblighi di comunicazione con allocazione dell'opportunità. La *disclosure* presuppone che il nodo del carattere *corporate* o meno dell'opportunità sia già sciolto¹¹⁷.

Pertanto, il contenuto del dovere di *disclosure* è in funzione della maggiore o minore ampiezza della definizione di *corporate opportunity*. Così, ad esempio, se si assume come parametro il *line of business* test nella versione elaborata nel caso *Guth* la *disclosure* riguarderà un insieme molto ampio di notizie e opportunità.

Peraltro, il modello *disclosure* fa sorgere alcune perplessità. Se le opportunità almeno tendenzialmente attribuite alla società sono numerose, il processo di comunicazione può risultare gravoso per i fiduciari e forse

¹¹⁴ Cfr. BAINBRIDGE (2002), 328.

¹¹⁵ E' appena il caso di osservare che l'omessa o incompleta comunicazione fonda di per sé un inadempimento dell'amministratore che prescinde dall'attribuzione o meno dell'opportunità alla società. Il problema piuttosto è stabilire in quali casi sorge l'obbligo di comunicazione.

¹¹⁶ Tra gli elementi essenziali del processo di *disclosure* rientrano il tempo della comunicazione, i soggetti obbligati, i destinatari, il contenuto della comunicazione

¹¹⁷ Conf. CHEW (1989), 485; BAINBRIDGE (2002), 327.

sproporzionato rispetto agli obiettivi che si propone¹¹⁸. Inoltre è il risultato di una versione della COD tarata esclusivamente sulle esigenze delle società. Non tiene conto delle aspettative legittime dei *managers* a mantenere riservati progetti futuri, da realizzare eventualmente una volta rassegnato l'incarico.

Dall'orientamento evidenziato possono trarsi le seguenti conclusioni a carattere generale sull'incapacità nella COD. Premesso che l'obbligo di comunicazione *presuppone* che sia già riconosciuta la natura *corporate* dell'opportunità, ciò implica che la funzione propria delle difese di incapacità è quella di scusanti, *safe harbors* nella dizione anglosassone. In altre parole i vari fattori determinanti l'incapacità della società *non fanno parte* della definizione di opportunità *corporate*. L'unica eccezione è data dai fattori oggettivi di incapacità, tenuto conto che per loro natura eliminano ogni margine discrezionale di valutazione¹¹⁹. In tutti gli altri casi è necessario lo scrutinio della difesa da parte di un soggetto disinteressato. In mancanza, anche l'argomento più ragionevole rischia di essere offuscato dalla considerazione del conflitto che porta con sé¹²⁰.

¹¹⁸ Bainbridge (2002), 328 ritiene che i costi di un modello basato sull'informativa continua siano più che compensati dai corrispettivi benefici in termini di efficiente amministrazione della regola.

¹¹⁹ L'assenza di valutazioni discrezionale non significa che non sussiste conflitto di interessi; più semplicemente il conflitto in queste condizioni diventa irrilevante.

¹²⁰ In questo punto non è trattata la questione del danno attuale o potenziale causato dal conflitto di interesse e la rilevanza dell'assenza di pericolo di danno. Come si vedrà in seguito la componente del danno entra a far parte delle diverse teorie sulla natura delle relazioni fiduciarie.

D. Capacità in cui il fiduciario ha appreso dell'opportunità.

Nella giurisprudenza ritornano spesso affermazioni sul ruolo (o capacità) in cui il fiduciario è venuto a conoscenza dell'opportunità. La rilevanza di questo fattore è espressamente riconosciuta in *Guth*:

“It is true that when a business opportunity comes to a corporate officer or director *in his individual capacity rather than in his official capacity*, and the opportunity is one which, because of the nature of the enterprise, is not essential to his corporation, and is one in which it has no interest or expectancy, the officer or director is entitled to treat the opportunity as his own”.¹²¹

La distinzione tra capacità professionale e individuale è in certa misura intuitiva. Tuttavia, resta estremamente difficile da apprezzare secondo parametri predeterminati.

Si consideri ad esempio il caso *Rapistan Corp. v. Michaels*¹²². I fatti risalgono al 1987 e seguono l'acquisizione da parte di *Lear Siegler Holdings* di *Lear Siegler Co.* e delle controllate di questa, tra cui *Rapistan*, società costituita in Delaware attiva nella produzione e vendita di carrelli elevatori e sistemi di movimentazione merci per il settore della distribuzione. Al momento dell'acquisizione i convenuti, Michaels, Tilton e O'Neill, erano componenti del *board* di *Rapistan*¹²³. Tutti e tre diedero le dimissioni da *Rapistan* il 6 settembre 1988. Il giorno seguente i tre ex amministratori assunsero incarichi corrispondenti in *Alvey Holdings, Inc.*, una società

¹²¹ *Guth*, 5 A.2d 510 (corsivo aggiunto).

¹²² 511 N.W. 2d 918 (Mich. Ct. App. 1994).

¹²³ In particolare Michaels ne era presidente e amministratore delegato, oltre che azionista di *Lear Siegler Holdings*, Tilton era vice presidente di *Rapistan* con delega al settore finanziario, O'Neill vice presidente addetto alle vendite.

costituita dalla banca d'affari *Raebarn, Inc* per lanciare un *leveraged buyout* su *Alvey Inc.*, un produttore tanto di macchinari per la movimentazione quanto di macchine impilatrici. Circa i due terzi delle attività di *Alvey* erano dedicate alla produzioni e vendita di macchinari per la movimentazione, il terzo restante riguardava la produzione e vendita di impilatrici¹²⁴. L'offerta di *Raebarn* e degli altri investitori si concluse il 26 agosto 1988. In seguito *Lear Siegler Holdings* e *Rapistan* intrapresero una azione lamentando appropriazione di *corporate opportunities* e di informazioni riservate da parte dei tre ex amministratori. Nel primo grado di giudizio la Corte ritenne che i tre fiduciari avessero appreso della possibilità di acquisire *Alvey* a titolo personale e non nell'esercizio delle loro funzioni e che non fosse neppure provata l'esistenza di un interesse da parte di *Rapistan* a rilevare l'altra compagnia¹²⁵.

La *Court of Appeal* esamina il caso alla luce del *corollary* elaborato in *Guth*¹²⁶, citato all'inizio di questo paragrafo. Il *corollary* tuttavia prende in considerazione più di una condizione per escludere la natura *corporate* del progetto¹²⁷. La Corte elenca i fattori, secondo una ideale procedura, nei seguenti termini:

“First, a court, when determining whether a business opportunity is a corporate opportunity, must ascertain whether the opportunity was presented to

¹²⁴ La pronuncia sottolinea come il ramo di attività relativo alle macchine impilatrici non fosse rivolto al settore distribuzione, ma esclusivamente al settore industriale, in particolare nei settori alimentari, bevande e cartiere.

¹²⁵ La pronuncia esamina anche il punto dell'utilizzo di risorse di *Rapistan* in rapporto alla natura *corporate* dell'opportunità; la questione sarà esaminata nel successivo paragrafo.

¹²⁶ L'influenza di *Guth* anche nella giurisprudenza recente è tale che la Corte in *Rapistan* si riferisce a *Guth* come “the seminal Delaware case regarding the doctrine of corporate opportunity”.

¹²⁷ Oppure, alcontrario, per affermarla.

a corporate officer in the officer's individual or representative capacity. Second, after determining the manner in which the opportunity was presented, the court must determine the nature of the opportunity. Third, the nature of the opportunity is analyzed differently, depending on whether the opportunity is presented to a corporate official in the official's individual or corporate representative capacity.

Accordingly, we cannot say that the trial court committed legal error when it concluded that Delaware law required it to consider the capacity of the corporate officer at the time of the presentation of the opportunity as *a factor determining whether a opportunity existed* and when it concluded that Delaware law required it to review the nature of the opportunity in light of the capacity of the corporate officer when the opportunity was received".¹²⁸

Come si vede, la pronuncia non assume una posizione netta. Il ruolo in cui il fiduciario apprende dell'opportunità è valutato come *fattore* nel giudizio complessivo. Dal ragionamento, non del tutto lineare, della Corte sembra di poter ricavare che l'aver appreso dell'opportunità nella propria qualità di amministratore sia un elemento *necessario*, ma *non sufficiente*.

Peraltro, la pronuncia non offre chiarimenti in merito all'onere probatorio e ai mezzi con cui può essere accertato il ruolo del fiduciario. La semplice affermazione della rilevanza dell'utilizzo delle capacità connesse all'incarico non dà indicazioni su questi aspetti. Apparentemente, il *Guth corollary* indica che la capacità connessa alla carica o individuale modifica il parametro di giudizio sull'opportunità. Pertanto, si può ritenere che una opportunità appresa in veste ufficiale debba essere valutata applicando il *line of business test*¹²⁹. La logica sottostante a questa tesi è che le opportunità apprese nell'esercizio dell'incarico presentano una connessione

¹²⁸ 511 N.W. 2d 924 (corsivo aggiunto).

¹²⁹ CLARK (1986), 230.

necessaria con le attività della società tale da ricadere pressoché certamente nella “linea di attività” di quest’ultima¹³⁰. In realtà non è chiara la distinzione tra causa ed effetto. In altri termini: l’esercizio di determinate funzioni di gestione in una società sottopone all’amministratore opportunità in prevalenza connesse con le attività attuali dell’impresa, oppure si tratta semplicemente del tipo di opportunità che questi è meglio in grado di valutare sulla base della propria esperienza e verso le quali si orienta più agevolmente? Inoltre, questa conclusione espone il giudizio alle incertezze già viste sull’effettiva ampiezza della *line of business*. D’altra parte, si è sostenuto, sempre sulla base del *corollary* a *Guth*, che le opportunità apprese a titolo personale siano soggette al più permissivo *interest or expectancy test*¹³¹.

Entrambe le tesi colgono alcuni aspetti essenziali della COD con riferimento al ruolo del fiduciario. In particolare mettono in luce la connessione tra esercizio dell’incarico e uso a fini personali di risorse della società, che sarà oggetto del successivo paragrafo¹³². Resta invece vaga la distinzione tra esercizio dell’incarico e attività personale.

La descrizione di un altro caso può essere utile a rendere più chiaro questo punto. Si tratta del caso *Northeast harbor golf club, Inc. v. Harris*¹³³. I fatti riguardano l’acquisto di alcuni terreni da parte di Mrs. Harris, presidente del Northeast harbor golf club. I terreni in questione erano

¹³⁰ La connessione si può apprezzare in termini di “occasionalità necessaria” su cui si è pronunciata ampiamente la giurisprudenza italiana sull’art. 2049 c.c.

¹³¹ BRUDNEY - CLARK (1981), 1016. In giurisprudenza cfr. *Johnston v. Greene*, 121 A.2d 919 (Del. Ch. 1956), *Kaplan v. Fenton*, 278 A.2d 834 (Del. 1971).

¹³² Sulla connessione citata nel testo cfr. *Paulman v. Kritzer*, 219 N.E. 2d 541, 546, in cui tra i fattori da considerare per determinare l’appartenenza dell’opportunità, due assumono particolare rilievo: (i) le modalità di offerta dell’opportunità al fiduciario e (ii) l’utilizzo di risorse della società al fine di acquisire o sviluppare l’opportunità.

¹³³ 661 A.2d 1146 (Me. 1995).

confinanti con i campi del club e furono acquistati dalla Harris in tre lotti separati. Il presidente informò il consiglio di amministrazione solo in seguito all'acquisto del primo lotto. Successivamente Harris comunicò ad alcuni amministratori del club la propria intenzione di acquistare un secondo lotto e a seguito dell'acquisto dichiarò formalmente al *board* di non avere piani di sviluppo immobiliare sui terreni in questione. Tuttavia Harris acquistò un terzo lotto contiguo ai primi due e avviò le procedure per ottenere le autorizzazioni a edificare. Il *board* del club si divise sull'opportunità dello sviluppo immobiliare in prossimità dei campi e, in seguito al cambiamento di alcuni membri, revocò Harris e intraprese una azione contro l'ex presidente per violazione dei doveri fiduciari e per avere anteposto l'interesse personale a quello del club.

Le domande consistevano in una richiesta di ingiunzione per bloccare i piani di sviluppo e nella richiesta di trasferire all'ente (attraverso lo schema del *constructive trust*) la proprietà dei terreni, dato che l'acquisto del terreno confinante sarebbe stato propriamente una *corporate opportunity* del club¹³⁴.

La Corte Suprema del Maine effettua un esame critico dei più comuni test per accertare la natura *corporate* di un progetto e conclude per l'adozione del modello proposto dall'*American Law Institute* nei *Principles of corporate governance*. I *Principles* adottano una definizione ampia di *corporate opportunity*. Per quanto riguarda il rapporto tra opportunità e ruolo dell'amministratore, il par. 5.05(b)(1)(A) prevede che appartengano

¹³⁴ In primo grado la *trial court* ritenne che non vi fosse sottrazione di *corporate opportunities* poiché l'acquisto di terreni edificabili non rientrava nella *line of business* del golf club e in ogni caso il club non disponeva delle risorse finanziarie per l'operazione. In generale l'attività immobiliare di Harris era ritenuta non in contrasto con l'incarico di presidente.

alla società tutti i progetti di cui un amministratore, anche non esecutivo, viene a conoscenza:

[§ 5.05(b)(1)(A)] “In connection with the performance of functions as a director or senior executive, or under circumstances that should reasonably lead the director or senior executive to believe that the person offering the opportunity expects it to be offered to the corporation”.

Il successivo par. 5.05(b)(2) estende la definizione di *corporate opportunity* a:

“Any opportunity to engage in a business activity of which a senior executive becomes aware and knows is closely related to a business in which the corporation is engaged or expects to engage”.

Apparentemente, quindi, nel modello dell'*ALI* la connessione tra carica ricoperta e opportunità è elemento costitutivo della definizione di *corporate opportunity*. Ad un esame più attento però emergono diverse sfumature, o gradi, nella relazione in oggetto.

Ciò dipende dal contenuto dell'incarico, ovvero, se l'opportunità contesa costituisce l'oggetto o il risultato di una determinata attività (ad es. di ricerca di un sito o di un immobile, oppure di ricerca tecnologica) affidata all'amministratore, non sussiste incertezza in merito al nesso funzionale tra incarico e attività¹³⁵. Nella maggior parte dei casi la connessione tra incarico e opportunità non è così evidente. La raccomandazione dell'*ALI* fa riferimento al convincimento ragionevole del fiduciario intorno alle circostanze in cui viene a conoscenza dell'opportunità. Qualora si tratti di

¹³⁵ L'interpretazione è confermata dagli *ALI Principles*, § 5.05 *comment c*); a bene vedere in questo caso la connessione risulta ovvia, col rischio che la definizione si risolva in una tautologia (“sono apprese nell'esercizio dell'incarico le opportunità effettivamente apprese nell'esercizio dell'incarico”). In questo contesto il criterio si limita a rendere ulteriormente esplicita una relazione che dovrebbe già essere evidente.

circostanze che fanno ritenere che l'opportunità sia offerta nell'interesse dell'individuo e non della organizzazione che rappresenta, il fiduciario può ritenersi esonerato da obblighi di comunicazione alla società. Con, almeno, due cautele. In primo luogo, il giudizio del fiduciario è passibile *ex post* di una verifica di ragionevolezza¹³⁶. Secondariamente, la procedura ripropone tutti i rischi già evidenziati riguardo alle difese di incapacità. Anche in questo caso il giudizio del fiduciario è potenzialmente viziato dal conflitto di interessi.

In *Northeast harbor* la decisione della Supreme Court del Maine fa riferimento alla testimonianza dell'intermediario che aveva proposto ad Harris l'acquisto del primo lotto di terreno. Questi riferì di avere fatto l'offerta ad Harris in qualità di presidente del club¹³⁷. Naturalmente il fiduciario potrebbe negare tali circostanze, tuttavia il § 5.05(b)(1)(a) dei *Principles* fa riferimento non al convincimento soggettivo – impossibile da verificare - di chi riceve la proposta, ma, correttamente, a indici fattuali che ragionevolmente facciano ritenere la destinazione *corporate* dell'offerta. In quest'ultimo caso l'esercizio delle funzioni rileva sotto un profilo meramente passivo. Non si tratta tanto di svolgere una attività nell'interesse della società, quanto di essere destinatari di una offerta che si ritiene sia diretta all'ente e non all'individuo.

I principi elaborati dall'*ALI* rappresentano il tentativo più avanzato di mediazione tra interessi delle società e dei fiduciari. Testimoniano la preoccupazione di mantenere una sfera di iniziativa individuale dei fiduciari, tenuto conto anche del loro diverso grado di partecipazione alla gestione e della esclusività o meno del rapporto con le società. Tanto nei

¹³⁶ Trattandosi di materia attinente al *duty of loyalty* secondo l'orientamento prevalente non opera il filtro della *business judgement rule*.

¹³⁷ 661 A.2d 1151.

Principles quanto nella giurisprudenza emerge la distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi (*outside directors*). Il § 5.05(b)(2) implicitamente prevede che i *senior executives* non possano mai sottrarsi al dovere di agire nell'interesse esclusivo della società presso cui esercitano le loro funzioni. Per questa categoria di soggetti l'unico modo di svolgere una attività di interesse personale è rassegnare le dimissioni dall'incarico. In caso contrario, tutte le attività connesse con attività attuali o potenziali della società devono ritenersi compiute a favore di quest'ultima. Residua una categoria di attività non connesse, neppure in modo eventuale, con le attività sociali. Al riguardo però è necessario ricordare la forza espansiva del *line of business test* quando si tratta di valutare attività potenziali e future della società. In ogni caso, la sottrazione di energie lavorative all'incarico principale per svolgere attività neppure eventualmente connesse con la società non rileva ai fini della COD ma riguarda più direttamente il rapporto tra amministratore e società.

Resta, infine, da chiarire la ripartizione dell'onere della prova nell'ultimo insieme di casi. Ovvero, ammesso che l'estraneità dell'iniziativa contestata all'oggetto dell'incarico del fiduciario, determini la non applicabilità della COD, non è evidente a chi spetti provare questa circostanza di fatto. In generale, distinguere tra opportunità apprese nell'esercizio dell'incarico e opportunità "private", oppure occasionali, non è semplice. Il rischio di perdere una opportunità vantaggiosa ricade in uguale misura tanto sulla società quanto sul fiduciario, ma in un ipotetico contenzioso le parti non sono sullo stesso piano. Il fiduciario naturalmente ha conoscenza diretta delle modalità con cui l'opportunità gli è stata offerta, circostanze che risultano per lo più di difficile verifica da parte della società. Quanto detto vale soprattutto per i casi potenzialmente dubbi, in cui sussistono fattori di segno opposto da valutare. Inoltre, va ricordato che la sottrazione di opportunità avviene nel contesto di una relazione fiduciaria

funzionalmente rivolta (anche) allo sviluppo e gestione di nuove iniziative nell'interesse del preponente. Per questi motivi, l'eventualità che la connessione con l'incarico sia da escludere è abbastanza remota da consigliare l'adozione di una regola che presume l'esistenza di una relazione diretta tra carica ricoperta e opportunità, salva la facoltà del fiduciario di dimostrare l'estraneità del progetto all'esercizio delle proprie funzioni.

Viste le rilevanti difficoltà di accertamento che contraddistinguono la capacità individuale del fiduciario nella COD, la dottrina più attenta è apparsa orientata verso due alternative. In primo luogo, ignorare il fattore capacità e fondare il giudizio su altri parametri¹³⁸. Ciò significa eliminare dalla definizione di *corporate opportunity* ogni riferimento al ruolo del fiduciario. In secondo luogo, stabilire una presunzione relativa in merito all'esercizio dell'incarico, ovvero ritenere che *tutte* le opportunità che si presentano al fiduciario siano in qualche modo connesse alle funzioni esercitate e assumano quindi carattere *corporate*¹³⁹. Entrambe le soluzioni tendono allo stesso risultato, ovvero evitare accertamenti di fatto complessi e dall'esito incerto. La seconda ipotesi, della presunzione di esercizio dell'incarico, tuttavia appare preferibile. In questo caso infatti permane nella definizione di *corporate opportunity*, almeno come fattore eventuale, il riferimento alla capacità del fiduciario. Pertanto, l'amministratore cui venga contestata la sottrazione di *corporate opportunities* potrebbe dimostrare la

¹³⁸ In questo senso GELB (1997), 400; TALLEY (1998), 307-8 attraverso il confronto tra due casi recenti esprime forti perplessità in merito al fattore capacità, soprattutto per quanto riguarda la capacità di spiegare per suo tramite i diversi esiti dei casi.

¹³⁹ Cfr. sul punto CARY – EISENBERG (1995), 734, “...it might be good policy to conclusively presume that any opportunity that is closely related to the corporation's business comes to a high-ranking officer as a result of the fact that she is a high-ranking officer, because it may be too difficult to prove otherwise”. Nello stesso senso VENTORUZZO (2005), 496.

totale estraneità delle proprie funzioni e della società stessa al progetto conteso. Sono però necessarie due ulteriori osservazioni. La prima è che la soluzione qui accolta, della presunzione di capacità *corporate* implicitamente ammette che la capacità del fiduciario è un elemento determinante della definizione di *corporate opportunity*, dato che l'assenza di connessione tra incarico e progetto esclude l'appartenenza dell'opportunità alla società¹⁴⁰. La seconda è che non tutti i fiduciari sono tenuti ad agire nell'interesse esclusivo della società. Per semplificare l'analisi nel testo si è sempre fatto riferimento ad amministratori esecutivi, in realtà la giurisprudenza ha talvolta distinto da questi gli amministratori non esecutivi (*outside directors*) il cui impegno nell'interesse della società è limitato tanto in termini di tempo quanto di compenso¹⁴¹. Per questi ultimi soggetti possono valere regole in una certa misura più elastiche, ma la soluzione, come si vedrà nel prossimo paragrafo, dipende ampiamente dal problema dell'uso di risorse sociali.

¹⁴⁰ Il risultato sarebbe naturalmente diverso se la presunzione di esercizio dell'incarico fosse assoluta e non consentisse prova contraria. In questa sede però si è preferito trattare la questione sul piano – connesso – dell'uso di risorse sociali: la distinzione risulterà chiara al momento di determinare l'ampiezza dell'insieme “risorse sociali”.

¹⁴¹ Cfr. ad esempio *Burg v. Horn*, 380 F.2d 897 (2d Cir. 1967), in cui però la distinzione tra *executive* e *outside directors* è influenzata dalla divisione generale tra *close corporations* e *public corporations*; sugli *outside directors* cfr. BRUDNEY – CLARK (1981), 1042 ss.; TALLEY (1998), 308 ritiene la distinzione tra *inside* e *outside directors* più un effetto della diversa struttura informativa sottostante alla COD che un fattore determinante nell'allocazione delle opportunità.

E. Uso di risorse della società.

Il problema dell'uso di risorse della società al fine di acquisire o sviluppare una *corporate opportunity* rappresenta una chiave di lettura per chiarire alcuni aspetti essenziali della COD e, in una certa misura, la sua stessa *ratio*. Il tema deve essere però prima delimitato, in particolare per quanto riguarda la nozione di “risorse della società”.

Il principio generale prevede che un fiduciario non possa appropriarsi di opportunità sviluppate con l'uso di beni o risorse appartenenti alla società. In questo contesto i concetti di beni e risorse includono beni materiali tangibili come liquidità, strutture oppure contratti, oppure anche beni immateriali come avviamento commerciale, tempo lavorativo retribuito e informazioni riservate¹⁴². In questi termini la teoria è uno sviluppo del principio che vieta l'appropriazione di beni sociali, con l'ulteriore estensione del divieto ai risultati ottenuti con il loro utilizzo¹⁴³. Le zone d'ombra di questa impostazione apparentemente semplice risiedono, come detto, nella nozione di risorse della società e, soprattutto, nella relazione con gli altri test giurisprudenziali che formano la COD¹⁴⁴. L'esame di un caso (*Levy v. Markal Sales Corp.*¹⁴⁵) permette di fornire alcuni chiarimenti sul primo punto.

¹⁴² BRUDNEY – CLARK (1981), 1006 propongono una distinzione generale tra *hard assets* e *soft assets*; mentre i casi in cui si accerta la sottrazione di *hard assets* non presentano problemi, la sottrazione di *soft assets* ha numerosi profili dubbi.

¹⁴³ Questo principio è argomentato ampiamente in *Graham v. Mimms*, 444 N.E. 2d 549 (Ill. App.1982). Il rimedio deriva dal diritto dei *trusts* ed è largamente impiegato nella casistica sulle *corporate opportunities*. Come si vedrà *infra*, la dottrina più recente ha sottoposto a revisione l'opportunità di applicare alla COD un modello derivato dal *trust*.

¹⁴⁴ DAVIES (2003), 416 con riferimento alla common law inglese rileva che la definizione di *corporate assets* o *corporate information* ricade fatalmente nelle stesse difficoltà concettuali della definizione di *corporate opportunity*.

¹⁴⁵ 643 N.E. 2d 1206 (Ill. App. Ct. 1994), *cert. den.*, 116 S. Ct. 171 (1995).

Markal Sales Corp. (“Markal”) era una società attiva come rappresentante per la vendita di apparecchi elettronici di consumo. Levy, socio di Markal con una partecipazione del 40%, intraprese una azione contro due amministratori della società, Gust, anch’egli socio al 40%, e Bakal, socio per il restante 20%. I due amministratori erano legati a Markal da un contratto che prevedeva per entrambi l’impegno di tutte le energie lavorative e del tempo nell’interesse della società. Gust era stato contattato da un direttore vendite di Apple Computers per trattative riguardanti un incarico di rappresentanza commerciale per conto di Apple. In seguito a trattative Gust e Bakal costituirono la società G/B Marketing (“G/B”) che ottenne l’incarico di rappresentanza da Apple.

La pronuncia conclude che la condotta degli amministratori, Gust e Bakal, fosse in conflitto con i loro doveri verso la società e che costituisse violazione della COD¹⁴⁶. In sintesi, viene riconosciuta la violazione dei doveri fiduciari verso la società e verso il terzo socio per non aver offerto a Markal l’opportunità relativa ad Apple e inoltre per aver usato risorse di Markal nell’interesse proprio e di G/B, società costituita allo scopo di sfruttare l’opportunità¹⁴⁷. In questa sede si omette l’analisi dedicata alla *line of business* di Markal, per rivolgere l’attenzione all’uso di risorse sociali. Tra le condotte degli amministratori in violazione dei doveri fiduciari, la corte sottolinea l’uso di risorse appartenenti a Markal. E’ significativo

¹⁴⁶ La sentenza precisa che l’onere di dimostrare la correttezza delle operazioni spetta agli amministratori chiamati in giudizio, cfr. 643 N.E.2d 1214.

¹⁴⁷ La versione del *line of business test* adottata in *Levy v. Markal* non sembra lasciare spazio a considerazioni di incapacità finanziaria come formulate nei casi *Guth* e *Broz*. Vale quindi la regola generale secondo cui il fiduciario che voglia trarre vantaggio da una opportunità che ricade nella *line of business* della società deve prima comunicare e offrire l’opportunità alla società, anche qualora ritenga che questa non se possa avvalere a causa di limiti legali o finanziari. Pertanto la corte si trova a dover determinare se l’opportunità “Apple” fosse ragionevolmente compresa nella *line of business*. presente o futura di Markal.

notare il tipo di risorse prese in considerazione per affermare l'uso improprio da parte dei fiduciari. In primo luogo la corte guarda all'uso del tempo lavorativo di Gust e Bakal per svolgere attività nell'interesse della loro società neocostituita, nonostante essi dovessero per contratto devolvere l'intera loro attività a Markal. Inoltre è accertato il pagamento a Markal di un canone di locazione a prezzi non di mercato da parte di G/B, oltre al pagamento dello stipendio di alcuni dipendenti di Markal mentre in effetti questi svolgevano attività per G/B. La corte ritiene pertanto che i convenuti avessero usato risorse della soc. per agire nel proprio interesse e sviluppare l'opportunità Apple. In conclusione, la sottrazione di risorse a parte dei fiduciari impedisce loro di invocare a difesa l'impossibilità per Markal di sfruttare l'opportunità in nome proprio.

Il rapporto tra uso di risorse della società e altre difese o circostanze in caso di sottrazione di *corporate opportunities* è meglio approfondito nel caso *Rapistan Corp. v. Michaels*, citato *supra*.

La sentenza precisa che, nonostante l'esito negativo di tutti i test tradizionali riguardo all'esistenza di una *corporate opportunity*, qualora l'agente abbia utilizzato illecitamente risorse della società nello sviluppo o acquisizione dell'opportunità, quest'ultima è da considerarsi a tutti gli effetti *corporate* (ovvero, opportunità di pertinenza esclusiva della società). Il principio era già affermato incidentalmente in *Guth*:

“Though, when a business opportunity comes to a corporate officer or director, in his individual capacity rather than in his official capacity, and the opportunity is one which, because of the nature of the enterprise, is not essential to his corporation, and is one in which it has no interest or expectancy, he may treat the opportunity as his own, the officer or director may not wrongfully embark the corporation's resources therein”¹⁴⁸.

¹⁴⁸ *Guth*, 5 A.2d 503, [H.N. 5].

Si noti la particolare struttura della citazione estratta da *Guth*. Il periodo ha una formulazione concessiva (“sebbene...tuttavia”): indica le circostanze che escludono normalmente l’appartenenza dell’opportunità alla società (“*he may treat the opportunity as his own*”) e però precisa che le stesse circostanze non valgono nel caso in cui il fiduciario abbia sottratto, o fatto uso di, risorse della società. Lo strumento processuale applicato è l’*estoppel*, tecnicamente un’eccezione che impedisce ai fiduciari di far valere la carenza di interesse della società nell’opportunità o la sua incapacità finanziaria, o ancora altre difese¹⁴⁹. Pertanto, se un fiduciario fa uso di risorse della società per ottenere o sviluppare un progetto, al fiduciario stesso resta preclusa la possibilità di negare l’appartenenza del progetto alla società le cui risorse sono state utilizzate. Questa conclusione, come detto, vale a prescindere dall’accertamento dell’appartenenza alla società in base ai test comunemente applicati.

Quanto alla natura di tali risorse, è evidente che l’estensione dell’area di responsabilità, dipende dall’ampiezza della definizione di “risorse della società”: nessuna questione sorge dall’inclusione nella categoria di c.d. *hard assets* tra cui liquidità, beni materiali, contratti, mentre maggiori perplessità può sollevare l’inclusione di *soft assets* del tipo avviamento, reputazione della società, tempo lavorativo e informazioni commerciali riservate. La giurisprudenza applica il divieto di appropriazione in modo molto più rigoroso quando sono coinvolti *hard assets*¹⁵⁰, in considerazione anche del valore assorbente dell’appropriazione illecita:

¹⁴⁹ Sull’*estoppel* nella *common law* cfr. DE FRANCHIS (1984), I, 707.

¹⁵⁰ Si è evidenziato che solo raramente l’appropriazione di *hard assets* non dà luogo a responsabilità mentre normalmente in tali casi si richiede il consenso esplicito del proprietario delle risorse e degli altri soggetti interessati; altri casi che comportano l’appropriazione di *hard assets* riguardano la conclusione di contratti in luogo della società, l’utilizzo di attrezzature della società, la sottrazione di fondi per acquistare apparecchiature, opzioni e simili.

infatti, come si è sopra evidenziato, la casistica prescinde dalla valutazione della collocazione dell'opportunità nella *line of business* della società oppure della sussistenza di uno specifico interesse. La nozione di risorsa (o proprietà) della società e la relazione intercorrente tra il suo uso e la sottrazione di opportunità diventano più incerte quando oggetto dell'appropriazione è il tempo lavorativo dell'amministratore, oppure informazioni rilevanti circa un nuovo progetto scoperte dall'amministratore durante il proprio incarico ma non, in senso stretto, a causa di esso. Riguardo al tempo lavorativo la sentenza *Rapistan* è chiara:

“A fiduciary’s compensated time is regarded as a corporate asset; accordingly, the rule of estoppels applies to a person who uses “company” time to develop a business opportunity. Likewise, use of compensated time of other company employees triggers an application of the estoppels doctrine”¹⁵¹.

Tuttavia il principio sconta le oggettive difficoltà nel valutare l'incidenza della sottrazione di risorse alla società quando si prendono in considerazione *assets* intangibili. Per questa ragione la corte applica un parametro di rilevanza piuttosto elastico, basato essenzialmente sulle risultanze di fatto:

“Generally, it appears that estoppel applies where there has been a significant use of corporate assets by a fiduciary and where there is a direct and substantial nexus or causal connection between the assets embarked and the creation, pursuit, and acquisition of the business opportunity”¹⁵².

In mancanza della prova del nesso causale diretto tra uso delle risorse e sviluppo dell'opportunità viene meno la presunzione di appropriazione di *corporate opportunity*. Nel caso di specie la pronuncia

¹⁵¹ 511 N.W.2d 926.

¹⁵² 511 N.W. 2d 927.

accerta che l'uso di risorse sociali da parte dei fiduciari era stato minimo e, in ogni caso, non era dimostrata la connessione diretta tra uso delle risorse e sottrazione dell'opportunità.

Apparentemente esiste un contrasto, o quantomeno una duplicazione, tra i criteri fondamentali che presiedono alla determinazione dell'appartenenza di opportunità alla società piuttosto che ai suoi fiduciari. Da un lato i criteri che valorizzano la prossimità dell'opportunità con attività presenti o future eventuali della società (*line of business, interest or expectancy*). Dall'altro il criterio appena trattato dell'uso di risorse di vario genere appartenenti alla società. Per risolvere l'apparente contrasto è necessario evidenziare che i criteri rispondono a *ratio* diverse e, di norma, non interferiscono reciprocamente. Il primo criterio, o gruppo di criteri, trova fondamento nella relazione che lega il fiduciario alla società, il cui oggetto è, in misura variabile, la ricerca, promozione e sviluppo di nuove opportunità. Che le nuove opportunità siano scoperte o sviluppate a partire o meno da attività esistenti è semplicemente una misura del grado di connessione tra società e opportunità contese, oltre che della connessione tra queste ultime e l'incarico affidato. In generale, i criteri di questo tipo si inseriscono nel profilo "relazionale" della COD, quale che sia l'esatta natura della relazione fiduciaria in questione.

Invece, il criterio che vieta l'appropriazione di risorse non richiede necessariamente l'esistenza di una relazione duratura tra società e fiduciario. E' ovvio che la relazione agevola e costituisce occasione delle sottrazioni, ma l'occasione non è necessaria. Si tratta, in ultima analisi, di una mera appropriazione di beni altrui, eventualmente qualificata in senso negativo dall'essere occasionata da una relazione preesistente tra soggetto attivo e passivo. In questo quadro, la sottrazione del tempo retribuito è un fattore "ibrido" tra i due criteri, la cui collocazione è dubbia. La natura ibrida

dell'appropriazione del tempo lavorativo è evidente tenuto conto che, da un lato l'oggetto dell'incarico può essere più o meno strettamente connesso all'opportunità contesa, dall'altro, l'incarico è svolto a titolo oneroso e i costi ricadono comunque sulla società preponente, anche qualora l'opportunità non presenti alcuna connessione con le attività presenti o future di questa. Sembra corretto quindi adottare un criterio di prevalenza. L'utilizzo del tempo lavorativo del fiduciario sarà da inquadrare tra i criteri del primo tipo se l'opportunità presenta una connessione non occasionale alle funzioni esercitate. Altrimenti, in via residuale, si inserisce nella categoria della sottrazione di risorse, con l'ulteriore requisito del nesso di causalità sopra evidenziato¹⁵³.

Infine, alla luce di quanto esposto, si può dubitare che il criterio della sottrazione di risorse faccia parte della COD propriamente intesa. Si è visto, infatti, che qualora sia dimostrato l'uso illecito di risorse sociali, non è consentito al fiduciario allegare a propria difesa che l'opportunità non apparteneva alla società. In altri termini, l'appropriazione di risorse sociali è *di per sé* un fattore sufficiente ad assegnare i frutti dell'uso di queste risorse alla società. Quindi la funzione propria della COD è mantenere in capo alla società i vantaggi dello sfruttamento di determinate opportunità che le appartengono *a prescindere e indipendentemente* dal fatto che il fiduciario si sia avvalso di risorse della società: è sufficiente che questi abbia sfruttato la propria posizione (esercizio dell'incarico) o che l'opportunità costituisca uno sviluppo ragionevole e atteso dell'attività della società (*line of business*). A conferma di questa distinzione si può portare ad esempio la classificazione adottata dagli *ALI Principles*, in cui la sec. 5.04 (*"Use by a*

¹⁵³ Una applicazione rigorosa del criterio proposto da KRONMAN (1978) richiederebbe la *disclosure* di ogni opportunità scoperta durante l'esercizio retribuito dell'attività, cfr. ID., 18, nt. 49; in effetti la *disclosure*, con riferimento alle *corporate opportunities*, lascia impregiudicato il giudizio sulla allocazione dell'opportunità.

director or senior executive of corporate property, material non-public corporate information, or corporate position”) tratta l’uso di risorse sociali separatamente dal tema delle *corporate opportunities*¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Cfr. CARY – EISENBERG (1995), 735 s. sulle molteplici relazioni tra le dottrine che vietano la sottrazione e l’uso di risorse della società, l’appropriazione di *corporate opportunities*, le attività in concorrenza con la società.

IV. NATURA E FONTE DEI DOVERI FIDUCIARI. IN PARTICOLARE, IL *DUTY OF LOYALTY* E RIFLESSI SULLA COD.

I test fin qui esaminati compongono un quadro eterogeneo della COD nella sua evoluzione storica in varie giurisdizioni statunitensi. Approssimativamente si rileva una tendenza verso l'ampliamento dei casi in cui è consentita l'appropriazione di opportunità da parte dei fiduciari o, meglio, un arretramento della forza espansiva della definizione di *corporate opportunity*. In altri termini, se la COD è essenzialmente un meccanismo di allocazione di opportunità contese tra le società e i loro amministratori/fiduciari, la stessa nozione di *corporate opportunity* è lo strumento operativo dell'allocazione. Le *corporate opportunities* non possono essere utilizzate dagli amministratori a proprio vantaggio, perlomeno non senza rispettare determinate procedure, mentre opportunità di altra natura possono essere sfruttate liberamente¹⁵⁵.

Una questione fin qui non trattata è da dove proviene la definizione di *corporate opportunity*? Si è detto che la COD è una branca del *duty of loyalty* e che gli obblighi di fedeltà fanno parte dell'insieme dei doveri che legano i fiduciari agli enti cui sono preposti. Non si è detto invece quale sia la natura di tali doveri fiduciari. La questione della loro natura inoltre può essere esaminata dal punto di vista della fonte dei doveri fiduciari e del carattere derogabile o meno che essi assumono, in parte, come conseguenza della loro origine. Alcuni cenni alla loro evoluzione permettono di cogliere le implicazioni che l'una o l'altra teoria genetica dei doveri fiduciari producono sulla COD, tanto per quanto attiene l'allocazione quanto per i rimedi.

¹⁵⁵ Nei limiti, ovviamente, degli altri obblighi dei fiduciari verso le società.

A. Evoluzione del duty of loyalty

Nella *common law* statunitense la teoria dei doveri fiduciari comincia a svilupparsi dalla metà del XIX secolo, contemporaneamente all'aumento di dimensioni e di rilevanza economica delle *corporations*. In origine il *duty of loyalty* agiva come regola preventiva contro comportamenti dettati dall'interesse privato. Nelle prime pronunce non erano estranei i richiami morali contro il pericolo che l'interesse personale potesse esercitare una influenza determinante e prevalere sui doveri connessi all'incarico. Al fine di promuovere il più elevato standard di comportamento dei fiduciari, la *common law* in origine proibiva del tutto le transazioni interessate. Ovvero, ogni transazione tra una società e uno dei suoi fiduciari poteva per ciò solo essere dichiarata invalida a richiesta della società¹⁵⁶. In questa fase non assumevano rilevanza l'approvazione della transazione da parte di amministratori disinteressati o degli azionisti, né la correttezza sostanziale (*fairness*) dell'operazione. La proibizione assoluta gravante sulle operazioni interessate può riassumersi nella regola del "beneficio esclusivo". Si richiedeva agli amministratori, e ai fiduciari in genere, di agire nell'esclusivo interesse dei loro beneficiari/preponenti. La regola trovava applicazione anche nei casi in cui i fiduciari potevano ricavare un vantaggio senza alcun pregiudizio per i beneficiari. Apparentemente, l'origine storica di una regola così restrittiva è da rintracciare nella volontà di trasmettere una sensazione di fiducia nei confronti di entità (le *corporations*) sostanzialmente nuove. Come si è detto, le argomentazioni a sostegno della regola erano ricche di suggestioni morali e richiami alla buona fede.

In seguito la regola del beneficio esclusivo ha subito una progressiva erosione. All'inizio del XX secolo la regola dell'automatica invalidità delle

¹⁵⁶ Cfr. MARSH (1966), 36 ss; ma cfr. N. BEVERIDGE (1992), 659 il quale contesta decisamente questa ricostruzione.

operazioni interessate era sostanzialmente venuta meno, sostituita dalla richiesta di approvazione da parte della maggioranza degli amministratori non interessati e dalla verifica *ex post* della correttezza dell'operazione. Le ragioni di questa evoluzione sono varie: tra le più convincenti, il diffondersi della teoria per cui non tutte le transazioni interessate si traducono necessariamente in un danno per la società. Alcune transazioni, al contrario, sono più vantaggiose delle loro analoghe con parti disinteressate¹⁵⁷. Nella seconda metà del XX secolo la teoria del *duty of loyalty* negli U.S.A. entra in una terza fase. L'ulteriore evoluzione consente le transazioni interessate anche in assenza dell'approvazione dei soggetti disinteressati (amministratori o azionisti) sempre che una verifica giudiziale a posteriori non ritenga scorretta l'operazione. In sostanza, l'approvazione dei soggetti disinteressati è auspicabile in quanto esonera la transazione da successive verifiche di merito e in questo senso opera come un *safe harbor*, ma non è obbligatoria. Naturalmente rimane la facoltà per gli azionisti eventualmente insoddisfatti di contestare in giudizio la correttezza dell'operazione, ma è evidente lo spostamento a favore degli amministratori. Infatti, gli atti in precedenza guardati con sospetto tanto da poter essere invalidati a semplice richiesta, acquistano una notevole stabilità e possono essere attaccati solo con una azione mirata a superare la presunzione di correttezza degli atti stessi¹⁵⁸.

La cornice teorica in cui questa evoluzione ha avuto luogo è di grande importanza per comprendere anche la parallela evoluzione della

¹⁵⁷ Cfr. CLARK (1986), 164.; EISENBERG (1988), 997.

¹⁵⁸ L'evoluzione esposta nel testo è stata recepita a partire dagli anni 80 del secolo scorso è stat recepita in vari *statutes* di fonte statale (c.d. *safe harbor statutes*) che di fatto escludono o limitano fortemente le ipotesi di verifica giudiziale di operazioni approvate da soggetti disinteressati o coniderate *fair*: si v. ad es. la Sec. 144 del *Delaware General corporation law*.

COD e il suo stato attuale. In sintesi, ciò che è avvenuto è stato descritto in seguito come il passaggio da una teoria del *duty of loyalty* fondata sull'istituto del *trust*, a una fondata sul contratto (implicito).

La concezione tradizionale delle relazioni fiduciarie (e della COD) è derivata da vicino dal diritto dei *trusts*. Le obbligazioni del fiduciario sono in tutto e per tutto simili a quelle di un *trustee* secondo la *common law*. Il dovere fondamentale del fiduciario è amministrare e gestire i beni e le attività della società nell'interesse esclusivo degli azionisti beneficiari. Di conseguenza, lo standard di condotta richiesto ai fiduciari è più elevato di quello che caratterizza un comune rapporto contrattuale. Al di là dei richiami morali che spesso sono presenti nella casistica, soprattutto la più risalente, al fiduciario non è consentito intraprendere operazioni in conflitto di interesse con il beneficiario, né anteporre il proprio vantaggio a quello del beneficiario. In altri termini, l'obiettivo della relazione è massimizzare esclusivamente il benessere del beneficiario, il cui valore assoluto è superiore a quello del benessere del fiduciario. Si è vista l'evoluzione progressiva della regola del beneficio esclusivo. Ciò nonostante la concezione di tipo *trust* delle relazioni fiduciarie è sopravvissuta e si è perpetuata (almeno nel lessico) fino ai tempi attuali¹⁵⁹. Il caso *Guth* fornisce ancora una volta un ottimo esempio di quanto esposto:

“[HN1] Corporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests. While *technically not trustees*, they stand in a fiduciary relation to the corporation and its stockholders.

¹⁵⁹ Alcuni Autori rilevano lo stridente contrasto tra il lessico adottato in alcune decisioni, che rimanda a una concezione tradizionale dei doveri fiduciari, e le conclusioni della giurisprudenza, che più correttamente riflettono una altra teoria; cfr. TALLEY (1998), 300; CHEW (1989), 466.

[HN2] The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest.

[HN11] A fiduciary relationship demands something more than the morals of the market place.”

B. teoria contrattuale dei doveri fiduciari.

Il mutato quadro di riferimento della relazioni fiduciarie prende avvio dalla constatazione che anche questi rapporti dipendono dalla volontà delle parti non solo al momento della costituzione, ma anche quando si tratta di determinarne il contenuto¹⁶⁰.

L’assunto di base è che il *duty of loyalty* – anziché trovare fondamento nel diritto dei *trusts* - non sia altro che un meccanismo reso necessario dall’impossibilità di formulare contratti completi che tengano conto di ogni possibile evento e regolino di conseguenza le obbligazioni delle parti. La difficoltà a determinare con sufficiente precisione *a priori* i termini del contratto caratterizza in particolare una categoria di relazioni, tradizionalmente definite fiduciarie. Nel caso tipico, una parte del contratto ha interesse a ottenere un determinato risultato (ad es. ritorno economico da un investimento), ma non dispone delle conoscenze né degli strumenti per ottenerlo. Pertanto si affida a un soggetto esperto (*trustee*, manager, legale) che presta professionalmente i propri servizi. Quanto più il compito è

¹⁶⁰ Una critica ancora più radicale alla concezione tradizionale prevede che anche il diritto dei *trust* abbia natura essenzialmente contrattuale; cfr. HANSMANN – MATTEI (1998), 450 dove gli Autori tuttavia concedono che il *duty of loyalty* incorporato nella *trust law* è lievemente più rigoroso di quello previsto nell’*agency law*, tuttavia ciò appare appropriato in considerazione delle differenze tra le relazioni in esame. Altra dottrina ritiene che il contenuto essenziale delle relazioni fiduciarie non sia riducibile a un modello contrattuale, cfr. CLARK (1991), 60-61; BRUDNEY (1997), 601 – 607.

complesso, richiede un lungo tempo di esecuzione e i risultati ottenuti non costituiscono un valido parametro di valutazione dell'impegno profuso¹⁶¹, tanto più risulta impossibile per la parti disciplinare il contratto in termini dettagliati. Al posto di obbligazioni specifiche, il fiduciario assume un generale dovere di fedeltà (*loyalty*) nel perseguimento dell'obiettivo e di diligenza (*care*) nell'esecuzione. In generale le relazioni fiduciarie sono caratterizzate da a) separazione della proprietà dei beni dal controllo o gestione degli stessi, b) obbligazioni formulate in termini ampi e generici, c) rilevanti asimmetrie informative per quanto riguarda atti compiuti e risultati¹⁶². Il presupposto è che ciascuna delle parti entri nella relazione per massimizzare il beneficio complessivo e, di riflesso, il proprio. Di conseguenza, una corte chiamata a giudicare in materia di obblighi fiduciarî dovrebbe tenere conto non soltanto delle opzioni vantaggiose per i beneficiari (azionisti), ma anche di eventuali benefici derivanti per i fiduciarî (amministratori), in modo simile a quello che le parti stesse avrebbero fatto se avessero effettivamente contrattato sul punto¹⁶³. In sintesi, secondo questa teoria le relazioni fiduciarie sono contratti caratterizzati da un livello particolarmente alto di costi di transazione e di controllo nell'esecuzione¹⁶⁴. Il *duty of loyalty* quindi sostituisce clausole contrattuali dettagliate troppo costose o incerte per essere negoziate direttamente. La definizione giudiziale del *duty of loyalty* dovrebbe prescrivere gli stessi comportamenti su cui le parti avrebbero

¹⁶¹ I risultati infatti possono alternativamente dipendere semplicemente dal caso o dall'impegno contrastante di un concorrente, oppure da altri fattori ancora.

¹⁶² Cfr. COOTER – FREEDMAN (1991), 1051, 1067.

¹⁶³ L'assunto di fondo, del tutto condivisibile, è che nessuno entri in una relazione contrattuale che produce vantaggi solo per la controparte.

¹⁶⁴ In questo senso EASTERBROOK – FISCHER (1993), 427.

(ragionevolmente) trovato un accordo. Una volta che una parte (*principal*) ha affidato la gestione delle proprie attività a un'altra parte (*agent*), la separazione tra proprietà e controllo dei beni affidati al fiduciario crea l'occasione per questi di appropriarsi dei beni o di parte del loro valore. Trarre vantaggio (in vari modi) da queste occasioni comporta violazione del dovere di lealtà. Se le parti della relazione disponessero di informazioni complete le violazioni del dovere di lealtà potrebbero essere regolate per contratto¹⁶⁵. Poiché è impossibile prevedere *ex ante* la condotta più vantaggiosa e non si può chiedere al fid. di assumere un obbligo di risultato, gli obblighi di questo devono essere formulati in termini generali (*open ended*). Si richiedono ad esempio i “migliori sforzi” (promessi dal fiduciario) oppure di comportarsi secondo “buona fede”. Al di là di questi aspetti peculiari, la tesi contrattuale rifiuta di attribuire carattere speciale ai doveri fiduciari: in particolare rigetta l'idea che i doveri fiduciari trovino fondamento nella morale. L'implicazione più rilevante della teoria contrattuale è il rifiuto del carattere inderogabile dei doveri fiduciari. In particolare, le regole legali che prescrivono un determinato assetto di interessi in molti casi possono essere viste come clausole contrattuali implicite. In altri termini, la regola tenta di presumere in generale quali sono le ragionevoli aspettative delle parti nella relazione oggetto della disciplina. Ciò non significa che, in molti casi, le parti non possano trovare un diverso assetto dei propri interessi su base contrattuale. Si tratta di quanto è avvenuto e avviene con il *duty of loyalty*, tenuto conto che l'evoluzione della regolazione del *self dealing* ha ragionevolmente seguito la linea

¹⁶⁵ In effetti il livello di asimmetria informativa nella relazione fiduciaria è rilevante anche per quei commentatori che sostanzialmente rigettano la teoria contrattuale delle relazioni fiduciarie; BRUDNEY – CLARK (1981), in particolare argomentano la loro teoria delle *corporate opportunities* distinta a seconda che si considerino *close corporations* oppure *public companies* (anche) sulla base della maggiore asimmetria informativa e difficoltà di negoziazione diretta tra azionisti e managers che caratterizza le seconde.

tracciata dalle aspettative e dagli accordi conclusi tra *principals* (azionisti) e *agents* (amministratori)¹⁶⁶.

In sintesi, e con una inevitabile semplificazione, è possibile rintracciare nella COD due diversi modelli di relazione fiduciaria. Il primo modello (i), mutuato dal diritto dei *trusts*, richiede al fiduciario di agire nell'interesse esclusivo del beneficiario e di massimizzare il ritorno atteso di questo soltanto (ovvero, di anteporre sempre il vantaggio del beneficiario a quello personale del fiduciario). In questo modello il rimedio tipico per le violazioni del dovere di fedeltà è la retrocessione (*disgorgement*) al beneficiario di tutti i profitti ottenuti, anche nel caso in cui il beneficiario non abbia sofferto alcun danno diretto.

Il secondo modello (ii), affine al contratto di *agency*, prevede di massimizzare il benessere congiunto delle parti, ovvero di tenere conto anche del benessere del fiduciario. Il rimedio per le violazioni del dovere di fedeltà è generalmente il risarcimento commisurato ai danni subiti, sebbene non sia escluso, in determinati casi, il *disgorgement*.

Così riassunti i modelli fondamentali di relazione, il prossimo paragrafo sarà dedicato a un breve esame dell'interazione dei modelli sopracitati nella COD attraverso la sua evoluzione giurisprudenziale.

¹⁶⁶ Ciò nonostante permangono obiezioni contro l'ammissibilità di una deroga generale ai doveri fiduciari e, soprattutto, al *duty of loyalty*. Cfr. GORDON (1989), 1597, il quale sostiene la non opportunità di una versione del *duty of loyalty* interamente derogabile dalle parti; ciò nonostante ritiene che, sebbene una abolizione statutaria della COD non sia auspicabile, le parti possano contrattare espressamente l'allocazione di *determinate* opportunità come parte dei loro accordi economici. Di qui ad abbracciare una teoria contrattuale della COD il passo è breve.

C. Teoria contrattuale della COD.

La COD è una branca del *duty of loyalty*. Ciò nonostante sembra avere subito una evoluzione in parte diversa o, quantomeno, più lenta rispetto all'intero *corpus* degli obblighi di fedeltà. Sembra che la regola del beneficio esclusivo, derivata dal diritto dei *trusts*, abbia mantenuto efficacia più a lungo nella COD. Seguendo la classificazione adottata nel paragrafo precedente, ciò significa che la COD è rimasta a lungo debitrice del modello fiduciario *trust* rispetto al settore più ampio delle transazioni interessate. Tra le ragioni della separata evoluzione della COD vanno sicuramente considerati gli aspetti particolari delle transazioni che questa intende regolare. Infatti, se la caratteristica comune alle relazioni fiduciarie in genere è la rilevante asimmetria informativa e gli alti costi di controllo dell'operato del fiduciario, si tratta di caratteri presenti in massimo grado nelle *corporate opportunities*. Si tenga presente che nella maggior parte dei casi l'appropriazione emerge e viene contestata al fiduciario a distanza di tempo, dato il carattere normalmente riservato delle informazioni e l'impossibilità per la società di dimostrare la sottrazione altrimenti che documentando l'attività conseguente del fiduciario.

Un modo efficace di descrivere l'evoluzione della COD è rappresentare questa dottrina come una tensione continua tra i due modelli indicati, caratterizzata dalla progressiva, anche se non definitiva, affermazione di un modello contrattuale in cui il *duty of loyalty* è più o meno ampiamente derogabile dalle parti. I modelli di relazione fiduciaria sono la cornice teorica di riferimento: ciò che traspare nelle decisioni è la progressiva considerazione degli interessi dei fiduciari accanto a quelli delle società. La composizione dei rispettivi interessi di società e fiduciari, peraltro, dipende dall'obiettivo cui tende la COD. Assumendo che l'obiettivo principale sia assicurare effettività al *duty of loyalty* non è detto che una

dottrina rigida assicuri questo obiettivo più efficacemente di una dottrina che consente la negoziazione dei diritti sulle opportunità¹⁶⁷.

Un esempio si può trarre con riferimento ai danni conseguenti alla sottrazione di opportunità. Le società normalmente agiscono per il risarcimento del danno derivante dalla sottrazione di opportunità e quantificano il danno in misura pari ai mancati profitti causati dalla sottrazione dell'opportunità. Si tratta in realtà di una determinazione estremamente aleatoria. Anche se si volesse prendere come riferimento il profitto realizzato dal fiduciario sfruttando l'opportunità, non è detto che la società avrebbe realizzato profitti simili. In alcuni casi, corrispondenti grosso modo alle difese di incapacità di cui sopra, è improbabile che la società avrebbe realizzato qualunque profitto. Inoltre, per la stessa natura della COD che, come si è più volte ribadito, serve a ripartire opportunità tra società e amministratori, la società non può quantificare il danno in un ipotetico "valore di cessione a terzi" di una opportunità che le appartiene solo rispetto ai propri fiduciari e non verso i terzi. Il modello tradizionale applicato alle *corporate opportunities* replicava lo standard di condotta dei *trustees*, applicando il rimedio del *constructive trust* ovvero la restituzione alla società di tutte le utilità ricavate dal fiduciario sfruttando l'opportunità¹⁶⁸. Ciò indipendentemente dalla prova di un effettivo pregiudizio subito dalla società, anzi, in alcuni casi, nonostante

¹⁶⁷ Un esempio di dottrina rigida delle *corporate opportunities* è la regolazione proposta da BRUDNEY – CLARK (1981), 1022 ss. con riferimento alle *public corporations*. Cfr. però CHEW (1989), 436 che sulla base di un esame della giurisprudenza conclude che la maggior parte delle decisioni riguardano in effetti *close corporations*, spesso a base familiare.

¹⁶⁸ In pratica però, se la maggior parte dei contenziosi sulle *corporate opportunities* riguardano società chiuse, vengono meno gran parte degli argomenti a sostegno dell'applicazione di regole simili a quelle dei *trust*. Questo perché nelle società chiuse molte delle caratteristiche proprie delle relazioni fiduciarie (alti costi di transazione, separazione tra proprietà e controllo, impossibilità di monitorare efficacemente l'operato dei fiduciari) sono limitate o assenti.

l'affermazione che questa non aveva patito alcun pregiudizio¹⁶⁹. La regola ha il vantaggio di non richiedere calcoli complessi e quindi è di facile applicazione¹⁷⁰. Tuttavia i costi che la regola comporta probabilmente superano i benefici derivanti dalla semplicità di amministrazione. Si possono indicare almeno due controindicazioni nell'applicazione del *constructive trust*: (i) un rischio concreto di eccessiva deterrenza, ovvero di sottrarre ai fiduciari incentivi adeguati a favorire un utilizzo efficiente delle opportunità, inoltre (ii) il rischio di creare troppi falsi positivi ovvero casi in cui l'allocazione dell'opportunità alla società non corrisponde a quello che le parti avrebbero stabilito se avessero contrattato sul punto *ex ante*¹⁷¹.

Attualmente il modello *trustee*/beneficiario non è lo standard più adatto a descrivere il rapporto fiduciario/società. E' più simile a un rapporto di *agency* (affine al mandato) in cui i diritti e i doveri delle parti sono negoziati liberamente. L'accordo finale, compresa la materia delle *corporate opportunities*, tende a riflettere gli interessi di *entrambe* le parti. Una precisazione è necessaria: con il riferimento agli interessi di entrambe le parti non si intende che effettivamente le parti regolino ogni aspetto della relazione, tantomeno le *corporate opportunities* che possono assumere le caratteristiche più varie. Si intende invece che la regolazione *finale* degli interessi delle parti rispetto, nel caso in esame, a una determinata

¹⁶⁹ Cfr. ad es. *CST, Inc. V. Mark*, 520 A.2d 469 (Pa. 1987)

¹⁷⁰ Cfr. EPSTEIN (1996), 24.

¹⁷¹ Cfr. le critiche che EASTERBROOK – FISCHER (1993), 441 ss rivolgono a COOTER – FREEDMAN (1991), 1051 ss. i quali ritengono appropriato, date le sostanziali asimmetrie informative presenti nelle relazioni fiduciarie e il basso grado di *enforcement*, che le violazioni del dovere di lealtà siano dedotte dalla mera apparenza delle slealtà, in concreto ponendo una presunzione che il fiduciario può superare se prova la correttezza del proprio operato; cfr. anche ID., 1070 ss. ove si sostiene l'opportunità di introdurre una componente punitiva (in alcuni casi già presente) nei risarcimenti per violazioni del *duty of loyalty* al fine di ottenere un effetto deterrente ottimale.

opportunità, si configurerà *come se* le parti avessero espressamente negoziato su questo aspetto tenendo in considerazione gli interessi di entrambe. L'adozione di un rimedio basato sulle perdite effettive implicitamente riconosce che possono darsi per il progetto utilizzi migliori (ovvero: più remunerativi) da parte di uno o più fiduciari. Questi potranno trattenere l'opportunità fatto salvo il pagamento alla società dei costi sostenuti e dei danni diretti. Al contrario, l'applicazione di un *constructive trust* comporta probabilmente un effetto deterrente eccessivo, soprattutto tenuto conto della natura inderogabile dei doveri modellati sul *trust*.

Tuttavia è bene sottolineare che i casi presentano conclusioni non univoche¹⁷². La progressiva emersione di una dottrina contrattuale delle *corporate opportunities* rimane spesso in ombra rispetto all'enunciazione di test tradizionali. Ciò nonostante, in numerosi casi recenti, all'enunciazione del test da applicare non corrispondono i risultati che ci si attenderebbe, oppure la pronuncia fa ricorso alle argomentazioni retoriche proprie del modello fiduciario/*trust*, salvo poi non applicare i rimedi che questo modello richiede e ripiegare su una regolazione di tipo contrattuale¹⁷³. Accade anche che situazioni oggettivamente simili vengano decisi in termini

¹⁷² Un aspetto da non dimenticare è che la COD, come gran parte della *corporate law*, negli U.S.A. è materia rimessa alla legislazione e alla giurisprudenza dei singoli Stati. Il che fa concludere a KERSHAW (2005)b, 612 che l'apparente mancanza di chiarezza nella COD statunitense è accresciuta dall'incapacità di valutare correttamente le differenze tra le diverse giurisdizioni statali.

¹⁷³ Cfr. EPSTEIN (1996), 19 ss. il quale, commentando la pronuncia della *Court of chancery* nel caso *Broz*, sottolinea come la soluzione dipenda essenzialmente dalle aspettative delle parti nel momento in cui la relazione ha avuto inizio, ovvero in prevalenza da una regolazione di tipo contrattuale, salvo che le parti non abbiano inteso assumere (volontariamente) obblighi fiduciari inderogabili.

del tutto diversi¹⁷⁴. Le differenti teorie dei doveri fiduciari, in particolare del *duty of loyalty*, spiegano gran parte di queste differenze.

L'affermazione della natura contrattuale delle relazioni fiduciarie consente di tenere conto del benessere congiunto, ovvero delle aspettative di entrambe le parti, laddove la teoria basata sul *trust* ha l'obiettivo esclusivo di promuovere il benessere del beneficiario/*principal*. Le decisioni più recenti, che propongono una versione meno restrittiva della COD, passano attraverso una teoria contrattuale dei doveri fiduciari, anche se non sempre in modo esplicito o consapevole. Schematicamente i rispettivi interessi di fiduciari e società possono essere indicati nel modo seguente: da un lato (i) l'interesse della società a promuovere una relazione trasparente con i propri fiduciari e a mantenere al proprio interno le opportunità valutate positivamente, dall'altro (ii) l'interesse dei fiduciari a sviluppare eventuali attività collaterali sia durante che al termine dell'incarico. Il criterio operativo in grado di conciliare interessi teoricamente in conflitto è rappresentato da una definizione di *corporate opportunity* che catturi alcune, ma non tutte, le opportunità. Fuori dalla metafora, si tratta di una definizione non così ampia da allocare per *default* tutte, o quasi, le opportunità alla società e che assegni invece presuntivamente un certo numero di progetti ai fiduciari. Con la precisazione che è consentito alle parti di riallocare contrattualmente le opportunità nel modo ritenuto più vantaggioso per entrambe, e con la premessa che la preventiva *disclosure* è

¹⁷⁴ CHEW (1989), 467 confronta i casi *Ampersand Productions, Inc. v. e CST, Inc. v. Mark*: nel primo caso la decisione ritiene non sussista alcuna responsabilità del fiduciario tenuto conto che l'opportunità non era profittevole e il fiduciario non aveva ricavato alcun vantaggio dallo sfruttamento; nel secondo caso, invece, nonostante la retrocessione dell'opportunità alla società, la pronuncia ritiene il fiduciario responsabile per i mancati profitti di questa.

condizione essenziale per consentire l’allocazione contrattuale delle opportunità¹⁷⁵.

All’inizio del nuovo secolo, sembra che la teoria contrattuale della COD abbia ottenuto un riconoscimento legislativo nella giurisdizione del Delaware, che tradizionalmente riveste un ruolo guida nell’evoluzione della *corporate law* negli Stati Uniti¹⁷⁶. Le modifiche, tra le altre, apportate nel 2000 alla *Delaware General Corporation Law* hanno introdotto un ulteriore paragrafo alla sec. 122, che autorizza le *corporations* costituite in base alla legge citata a:

“(17) Renounce, in its certificate of incorporation or by action of its board of directors, any interest or expectancy of the corporation in, or in being offered an opportunity to participate in, specified business opportunities or specified classes or categories of business opportunities that are presented to the corporation or one or more of its officers, directors or stockholders”.

La disposizione non elimina la COD ma chiarisce uno degli aspetti più incerti della giurisprudenza recente, ovvero la sua derogabilità, che, come si è visto, dipende principalmente dal tipo di teoria dei doveri fiduciari seguita. E’ importante notare che la norma non fa riferimento a esenzioni a carattere generale, bensì a specifiche opportunità oppure specifiche categorie di opportunità. La deroga alla COD è quindi circoscritta da due ordini di limiti, uno oggettivo e l’altro soggettivo. Il primo attiene al tipo di opportunità rinunciabile: deve trattarsi di una opportunità specifica o un

¹⁷⁵ L’evoluzione in senso contrattuale della COD sembra essere riconosciuta anche nel commento allegato al *Model Business Corporation Act (2005)* elaborato dall’*American Bar Association*, cfr. sec. 8 – 169.

¹⁷⁶ Sebbene alcuni autorevoli commentatori abbiano criticato la validità di una deroga contrattuale alla COD: cfr. AYRES – GERTNER (1992), 743 che propongono la tesi della COD come regole di *default* derogabile solo in senso più restrittivo e non il contrario. Cfr. anche EISENBERG (1989), 1521.

insieme definito di opportunità¹⁷⁷. Il secondo, invece, riguarda invece gli organi titolari del potere di deroga, ovvero i soci all'atto della costituzione, ovvero gli amministratori (da intendersi, gli amministratori non interessati) in un momento successive. Quest'ultima distinzione si riflette sul testo della norma, in cui la rinuncia statutaria a determinate opportunità è trattata come rinuncia preventiva a ogni "interesse" o "aspettativa" sull'opportunità, mentre la rinuncia da parte del *board of directors* prende la forma di non necessità di preventiva offerta dell'opportunità alla società¹⁷⁸. Sebbene non espressamente previsto dalla norma, sembra evidente che le società possano, nello statuto o attraverso appositi accordi, derogare alla COD agendo direttamente sul fulcro di tutta la dottrina, ovvero sulla definizione di *corporate opportunity*. La formulazione in termini di "rinuncia all'opportunità" tuttavia è potenzialmente ambigua: non è chiaro se la società rinuncia a qualcosa che le appartiene, ovvero, a esercitare un proprio diritto, oppure se riconosce di non avere pretese su determinate opportunità. Se si tiene presente la funzione allocativa della definizione di *corporate opportunity*, è chiaro che la rinuncia, soprattutto se espressa nello statuto e relativa a un insieme di opportunità, comporta una definizione negoziale (implicita) di opportunità appartenenti alla società. In questo caso sembra preferibile che la definizione da implicita diventi palese, indicando non l'assenza di interesse in determinate opportunità, bensì semplicemente la loro natura *non corporate*, ovvero l'estraneità all'insieme delle attività che la società si propone di svolgere¹⁷⁹. E' opportuno però sottolineare che il

¹⁷⁷ Cfr. TALLEY (2002), 15 – 16. La soluzione adottata dal § 122 DGCL non si discosta dalla proposta di GORDON (1989), 1597 (nt 149) di una negoziazione caso per caso della COD.

¹⁷⁸ Si è già notato come l'imposizione di un obbligo di offerta preventiva dell'opportunità alla società equivale ad attribuire a quest'ultima un diritto di opzione sull'opportunità.

¹⁷⁹ Modifiche statutarie sono naturalmente sempre possibili, anche se in eventuali contenziosi non si dovrà tenere conto di modifiche strumentali, fatte al solo scopo di

punto centrale dell'intera COD, la definizione di *corporate opportunity*, sfugge a una definizione legale e resta affidata all'elaborazione della giurisprudenza e alle linee guida dell'ALI.

D. Le corporate opportunities in Italia: un risultato differente?

In conclusione sono necessarie alcune considerazioni sulla possibilità di trasferire nell'ordinamento italiano l'intero apparato della COD o parti significative di esso. Si è detto all'inizio del presente lavoro che il legislatore della recente riforma del diritto societario ha introdotto una previsione specifica all'art. 2391, ultimo comma, che pacificamente fa riferimento alla sottrazione e allo sfruttamento di *corporate opportunities*¹⁸⁰. Si è anche evidenziato l'assenza nell'art. 2391 di ogni riferimento alla natura delle opportunità spettanti alla società, salvo forse l'inciso "*appresi nell'esercizio dell'incarico*" del cui significato, rispetto alla giurisprudenza statunitense, si è trattato *supra*. In realtà l'assenza di una definizione legislativa di *corporate opportunity* non riveste particolare importanza,

acquisire l'opportunità emersa casualmente e non prevista, né ottenuta con l'uso di risorse sociali. Il che non significa, in un'ottica contrattuale della COD, che la tendenziale allocazione dell'opportunità così ottenuta al fiduciario, non possa poi ritornare alla società tramite negoziazione e acquisto da quest'ultimo. Sulla ammissibilità di una definizione negoziale di *corporate opportunity* cfr. TALLEY (2002), 16. Si noti che un ulteriore indiretto limite alla derogabilità della COD è contenuto nella stessa DGCL che al par. 102(b)(7) non consente la redazione di statuti sociali di società costituite nel Delaware che espressamente limitino o escludano la responsabilità dei managers per violazione del *duty of loyalty*.

¹⁸⁰ Nella formulazione dell'art. 2391 la locuzione è resa con "dati, notizie e opportunità d'affari" con la conseguente perdita del significato più rilevante del termine *corporate opportunity*, ovvero letteralmente "opportunità spettante alla società".

tenuto conto che anche negli U.S.A. le leggi statali hanno evitato finora di dettare definizioni vincolanti¹⁸¹.

Più rilevante invece determinare se il legislatore italiano ha inteso adottare per le *corporate opportunities* un modello fiduciario tradizionale, tendenzialmente inderogabile, oppure un modello contrattuale, aperto alla rinegoziazione delle allocazioni di *default*.

In generale le scelte di fondo della riforma del diritto societario operata nel 2003 comportano un progressivo superamento della concezione istituzionalistica delle società, a favore di una concezione più marcatamente contrattualistica¹⁸². Quanto al dovere di non agire in conflitto di interessi previsto dall'art. 2391, già in epoca precedente alla riforma una dottrina ha sostenuto con argomenti convincenti la natura derogabile della norma in questione, da considerare una *penalty default rule*, ovvero una norma che detta un assetto subottimale di interessi ma al tempo stesso consente, e anzi promuove, accordi in deroga a tale assetto¹⁸³. Passando all'esame dell'ultimo comma dell'art. 2391, norma su cui dovrebbe basarsi la COD italiana, sembra che il riferimento ai "danni" subiti dalla società a seguito dell'appropriazione di *corporate opportunities* possa essere letto come indice di adesione a una teoria contrattuale della COD. In altri termini, la norma avrebbe potuto essere formulata in modo più restrittivo, ad esempio: "*l'amministratore non può avvalersi a vantaggio proprio di dati, notizie o opportunità d'affari appresi nell'esercizio del suo incarico*". Se lo scopo

¹⁸¹ Piuttosto, si può dubitare dello sviluppo di una significativa giurisprudenza su tale fattispecie nell'ordinamento italiano; in prospettiva comparatistica cfr. ENRIQUES (2002), 752; cfr. anche DJANKOV *et al.* (2008), 438.

¹⁸² Si v. gli artt. 2 e 4 della legge delega per la riforma del diritto societario n. 366/2001. Sulla teoria contrattuale cfr. in generale C. MARCHETTI (2000); sullo *shareholder value* cfr. FERRARINI (2002).

¹⁸³ Cfr. ENRIQUES (2000)a, 256 ss. spec. 271; C. MARCHETTI (2000), 98 ss.

della norma fosse stato, come per l'art. 2390, promuovere il rapporto di fiducia tra società e amministratori, una formulazione del tipo indicato sarebbe stata più adatta, configurando direttamente la relazione come fiduciaria¹⁸⁴. Al contrario, il riferimento al danno subito dalla società assume probabilmente la funzione di incentivo alla negoziazione diretta delle *corporate opportunities*. Ciò dipende, naturalmente, anche dalla misura del danno. Se con l'espressione "danno" si intendono non solo le perdite effettive, ma anche il mancato guadagno (lucro cessante) l'amministratore potrebbe essere chiamato a risarcire alla società un importo pari al ragionevole profitto che questa avrebbe ricavato dall'opportunità¹⁸⁵. Questa conclusione può sembrare in contraddizione con le conseguenze sopra evidenziate della distinzione tra teoria fiduciaria e contrattuale della COD. Infatti, si era precisato che il *constructive trust* con conseguente restituzione dei profitti conseguiti dal fiduciario è un rimedio tipico della teoria tradizionale delle relazioni fiduciarie. La contraddizione però è solo apparente. Intanto, il mancato guadagno della società non necessariamente coincide con il profitto realizzato dal fiduciario. E' ben possibile che il fiduciario, in virtù delle proprie conoscenze e capacità, sia in grado di estrarre dal progetto un maggiore profitto rispetto alla società, ovvero di utilizzarlo in modo più efficiente: il risarcimento in questo caso equivale al prezzo per

¹⁸⁴ Sulla *ratio* dell'art. 2390 cfr. SPOLIDORO (1983), 1327 s.; cfr. anche MONTALENTI (2004), 253 il quale rileva l'inadeguatezza di un sistema che rimette alla sola autorizzazione generale dell'assemblea la rimozione del divieto di cui all'art. 2390 e non richiede anche una autorizzazione ulteriore, di volta in volta rilasciata dal consiglio di amministrazione su ipotesi concrete e determinate; il modello di autorizzazione su singole operazioni ben si adatta, poi, alla materia delle *corporate opportunities*. Si aggiunga che una regolazione inderogabile della materia delle *corporate opportunities* sembrerebbe in contrasto con il modello generale applicato al conflitto di interessi a seguito della riforma, su cui v. BONELLI (2004), 145 ss.; C. MARCHETTI (2004), 1251 ss.

¹⁸⁵ In questo senso BONELLI (1992), 94; cfr. anche ID. (2004), 156 dove l'Autore afferma che la previsione della restituzione alla società dei profitti illecitamente conseguiti è da ritenersi implicita nell'art. 2391.

“acquistare” l’opportunità dalla società¹⁸⁶. In secondo luogo, stabilire una misura maggiore del danno non necessariamente porta ad applicare questa previsione. Ovvero, i danni di elevato ammontare incentivano le parti a contrattare “attorno” alla disposizione e regolare la fattispecie in modo conforme ai loro interessi. Dal momento che all’inizio della relazione società-amministratore sarebbe estremamente difficile e costoso prevedere in modo esaustivo i casi di *opportunità sociali* da allocare all’una piuttosto che all’altro, le parti verosimilmente eviteranno tali costi e non prevederanno nulla al riguardo¹⁸⁷. Nel momento in cui sorge in concreto la contestazione riguardo una opportunità che non era possibile prevedere in precedenza, la previsione di danni particolarmente elevati – oppure di obblighi di informazione reciproca – spinge le parti a contrattare in modo effettivo, cosa non possibile *ex ante*. Soprattutto tenuto conto del costo del contenzioso, data la naturale incertezza del concetto stesso di *corporate opportunity* per cui la determinazione giudiziale può oscillare notevolmente da un caso all’altro¹⁸⁸.

Infine, occorre accennare a un problema di coordinamento dell’ultimo comma dell’art. 2391 con la disciplina del conflitto di interessi dettata dai primi tre commi del medesimo articolo. La nuova formulazione dell’art. 2391 pone al centro della disciplina degli interessi degli amministratori i doveri di informativa al consiglio da parte di questi ultimi. Efficacemente si è detto che oggetto dell’informativa non è più l’esistenza

¹⁸⁶ La soluzione proposta nel testo corrisponde all’applicazione di una *liability rule* secondo il noto schema elaborato da CALABRESI – MELAMED (1972).

¹⁸⁷ Ciò non significa che le parti non possano trovare un accordo *ex ante* su una specifica opportunità o su una categoria ben individuata; le parti agiscono in modo simile quando contrattano accordi di non concorrenza o regolano convenzionalmente la materia delle invenzioni dei dipendenti.

¹⁸⁸ Cfr. EASTERBROOK – FISCHER (1993), 444 s.; C. MARCHETTI (2000), 106 ss.

di un conflitto di interessi (anche se l'esistenza del conflitto non è di per sé esclusa), ma l'esistenza di un generico interesse che un amministratore abbia in una determinata operazione della società¹⁸⁹. Proprio quest'ultimo inciso – deve trattarsi di operazione “della società” – acquista particolare significato se letto in connessione alla materia delle *corporate opportunities*. Nel contesto degli interessi degli amministratori, confliggenti o collaterali che siano, appare tutto sommato ovvio il rapporto diretto tra interesse e operazione della società. In questo caso, anzi, il dovere di informativa sorge proprio in virtù della connessione tra l'amministratore e l'operazione della società. E' opportuno chiedersi se un analogo dovere di informativa sorge anche con riferimento alla *corporate opportunities* e, in caso affermativo, quale sia la fonte di tale dovere. Senza dovere guardare più lontano, una possibile soluzione al quesito si rinviene nello stesso art. 2391. L'interpretazione letterale del primo comma dell'art. 2391 potrebbe far escludere le *corporate opportunities* dagli obblighi di comunicazione dell'amministratore. Apparentemente la norma chiede all'amministratore di rendere una informativa completa su operazioni che siano già all'esame della società, in altre parole che siano già entrate nella sfera decisionale, e a maggior ragione operativa, dell'ente. Tuttavia questa conclusione non convince del tutto. In primo luogo perché, lo si è visto attraverso l'esame dei casi, non tutte le *corporate opportunities* sono assolutamente nuove alla società, ovvero aprono spazi in settori fino a quel momento non esplorati¹⁹⁰. Anzi, numerose opportunità *corporate* sorgono nel corso di operazioni o trattative già in essere. Riguardo a queste ultime non sembrano possibili dubbi circa l'onere per l'amministratore di rendere una informazione

¹⁸⁹ In questo senso BONELLI (2004), 146 s.; Cfr. anche MINERVINI (2006), 153.

¹⁹⁰ In questa categoria potrebbe rientrare solo una piccola parte delle *corporate opportunities*, in particolare quelle riconosciute tali in virtù della versione più estensiva della COD, attraverso il filtro di una *line of business* particolarmente dilatata.

completa circa l'eventuale interesse personale¹⁹¹. In realtà sembra possibile estendere i doveri di informazione dell'amministratore anche alle opportunità *corporate* di cui la società ancora non sia venuta a conoscenza, almeno in modo completo. Infatti è opportuno recuperare in via interpretativa il riferimento alla "appartenenza" del progetto alla società che l'art. 2391, ultimo comma, ha omissis. L'aggiunta di tale riferimento è consentita dalla considerazione che altrimenti non si giustificerebbe la responsabilità dell'amministratore per sottrazione di una opportunità che non "appartenga" alla società. In altri termini, le *corporate opportunities* sono per definizione operazioni "della società" nel senso dell'art. 2391, primo comma. Se non lo sono attualmente, anche perché devono ancora essere valutate, comunque lo sono in forza di una "potenzialità qualificata", in cui l'elemento determinante è la rispondenza dell'opportunità ai parametri indicati per stabilirne il carattere *corporate*. La comunicazione serve a mettere la società nella condizione di valutare l'opportunità. In caso contrario, la valutazione è rimessa all'amministratore, il quale può senza dubbio determinare interessi e obiettivi della società, ma deve agire senza l'ombra di un condizionamento soggettivo dettato da interessi personali. Nella dialettica consiliare originata a seguito della comunicazione è possibile che la società riconosca il reciproco vantaggio nell'assegnare l'opportunità all'amministratore, oppure che intenda comunque riconoscere un compenso aggiuntivo ove ritenga che l'amministratore abbia svolto incarichi ulteriori rispetto a quelli originariamente assunti¹⁹². L'imposizione

¹⁹¹ Sugli obblighi di informativa degli amministratori rispetto a interessi "lateral" cfr. *amplius* ZAMPERETTI (2005), 236 ss.; MINERVINI (2006), 153 ss.

¹⁹² E' forse possibile desumere l'obbligo di comunicazione dell'amministratore anche per un'altra via. L'obbligo dell'amministratore di rimettere alla società tutto ciò che deriva dall'esecuzione dell'incarico è stato approfondito con specifico riferimento alla disciplina del mandato, in particolare all'art. 1713 c.c.. In questo caso non si tratta di un trasferimento in senso materiale, ma l'effetto della comunicazione è comunque quello di consentire alla

di un obbligo di comunicazione d'altra parte è coerente con la visione contrattuale della COD. In quest'ottica la comunicazione è il presupposto necessario per la successiva rinegoziazione delle opportunità, secondo il meccanismo delle *penalty default rules*¹⁹³. In conclusione, occorre segnalare un potenziale limite all'operatività delle *penalty default rules* come incentivo alla comunicazione. Tali regole determinano un assetto di interessi non ottimale e di conseguenza spingono le parti a rinegoziare l'allocatione in modo maggiormente conforme alle aspettative reciproche. Tutto ciò presuppone che la componente di *penalty* sia effettiva. Ovvero, se la probabilità che l'appropriazione di una *corporate opportunity* sia rilevata ed efficacemente contestata in giudizio è particolarmente bassa, è dubbio che operi il suddetto meccanismo incentivante della contrattazione. In ipotesi, potrebbe risultare vantaggioso non rendere alcuna comunicazione alla società e confidare nella eventualità tutto sommato remota di contenziosi successivi¹⁹⁴. *De iure condendo* sarebbe preferibile aumentare il flusso di informazione prevedendo espressamente l'obbligo di comunicazione anche con riferimento alle *corporate opportunities* ed eventualmente sanzionando il mancato rispetto dell'obbligo con una penale che prescindendo dall'effettiva sottrazione dell'opportunità¹⁹⁵. Il problema dell'*enforcement* però ha

società di sfruttare, se lo voglia e ne sia in grado, l'opportunità. Su questa linea, con riferimento all'*insider trading* cfr. ABBADESSA (1979), 615; BARTALENA (1989), 155 ss.

¹⁹³ Cfr. ENRIQUES (2000)a, 271; EASTERBROOK – FISCHER (1993), 445.

¹⁹⁴ Considerazioni simili sulla difficoltà di rilevare e reprimere efficacemente le violazioni del *duty of loyalty* fanno concludere COOTER – FREEDMAN (1991), 1055 per l'opportunità di un "moltiplicatore punitivo", ovvero di una commisurazione dei danni che sconti la scarsa probabilità di applicazione.

¹⁹⁵ C. MARCHETTI (2004), 1257, ipotizza una responsabilità autonoma per mancato rispetto dell'obbligo di comunicazione previsto dall'art. 2391, sempre che, naturalmente, sia provata la sussistenza di un danno ed il nesso causale tra questo e l'omessa comunicazione. Non può escludersi, in presenza di una comunicazione da rendere pubblica, la possibilità

portata molto più ampia rispetto al piccolo settore delle *corporate opportunities* e oltrepassa i limiti del presente lavoro. In questa sede ci si è limitati a tentare un contributo ricostruttivo della definizione di *corporate opportunity*. L'applicazione o meno di questo concetto, una volta definito, dipende da altre variabili. Se i fattori che determinano l'applicazione della fattispecie risulteranno prevalenti, è probabile che la definizione di *corporate opportunity* che si è delineata riceva una applicazione sporadica, o anche nulla¹⁹⁶.

che il singolo socio o il terzo direttamente danneggiati dalla omessa o incompleta comunicazione possano agire ex art. 2395 c.c.

¹⁹⁶ Sui fattori che determinano una carenza di *enforcement* nell'ordinamento italiano, con riferimento alle *derivative suits*, cfr. GIUDICI (2005), 486 ss., considerazioni analoghe valgono anche per le *corporate opportunities*; sui fattori che ostacolano l'affermarsi di azioni di minoranza nell'europa continentale cfr. anche GRECHENIG - SEKYRA (2007).

BIBLIOGRAFIA

- *Indice degli Autori (in ordine alfabetico):*
- [NOTA] *Corporate opportunity*, (1961) 74 Harv. L. Rev. 765.
- AA. VV. (2001), *Amministratori fiduciari: di chi?* a cura di Antonino D'Angelo, Milano.
- ABBADESSA (1979), *L'uso di informazioni privilegiate nei rapporti con la società*, in XXV Ann. econ. univ. Catania, 597.
- AYRES - GERTNER (1989), *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 Yale L. J. 87.
- AYRES – GERTNER (1992), *Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules*, 101 Yale L.J. 729.
- ALLEN - KRAAKMAN (2003), *Commentaries and cases on the law of business organization*, New York.
- AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*, St. Paul (Minn.), 1994.
- BAINBRIDGE (2002), *Corporation law and economics*, New York.
- BARACHINI (2006), *L'appropriazione delle corporate opportunities come fattispecie di infedeltà degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, II, a cura di Abbadessa e Portale, 605.
- BARTALENA (1989), *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano.
- BEBCHUK L. - C. JOLLS (1999), *Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth*, 15 J.L. Econ. & Org., 487.
- BEBCHUK – FRIED (2004), *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge (Mass.).
- BEVERIDGE N. (1992), *The corporate director's fiduciary duty of loyalty: understanding the self-interested director transaction*, 41 De Paul L. Rev. 655.
- BONELLI (1992), *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano.
- BONELLI (2004), *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano.
- BROWN (1986), *When opportunity knocks: an analysis of the Brudney and Clark and ALI Principles of corporate governance proposal for deciding corporate opportunity claims*, 11 J. Corp. L. 255.
- BRUDNEY – CLARK (1981), *A new look at corporate opportunities*, 94 Harv. L. Rev. 997.

- BRUDNEY (1985), *Corporate governance, agency costs and the rhetoric of contract*, 85 Colum. L. Rev. 1403.
- BRUDNEY (1997), *Contract and fiduciary duty in corporate law*, 38 B.C.L. Rev. 595.
- CALABRESI – MELAMED (1972), *Property rules, liability rules and inalienability: one view of the cathedral* 85 Harv. L. Rev. 1098.
- CARY – EISENBERG (1995), *Cases and materials on corporations*, 7th ed., New York
- CHEW (1989), *Competing interests in the corporate opportunity doctrine* 67 N.C.L.Rev. 435.
- CHOPER – COFFEE – GILSON (2008), *Cases and materials on corporations*, 7th ed., New York.
- CLARK (1986), *Corporate law*, Boston – Toronto.
- CLARK (1991), *Agency costs versus fiduciary duties*, in *Principals and agents: the structure of business*, a cura di Pratt – Zeckhauser, Boston (Mass.), 55.
- COOTER-FREEDMAN (1991), *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*. 66 N.Y.U.L. Rev., 1045.
- DAVIES (2003), *Gower and Davies' principles of modern company law*, London.
- DAVIS (1998), *Corporate Opportunity and Comparative Advantage* 84 Iowa L. Rev. 211.
- DE FRANCHIS (1984), *Dizionario giuridico – Law dictionary*, Milano.
- DEMSETZ (1967), *Towards a theory of property rights* 57 Am. Econ. Rev. 347.
- DJANKOV – LA PORTA – LOPEZ DE SILANES – SHLEIFER (2008), *The law and economics of self dealing* 88 J. Fin. Econ. 430.
- EASTERBROOK – FISCHER (1982), *Corporate control transactions* 91 Yale L. J. 698-737.
- EASTERBROOK – FISCHER (1991), *The economic structure of corporate law*, Cambridge (Mass.), (trad. it. *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996).
- EASTERBROOK – FISCHER (1993), *Contract and fiduciary duty* 36 J.L. & Econ. 425.
- EISENBERG (1988), *Self interested transactions in corporate law*, 13 J. Corp. L. 997.
- EISENBERG (1989), *The structure of corporation law*, 89 Colum. L. Rev. 1461.
- EISENBERG (1992), *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 617.
- ENRIQUES (2000)a *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano.
- ENRIQUES (2000)b, *The law on company directors' self-dealing: a comparative analysis* 2 Int. Comp. Corp. L. J. 297.
- ENRIQUES (2002), *Do corporate law judges matter? Some evidence from Milan*, 3 E. B. Or. L. Rev. 752.
- EPSTEIN (1996), *Contract and trust in corporate law: the case of corporate opportunity*, 21 Del. J. Corp. L. 5.

- FERRARINI (2002), *Valore per gli azionisti e governo societario*, in Riv. soc. 2002, 462.
- FLEISCHER (2004) , *The responsibility of the management and of the board and its enforcement*, in *Reforming company and takeover law in Europe* a cura di Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Oxford.
- FLEISCHER (2005), *Legal transplants in European company law: the case of fiduciary duties*, 3 E. C.. Fin. L. Rev. 378.
- GELB (1997), *The corporate opportunity doctrine, recent cases and the elusive goal of clarity*, 31 U. Rich. L. Rev. 371.
- GHEZZI (1996), *I doveri fiduciari degli amministratori nei “Principles of Corporate Governance”*, in Riv. soc., 1996, 465.
- GIUDICI P. (2005), *L’azione di responsabilità contro gli amministratori esercitata dai soci di minoranza: i problemi di un legal transplant*, in N. Giur. civ. comm. 2005, 473.
- GOETZ - SCOTT (1981), *Principles of relational contracts* 67 Va. L. Rev. 1089.
- GORDON (1989), *The mandatory structure of corporate law* 89 Colum. L. Rev. 1549.
- GRECHENIG - SEKYRA (2007), *No Derivative Shareholder Suits in Europe, a model of percentage limits, collusion and residual owners*, Columbia Law School working paper n. 312, consultabile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=933105>.
- HANSMANN – MATTEI (1998), *The functions of trust law: a comparative legal and economic analysis* 73 N.Y.U.L. Rev. 434.
- HOPT (1985), *Self dealing and use of corporate opportunity and information. Regulating directors’ conflict of interest*, in *Corporate governance and directors’ liabilities* a cura di Hopt – Teubner, Berlin – New York, 285.
- JENSEN-MECKLING (1976), *The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure* 3 J. F. Econ. 305.
- KERSHAW (2005)a, *Does it matter how the law thinks about corporate opportunities?* 25 Legal stud. 533.
- KERSHAW (2005)b, *Lost in translation: corporate opportunities in comparative perspective* 25 Ox. J. Legal stud. 603.
- KRONMAN (1978), *Mistake, disclosure, information and the law of contracts* 7 J. Legal stud. 1.
- LOWRY J. – EDMUNDS R. (1998), *The corporate opportunity doctrine: the shifting boundaries of the duty and its remedies*, 61 Mod. L. Rev. 515.
- MANNE (1966), *Insider trading and the stock market*, Chicago.
- MARCHETTI C. (2000), *La “nexus of contracts” theory*, Milano.

- MARCHETTI C. (2004), *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. Comm*, 2004, I, 1229.
- MARRELLA, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali nella legislazione statunitense*, in *Dir. econ.*, 1993, 155.
- MARSH (1966), *Are directors trustees? Conflict of interest and corporate morality*, 22 *Bus. Law*. 35.
- MINERVINI (1956), *Gli amministratori di società per azioni*, Milano.
- MINERVINI (2006), *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.* 2006, I, 147.
- MONTALENTI (2004), *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.* 2004, 243.
- POPOFSKY (1982), *Corporate opportunity and corporate competition: a double barreled theory of fiduciary liability*, 10 *Hofstra L. Rev.* 1193.
- SALZWEDEL (2002), *A contractual theory of corporate opportunity and a proposed statute*, 23 *Pace L. Rev.* 83.
- SAVITT (2003), *A New New Look at Corporate Opportunities*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 235, consultabile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=446960>, DOI: 10.2139/ssrn.446960.
- SCOTT (2003), *The corporate opportunity doctrine and impossibility arguments*, 66 *Mod. L. Rev.* 852.
- SPOLIDORO (1983), *Il divieto di concorrenza per gli amministratori di società di capitali*, *Riv. soc.* 1314.
- TALLEY (1998), *Turning servile opportunities to gold: a strategic analysis of the corporate opportunities doctrine* 108 *Yale L. J.* 277.
- TALLEY (2002), *Complexity in corporate governance: the case of corporate opportunities*, OECD Fourth Asian Roundtable on Corporate Governance, *Shareholder Rights and the Equitable Treatment of Shareholders*, Mumbai (India), 11 – 12 novembre 2002.
- TURNBULL (1988), *The doctrine of corporate opportunity: an economic analysis*, 13 *Can.-U.S. L. J.*, 185.
- VENTORUZZO (2005), *Interessi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, Milano, 423.
- VILLA G. (1988), *Errore riconosciuto, annullamento del contratto ed incentivi alla ricerca di informazioni*, in *Quadrimestre*, 1988, 286.
- WEIGMANN (1991), *Settimo. Non rubare*, in *I dieci comandamenti* a cura di Cendon, Milano, 111.

- WEIGMANN (1992), *Lo storno di affari da una società*, in *Giur. it.*, 1992, 235.
- WHINCOP (1999), *Painting the corporate cathedral: the protection of entitlements in corporate law* 19 Ox. J. L. Stud.19.
- ZAMPERETTI (2005), *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano.

- *Giurisprudenza (in ordine cronologico)*:

U.S.A.:

Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co., 28 So. 199 (Ala. 1900).

Meinhard v. Salmon, 249 N.Y. 458, 464, 164 N.E. 545, 546, 62 A.L.R. 1 (1928).

Irving Trust Co. v. Deutsch, 73 F.2d 121, 2d Cir. (1934).

Guth v. Loft, 5 A.2d 503 (Del. 1939).

Johnston v. Greene, 121 A.2d 919 (Del. Ch. 1956).

General Automotive Manufacturing Co. v. Singer, 120 N.W.2d 659 (Wis. 1963).

Paulman v. Kritzer, 219 N.E. 2d 541 (Ill. App. 1966).

Burg v. Horn, 380 F.2d 897 (2d Cir. 1967).

Kaplan v. Fenton, 278 A.2d 834 (Del. 1971).

A.C. Petters Co. v. St. Cloud Enter., Inc., 222 N.W.2d 83 (Minn. 1974).

Kerrigan v. Unity Savings Ass'n., 317 N.E.2d 39 (Ill. 1974).

Miller v. Miller, 22 N.W.2d 71 (Minn. 1974).

Ellzey v. Fyr-Pouf, Inc., 376 So.2d 1328 (Miss. 1979).

Energy Resources Corp. v. Porter, 438 N.E.2d 391 (Mass. App. 1982).

Graham v. Mimms, 444 N.E.2d 549 (Ill. App. 1982).

Nicholson v. Evans, 642 P.2d 727 (Utah, 1982).

Lussier v. Mau-Van Dev., Inc., 667 P.2d 804 (Hawaii App. 1983).

Peterson Welding Supply Co., v. Cryogas Products Inc., 467 N.E.2d 1068 (Ill. App. 1984).

Klinicki v. Lundgren, 695 P.2d 906 (Or. 1985).

Ampersand Productions, Inc. v. Stahl, E.D. Pa. Feb. 20, 1986.

CST, Inc. V. Mark, 520 A.2d 469 (Pa. 1987).

Alexander & Alexander of N.Y., Inc. v. Fritzen, 147 App. Div. 2d 241, 542 N.Y.S. 2d 530 (1989).

Rapistan Corp. v. Michaels, 511 N.W. 2d 918 (Mich. Ct. App. 1994).

Levy v. Markal Sales Corp., 643 N.E.2d 1206 (Ill. App. 1994), [*cert. denied*, 116 S.Ct. 171 (1995)].

Northeast harbor golf club, Inc. v. Harris, 661 A.2d 1146 (Me. 1995).

Yiannatsis v. Stephanis, 653 A.2d 275 (Del. 1995).

Cellular Information Systems, Inc. v. Broz., 663 A.2d 1180 (Del. Ch. 1995).

Broz v. Cellular information systems, Inc., 673 A.2d 148 (Del. 1996).

Demoulas v. Demoulas Super Markets, Inc., 677 N.E.2d 159 (Mass. 1997).

A Teixeira & Co, Inc. v. Teixeira, 699 A.2d 1383 (RI. 1997).

Shapiro v. Greenfield, 764 A.2d 270 (Md. App. 2000).

Telxon Corporation v. Meyerson, 802 A.2d 257 (Del. 2002)

U.K.:

Keech v. Sandford, 25 ER 223 (1726).

Regal (Hastings), Ltd. V.Gulliver 1 All. E.R. 378 (House of Lords 1942).

Boardman v. Phipps, 2 AC 46 (1967).