



CLEANSING EFFECT E STANDARD DI JUDICIAL REVIEW NELLA RECENTE GIURISPRUDENZA STATUNITENSE

PIERLUIGI MATERA, FERRUCCIO M. SBARBARO *

Sommario 1. Introduzione e inquadramento della questione. – 2. *Judicial review standard*, onere probatorio e scelte di *policy*. – 3. (Segue): in particolare, Revlon e l'*entire fairness standard*. – 4. (Segue): i *cleansing device* nella giurisprudenza precedente. – 5. I nuovi orientamenti: Corwin v. KKR Financial Holdings e i casi Revlon. – 6. (Segue): Kahn v. M&F Worldwide e le operazioni con *controlling stockholder*. – 7. Prospettive e criticità. – 8. Un raffronto tra le due sponde dell'Atlantico: lo *scheme of arrangement* di cui alla Part 26 dello UK *Companies Act* 2006. – 9. Conclusioni.

1. *Power to the people and relief to directors*: è l'icastica e provocatoria formula di apertura che si apprezza in una breve nota¹ di commento ai recenti orientamenti della giurisprudenza del Delaware in materia di *cleansing effect* e *stockholder ratification*².

Sebbene la necessaria sinteticità sacrifichi naturalmente la complessità delle implicazioni sottese, l'espressione si disvela non priva di un qualche fondamento e segnala il minimo comune denominatore di due nuove linee di decisioni. Essa si richiama, infatti, agli effetti in tema di *judicial review standard* che derivano dai nuovi principi affermati in Corwin v. KKR Financial Holdings³ e in Kahn v. M&F Worldwide⁴ rispettivamente nei contesti c.d. Revlon e in quelli invece con presenza di *controlling stockholder*, e segnatamente all'applicabilità della *business judgment rule* e delle

* L'opera, sebbene unitariamente concepita, è da attribuirsi come segue: a Pierluigi Matera i parr. 1, 2, 3, 6, 8 e 9; a Ferruccio M. Sbarbaro i parr. 4, 5 e 7.

¹ C. O'BRIEN, A. KURMANOVA, *Power to the People (and Relief to Directors): New Clarity on the Cleansing Effect of Stockholder Ratification*, in *The M&A Law.*, 2017, vol. 21, n. 2, p. 1.

² L'espressione "*stockholder ratification*" ha conosciuto un uso piuttosto variegato nella giurisprudenza statunitense. Tradizionalmente – e così nella indagine che segue –, con siffatta terminologia si fa riferimento a quelle situazioni nelle quali agli azionisti viene richiesta l'approvazione di una decisione del *board of directors* che non necessiterebbe di tale approvazione per la propria validità ed efficacia. Cfr. J. T. LASTER, *The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny*, in *WM. Mitchell Law Rev.*, 2013, vol. 40 p. 1443.

³ Corwin v. KKR Financial Holdings. LLC, 125 A.3d 304 (Del. 2015), confermando *In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation*, 101 A.3d 980, (Del. Ch. 2014).

⁴ Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).



sue *presumption* qualora l'operazione sia approvata da una “*fully informed, uncoerced majority of disinterested stockholders*”, nonché sia, per fattispecie con *controlling stockholder*, subordinata all'approvazione, in aggiunta, di uno *special committee* indipendente, con pieni poteri e che abbia assolto al proprio *duty of care in negotiating a fair price*.

Per certo, il mutamento nelle modalità dell'eventuale sindacato giudiziale non è conseguenza di poco conto, dacché l'accesso a uno *standard* di *judicial review* notoriamente ben più *director-friendly* risulta sovente determinante per le sorti dell'azione⁵. Ne discende chiaramente come le corti, nell'attribuire un nuovo peso – o meglio effetto, c.d. *cleansing* – al consenso assembleare, eventualmente preceduto e corredato dall'opera del predetto comitato, abbiano consegnato agli amministratori uno strumento, *rectius* una procedura – ora meno gravosa (Corwin) ora più gravosa (M&F Worldwide) – di notevole rilevanza nell'ambito di riferimento giacché, ove adoperata correttamente, condurrà con altissime probabilità a un veloce e precoce *dismissal* del *case* o ancor prima scoraggerà iniziative di sorta.

Non è però scontato che ciò comporti anche un maggior potere o una miglior tutela per gli azionisti di minoranza. E l'indagine si profila complessa.

Di là da formule più o meno suggestive e superando entusiasmi e critiche che pure le evoluzioni giurisprudenziali in parola hanno suscitato⁶, infatti, i citati arresti non solo vanno a collocarsi a giusto titolo nel novero dei “*leading cases*” chiamati a regolare un tema – quello degli *standard* di *review* appunto – tanto delicato quanto

⁵ Vasta è la letteratura in materia. Per i profili qui in interesse, v., *ex plurimis*, D. WILSON, *Desirable Resistance: Kahn v. M&F Worldwide and the Fight for the Business Judgment Rule in Going-Private Mergers*, in *U. Penn. J. Bus. Law*, 2015, vol. 17, n. 2, p. 643 ss.; e in senso critico, L.P.Q. JOHNSON, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, *Del. J. Corp. Law*, 2013, vol. 38, p. 405 ss. Ragionata disamina degli *standard* in questione e della loro gradazione in relazione alla posizione degli amministratori prima dei nuovi orientamenti in commento in E. W. HECKER, Jr., *Fiduciary Duties in Business Entities Revisited*, in *U. Kan. Law Rev.*, 2013, vol. 61, p. 923 ss. V., altresì, le sempre valide riflessioni di W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *Function Over Form: A Reassessment of Standard of Review in Delaware Corporation Law*, in *Bus. Law.*, 2001, vol. 56, p. 1287 ss. e in *Del. J. Corp. Law*, 2001, vol. 26, p. 859 ss.; L. A. STOUT, *In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, in *Nw. U. Law Rev.*, 2002, vol. 96, p. 675 ss.; A. S. Gold, *A Decision Theory Approach to the Business Judgment Rule: Reflections on Disney, Good Faith, and Judicial Uncertainty*, in *Md. Law Rev.*, 2007, vol. 66, p. 398 ss.

⁶ Già numerosi sono i commenti in materia. Oltre a quanto citato *infra*, v. le annotazioni sulle graduali evoluzioni del *cleansing effect* in R. S. REDER, *Delaware Chancery Court Extends “Cleansing Effect” of Stockholder Approval Under KKR to Two-Step Acquisition Structure*, in *Vand. Law Rev. En Banc*, 2016, vol. 69, p. 227 ss.; nonché R. S. REDER, T. M. BULBA, *Delaware Courts Diverge on Whether “Cleansing Effect” of Corwin Applies to Duty of Loyalty Claims*, in *Vand. Law Rev. En Banc*, 2017, vol. 70, p. 1 ss. nonché *ivi* ID., *Delaware Courts Confront on Whether “Cleansing Effect” of Corwin Applies to Duty of Loyalty Claims*, p. 35 ss.



determinante per gli esiti dell'azione⁷, ma sono destinati a modificare l'assetto generale – e la *sedes* – dei controlli stessi e più esattamente l'equilibrio tra essi – e ciò quantomeno nella misura in cui le corti non riterranno di riaprire al sindacato giudiziale facendo ad esempio leva sull'assenza di una informazione piena, piuttosto che sulla sussistenza di una *coercion*.

E così, il significato di quanto affermato in *Kahn v. M&F Worldwide* come in *Corwin v. KKR Financial Holdings* finisce con il trascendere finanche la rimarchevole ma specifica variazione in termini di *burden of proof* e *judicial review standard* e con l'aprire a irrinunciabili valutazioni in ordine alle scelte di *policy* sottese alle soluzioni adottate o alle loro conseguenze più generali sul settore – ma soprattutto in ordine alla loro eventuale ascrivibilità nel solco di un più generale *trend* in argomento piuttosto che alla loro potenziale utilità ai fini di una circolazione del principio.

A ben vedere, superando la particolarità delle operazioni nelle quali le citate pronunce sono maturate, la decisione di collegare alla *stockholder ratification* effetti sì importanti sul piano processuale – quale l'applicabilità della *business judgment rule* e del suo regime appunto – è determinazione precipuamente calibrata, con buone probabilità lungamente meditata e che, più che nella prospettiva del potere riconosciuto agli azionisti – in questo caso di minoranza –, va analizzata in termini di contemperamento di interessi e di finalità perseguite o conseguite.

In altre parole, nessuno dei due provvedimenti può essere considerato alla stregua di un inatteso e improvviso *revirement*, dovendosi per contro rimarcare come entrambe le decisioni siano riconducibili a due direttrici che originano da una medesima ponderazione, presumibilmente elaborata lungo un preciso convincimento quantomeno con riferimento al rapporto costi/benefici degli strumenti di controllo e dell'accesso alla *litigation* più in generale.

Depongono in questo senso molteplici circostanze: le due pronunce sono praticamente coeve e sono maturate nell'ambito della medesima Corte – che, come è noto, vanta la più ampia esperienza in materia di società nel sistema statunitense e le cui innovazioni nel campo hanno attraversato sovente l'Atlantico; entrambe sono state immediatamente ribadite e convintamente seguite anche al di fuori della giurisprudenza del Delaware; un'accurata ricostruzione è in grado di far emergere una

⁷ Per D. WILSON, *op. cit.*, p. 644, solo il raffronto con la giurisprudenza consolidatasi lungo diversi decenni può consentire “to appreciate the magnitude of this event”. Ma nel medesimo senso anche gli altri commenti. V. altresì i dati offerti in F. RESTREPO, G. SUBRAMANIAN, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach*, in *Harv. Bus. Law Rev.*, 2015, vol. 5, in part. p. 217 ss.



serie di decisioni per così dire preparatorie che rinvie nelle due pronunce il culmine di un percorso.

Non solo, ma è agevole rilevare già *prima facie* come le argomentazioni fornite a sostegno delle soluzioni in esame non manchino di accuratezza e non trascurino valutazioni sistematiche.

È stato osservato, in relazione a *Kahn v. M&F Worldwide*, come la decisione sia “*part of a broader, desirable trend of pushback against Lynch*”⁸; o come *Revlon* stesse esaurendo la propria spinta e segnando il passo⁹. Ma un’indagine più ampia, che componga in una corretta prospettiva *Corwin* e *M&F Worldwide*, è in grado di supportare conclusioni ben più significative. Non a caso, tra le riflessioni di quest’ultimo caso (*Corwin v. KKR Financial Holdings*) si legge come “*when the real parties in interest – the disinterested equity owners – can easily protect themselves at the ballot box by simply voting no, the utility of a litigation-intrusive standard of review promises more costs to stockholders in the form of litigation rents and inhibitions on risk-taking than it promises in terms of benefits to them*”.

Il che val quanto dire che le esigenze di tutela degli azionisti di minoranza nell’ambito in questione risultano ora recedere rispetto ai costi, anche in termini di politiche manageriali eccessivamente difensive o di eccessi nella corrispondente *litigation*, che l’applicazione di un più penetrante parametro di sindacato delle decisioni comporterebbe. Di modo che il controllo offerto dalla nuova procedura di approvazione da parte dei *disinterested stockholder* – nonché da parte dello *special committee* per l’applicabilità del nuovo *standard* di cui in *M&F Worldwide* – appare sufficiente nel bilanciamento di interessi anche a fronte della correlata riduzione nell’efficacia dell’eventuale *private enforcement* operato da un socio dissenziente.

Solo componendo *in unum* le due linee di casi originati dalle pronunce in questione e procedendo a una lettura in questa chiave si può tentare di scongiurare la mera annotazione, per virare verso un’indagine che aspiri a non rivelarsi riduttiva o semplicistica. In questa prospettiva, possono evitarsi, per un verso, sottovalutazioni che colgano unicamente gli aspetti particolari – come la pur opportuna eliminazione di talune sperequazioni – e, per altro verso, sopravvalutazioni che proclamino incautamente l’abbandono da parte delle corti di ogni *scrutiny* per le fattispecie in

⁸ D. WILSON, *op. cit.*, p. 646; il riferimento è a *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994), di cui più diffusamente *infra*.

⁹ Cfr. L.P.Q. JOHNSON, R. RICCA, *The Dwindling of Revlon*, in *Wash. & Lee Law Rev.*, 2014, n. 71 p. 167 ss.; cfr. in senso parzialmente difforme, ma prima di *Corwin v. KKR Holdings*, M. MANESH, *Nearing 30, is Revlon showing its Age?*, in *Wash. & Lee Law Rev. Online*, 2014, n. 71, p. 107 ss.



parola – o trascurando la presenza di “valvole” nella procedura di approvazione che possono riaprire al sindacato o anche solo estendendo, oltre quanto deciso dai giudici, i confini soprattutto di M&F Worldwide¹⁰.

A tal fine, però, appare necessario dapprima inquadrare i nuovi orientamenti in esame nel dibattito sulla funzione che nell’ordinamento americano assolvono i diversi *standard di judicial review*; punto dal quale è dunque opportuno prendere le mosse, per poi procedere per ordine nella verifica delle intuizioni sopra accennate.

2. Al pari di quanto accennato, gli effetti sull’assetto generale degli strumenti di controllo della *corporate governance* che i principi affermati in *Corwin v. KKR Financial Holdings* e in *Kahn v. M&F Worldwide* possono sortire – e invero già registrano – sono agevolmente immaginabili sol che si consideri la funzione che la *business judgment rule* assolve nel sistema statunitense; ragione per la quale, peraltro, se non precipuamente ricercati questi effetti sono quantomeno stati consapevolmente previsti. Nondimeno, affinché questa non sembri un’argomentazione *post hoc e propter hoc* occorre spendere qualche parola.

Come è noto, la *business judgment rule* – la regola che non è una regola, come è stata definita, in quanto “*it has no mandatory content*” e “*it involves no substantive «do' s» or «don' ts» for corporate directors or officers*” – costituisce il più celebre *standard di judicial review*; o forse più correttamente di “*non-review*”, giacché permette un limitato sindacato del merito di una *business decision*¹¹.

Essa rappresenta sostanzialmente “*a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*”; i giudici presumono così che la decisione non ha integrato *fraud, illegality, ultra vires conduct* o *waste*¹². Di modo che non sarà consentito un *second-guess* alla corte la quale, peraltro, secondo la tradizionale e condivisa opinione che ha da sempre dominato il dibattito nordamericano sul punto, non si trova nella posizione ideale per valutare le circostanze che un *director* ha dinanzi

¹⁰ Avverte del rischio I. FIEGENBAUM, *The Geography of MFW-Land*, in *Del. J. Corp. Law*, 2017, p. 11 ss., in corso di pubblicazione, disponibile in SSRN all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2850900>.

¹¹ Le sagaci espressioni sono di D. M. BRANSON, *The Rule at Isn't a Rule - The Business Judgment Rule*, in *Val. U. Law Rev.*, 2002, vol. 36, p. 631. Lo definiscono l’espressione di una “*policy of non-review*” pure W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, Jr., *op. cit.*, p. 870.

¹² *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), citando altresì *Kaplan v. Centex Corp.*, 284 A.2d 119, 124 (Del. Ch. 1971), secondo una delle più comuni descrizioni della regola.



quando deve decidere. In tal senso, la *business judgment rule* è un vero e proprio “*cardinal precept*” che restituisce processualmente la convinzione secondo cui “*directors, rather than shareholders, manage the business and affairs of the corporation*”¹³.

Per superare tale presunzione, l'attore si assumerà l'onere di dimostrare che gli amministratori hanno consapevolmente violato i propri “*fiduciary duties*” di “*good faith, loyalty and due care*”¹⁴; e per farlo nemmeno invocare una *gross negligence* sarà sufficiente¹⁵, se è vero che il *plaintiff* dovrà provare che il *director* o l'*officer* ha agito “*intentionally* [...] *with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation*” o “*with the intent to violate applicable positive law*”, o ancora ha omesso “*to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties*”¹⁶. In altri termini, salvo che alle decisioni degli amministratori non si possa attribuire realmente *any rational business purpose*, la regola offrirà un completo schermo dal sindacato giudiziale¹⁷.

L'applicazione della *business judgment rule*, allora, con il proprio gravoso onere probatorio, è destinata a lasciare un assai scarso margine di successo per l'attore, con probabile *dismissal* anche in fase di *pleading*, privando di fatto la situazione giuridica *de qua* di un concreto *private enforcement*. Il che val quanto dire che si riduce sostanzialmente, nell'ambito del novero dei controlli sulla correlata operazione, il

¹³ Aronson v. Lewis, cit., 811 o anche In re PSE&G Shareholder Litigation, 315 N.J. Super. 325, 718 A.2d 254, 256 (1998). In In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation, 879 A.2d 604, 614 (Del. Ch. 2005) si legge che “*the central idea of Delaware's approach to corporation law is the empowerment of centralized management, in the form of boards of directors and the subordinate officers they choose, to make disinterested business decisions. The business judgment rule exemplifies and animates this idea*”. V. pure Orman v. Cullman, 794 A.2d 5, 20 (Del. Ch. 2002), citato in In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation, cit., 989. Non mancano nemmeno ordinamenti che rafforzano ulteriormente la posizione dei *directors* come collegata all'applicabilità della *business judgment rule*. A mero titolo esemplificativo, si consideri quanto accade in Virginia: v. L. V. PARKER, JR., *Virginia is for Lovers and Directors: Important Differences between Fiduciary Duties in Virginia and Delaware*, in *Wm & Mary Bus. Law Rev.*, 2001, vol. 2, p. 51 ss. Per l'ordinamento italiano cfr., da ultimo, i riferimenti giurisprudenziali in S. SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, dal diritto statunitense, della business judgment rule*, in *Foro padano*, 2015, p. 467 ss.

¹⁴ Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993). Peraltro, rispetto alla triade *care, loyalty* e *good faith*, si noti come quest'ultimo sia in realtà una sottoarticolazione del *duty of loyalty*; per tutti, sul punto, in Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006) si legge come “*the fiduciary duty of loyalty is not limited to cases involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest. It also encompasses cases where the fiduciary fails to act in good faith*”.

¹⁵ In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27, 66 (Del. 2006).

¹⁶ Id., 67-68.

¹⁷ Così Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971). Laddove l'attore non riesca a provare ciò, la *business decision* sarà “*insulated*” – nella terminologia delle corti statunitensi – da ogni contestazione. V., tra tanti, anche, Joy v. North, 692 F.2d 880, 885 (2d Cir. 1982) Cfr. più di recente, In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, cit., 74; v., giustappunto con riferimento a M&F Worldwide, la ricostruzione di D. WILSON, *op. cit.*, p. 647.



ruolo di quello delle corti, talvolta in favore, come nel caso in questione, di una procedimentalizzazione di quella decisione – ipotesi nella quale, poi, è siffatta procedimentalizzazione chiamata ad assicurare *ex ante*, per altro mezzo (ad esempio a mezzo di un *committee of independent directors* e degli azionisti *disinterested*) l'indispensabile controllo.

In linea teorica, quindi, la determinazione in ordine all'applicabilità o meno della regola in parola sottende valutazioni di *policy* le quali selezionino le situazioni giuridiche o da ritenersi meritevoli di particolare attenzione, *id est* di un più penetrante *judicial scrutiny* e dunque da parametrare a criteri di sindacato altri rispetto alla *business judgment rule*; o per contro da schermare contro azioni di disturbo, vessatorie o comunque non sorrette da evidenze immediate, con conseguente applicazione della *rule* in esame. Tali valutazioni devono richiamarsi necessariamente a considerazioni sistematiche, di matrice inevitabilmente pubblicistica, che tengano conto anche di fattori come il carico giudiziario o i risultati rilevati in ordine ai rimedi disponibili.

Pertanto, le riflessioni che inducono una corte alla individuazione della *business judgment rule* quale *standard* di riferimento non dovrebbero auspicabilmente mai essere estemporanee bensì essere il risultato di un ben preciso processo o finanche progetto per così dire politico; e dunque potrebbero ben essere ponderate più che rispetto agli interessi privatistici in gioco, rispetto a quelli pubblicistici cui il generale assetto dei controlli risponde – particolarmente nell'approccio di legislatori e corti specializzate e che sovente producono modelli¹⁸.

Orbene, di là da speculazioni che possono apparire giustappunto più o meno teoriche e di là dalla verosimiglianza di logiche che disvelerebbero un'asettica lucidità nella redazione delle decisioni, vi sono ragioni che inducono a ritenere che sul tema un impegno in tal senso dei giudici nordamericani si registri in concreto, anche eventualmente con un'opera realizzata in parte nelle pronunce che precedono e seguono completando il precedente; o comunque, in ultima analisi, che tanto sia accaduto in questo caso¹⁹.

¹⁸ In special modo se si discorre delle corti del Delaware, sia per il ruolo che storicamente hanno sempre assolto in materia di *corporate law*, sia perché per tale ragione le relative pronunce sono oggetto di peculiare attenzione da parte della dottrina. Secondo L. P. Q. JOHNSON, *op. cit.*, p. 406, “*apart from the Justices on the United States Supreme Court, it is hard to imagine that any judges in our country receive closer scrutiny than those serving on Delaware's courts*”.

¹⁹ Non mancano opinioni più scettiche in ordine alla capacità o meglio alla consapevolezza dell'elaborazioni giurisprudenziali in termini di politica del diritto, almeno nelle prime pronunce che segnano una significativa innovazione in materia, come si dirà *infra*.



Depongono in favore di questa conclusione, secondo le più autorevoli ricostruzioni²⁰, sia la funzione che in generale il sistema capitalistico riconosce al diritto delle società, sia il modello che la *corporate law* statunitense sembra sempre più perseguire, sia la complessa gradazione di *judicial review standard* man mano elaborata, sia infine la lettera delle stesse pronunce e, per quanto in interesse, di Corwin e di M&F Worldwide, già nella formulazione prodotta dalla *Chancery Court*.

Lasciando il primo profilo alle indagini dedicate al dibattito sul tema²¹ e riservando l'ultima considerazione alla successiva analisi dei due casi in commento, giova precisare con riferimento alle altre due quanto segue.

In primis, come è stato autorevolmente osservato²², la legislazione statunitense in materia di società ha lasciato emergere, nel corso del secolo scorso, un lento ma graduale abbandono del “*mandatory or prescriptive model*” in favore di un “*pure contractual or enabling model*”. Ne discende come, in questo contesto, lo stesso legislatore – *in unum* intendendosi sia quello federale che quelli statali – abbia affidato in misura sempre crescente il perseguimento delle predette finalità all’*ex post judicial review* delle condotte dei *corporate officer* e *director*, valutate sulla scorta dei “*fiduciary duties*”; e ciò con l’ulteriore conseguenza di una sempre più raffinata elaborazione delle categorie dei doveri fiduciari dei *manager* come pure di una crescente sofisticazione e graduazione degli *standard* di sindacato chiamati a regolare nel processo l’*enforcement* di questi doveri.

Si pensi, per un verso, all’espansione dei soggetti e delle situazioni in cui i predetti doveri fiduciari siano invocabili²³ o all’emersione, dal più generico *duty of loyalty*, della categoria dell’*entrenchment* – con essa intendendosi i casi in cui gli

²⁰ Sul tema anche se non con specifico riferimento alle due sentenze in commento, cfr. W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, Jr., *op. cit.*, p. 860 ss.

²¹ Se è vero che le società costituiscono il principale veicolo del moderno capitalismo e che quindi le regole che ne presidiano il funzionamento, come affermate in sede legislativa e per via giurisprudenziale, sono chiamate a governare uno dei momenti essenziali dell’organizzazione dei fattori produttivi, allora non può che ritenersi che sia l’opera del legislatore sia quella delle corti sia informata, *inter caetera* e almeno negli auspici, a una tensione costante verso l’efficiente allocazione delle risorse; e dunque avere riguardo al rapporto, in quest’ottica, tra costi e benefici di ogni strumento come pure di ogni incentivo al suo impiego, *in primis* con riguardo a quello del *judicial redress*. Ben nota la vasta letteratura in materia, nell’ambito del quale sia sufficiente il rinvio a A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 2, pp. 737 ss.; R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 3, pp. 1131 ss.; ID., *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, 1998, vol. 106, n. 6, pp. 1113-1155; ID., *Investor Protection and Corporate Governance*, in *J. Fin. Econ.*, 2000, vol. 58, n. 1-2, pp. 3-27.

²² W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, p. 861, da cui le citazioni che seguono. Ivi anche il riferimento agli accenti tanto critici quanto celebri di B. A. MANNING, *The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *Yale Law J.*, 1962, vol. 72, p. 223 ss.

²³ Inferirti ora in capo agli amministratori, ora in capo finanche ai *controlling stockholder*.



amministratori non hanno un “*direct pecuniary interest in the transaction but have an «entrenchment» interest i.e., an interest in protecting their existing control of the corporation*”²⁴. Come pure, per altro verso, si consideri la differenziazione dei *judicial review standard* che ha condotto man mano a un quadro particolarmente dettagliato e misurato rispetto alle specifiche situazioni giuridiche in tutela; e soprattutto si consideri, proprio alla luce di tale diversificazione, la possibilità di individuare per via giurisprudenziale regole di *shifting* o dell’onore della prova in capo all’altra parte o finanche dello *standard di review* stesso ogni qual volta gli amministratori seguano particolari procedure.

Ma qui si viene all’altra riflessione.

3. Come detto, il costante lavoro di elaborazione delle corti ha condotto all’affermazione di una raffinata gradazione degli *standard di judicial review* per l’azione che allegghi la violazione dei doveri fiduciari, variando parametro in base al contesto di riferimento. Si è soliti affermare come, oltre la *business judgment rule* appunto, sussistano l’*enhanced scrutiny standard* di Unocal²⁵ e Revlon²⁶ nonché lo *standard* più stringente della c.d. *entire fairness*, come pure le regole di Blasius²⁷ e Schnell²⁸.

Ma da taluni si è rimarcato altresì come, a eccezione che per i due ultimi *test* citati, qui non rilevanti per l’evoluzione di M&F Worldwide e Corwin, la tendenza delle corti a rimettere agli amministratori le decisioni ovvero a rifuggire dal *second-guess* tende a riemergere sotto la veste di ritorno alla *business judgment rule* giustificato formalmente dall’impiego di “*external monitors*” che offrano alte probabilità di *fairness*, per così dire: amministratori indipendenti, *disinterested shareholder approval*, mercato²⁹. O come in M&F Worldwide mediante una combinazione di due di questi meccanismi.

Anzi, a ben vedere il processo logico non è distante da quel che già accade ordinariamente. Se solitamente gli amministratori rapportano la propria condotta alle

²⁴ Categoria che è andata emergendo dal 1985 in avanti. Cfr. W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, p. 862 da cui la citazione. V. Speiser v. Baker, 525 A.2d 1001 (Del. Ch. 1987).

²⁵ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

²⁶ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

²⁷ Blasius Industries v. Atlas Corporation, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

²⁸ Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 285 A.2d 437 (Del. 1971). Ragionata e raffinata ricostruzione degli standard e della loro evoluzione, senza dimenticare oltre ai casi citati in questo saggio Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985) o Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 34 A.2d 345 (Del. 1993), in W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, pp. 871-890.

²⁹ M. SIEGEL, *The Illusion of Enhanced Review of Board Actions*, in U. Penn. J. Bus. Law, 2013, vol. 15, n. 3, p. 600, peraltro con un’intuizione che anticipa i due casi qui in commento.



modalità necessarie per godere dello schermo della *business judgment rule*, nelle nuove linee di Corwin e M&F Worldwide le corti indicano in dettaglio i *trigger* che, anche in combinazione tra loro, attivano la presunzione della *business judgment rule* pure al di fuori delle fattispecie nelle quali è già assicurata, articolando una procedura che replicherebbe un *arm's length purchase*; con la conseguenza da indurre gli amministratori a seguire tali percorsi per innescare il *cleansing effect* e ripristinare la vantaggiosa protezione *de qua*.

Il tutto, invero, secondo una logica già in parte seguita per il contesto in questione nel citato Kahn v. Lynch Communications Systems e ancor prima pure suggerita in Weinberger v. UOP³⁰.

Un passo indietro.

Come noto, il modo più semplice per l'attore di superare le presunzioni della *business judgment rule* evitando che si applichi lo schermo è invocare il *self-dealing*, la violazione del dovere di non agire in conflitto d'interessi nella *transaction* in contestazione³¹. Infatti, a fronte di un *financial interest* di colui sul quale incombe un *duty of loyalty* nella materia decisa – vale a dire in una situazione che sarà “intrinsecamente sospetta” perché il *director* ad esempio consegue un beneficio economico non disponibile agli altri “*similarly situated shareholders*” – si attiverà lo *standard* di sindacato dell'*entire fairness*, ben più stringente perché sul merito (“*substantive merits*”) e con onere della prova a carico del convenuto³². Esso richiederà la prova sia del *fair dealing*, con riguardo quindi al momento procedurale per così dire, sia quella del *fair deal*, investendo così il profilo sostanziale dell'operazione realizzata³³; di guisa che quantomeno sarà assai probabile il superamento della fase preliminare e l'accesso al processo vero e proprio, con tutte le conseguenze anche in termini di desiderabilità per gli amministratori convenuti di un più sicuro accordo transattivo, con i ben conosciuti e indagati effetti distorsivi correlati (*overenforcement, overdeterrence*)³⁴.

³⁰ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 703 (Del. 1983). Ovviamente, rispetto a questi meccanismi non manca chi esprime qualche comprensibile perplessità. Cfr. E. B. ROCK, *Corporate Law Doctrine and the Legacy of American Legal Realism*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2015, vol. 163, pp. 2031-2.

³¹ Parafrasando il celebre Fliegler v. Lawrence, 361 A.2d 218, 221 (Del. 1976) o l'ancor più celebre Aronson v. Lewis, cit., 812, da cui le citazioni nel capoverso. La regola è così applicata in tutte le giurisdizioni degli Stati Uniti. Cfr., per esempio, Newton v. Hornblower, 582 P.2d 1136, (Kan. 1978), in part. pp. 1145-47.

³² E. W. HECKER, Jr., *op. cit.*, p. 925.

³³ Weinberger v. UOP, Inc., cit., 711. La giurisprudenza sul punto è amplissima. Di recente, per altra giurisdizione, Becker v. Knoll, 239 P.3d 830, 835 (Kan. 2010).

³⁴ Vasta la letteratura per un problema ampiamente discusso e sempre attuale, nella dialettica tra benefici e costi di public e private enforcement. *Ex plurimis*, il necessario rinvio ai celebri J. C. COFFEE,



Situazioni tipiche in cui il parametro di riferimento diviene l'entire fairness standard sono quelle con *controlling stockholder* quale ad esempio, giustappunto per quanto qui in interesse, un *going-private merger* – una delle modalità con cui si realizza il *buyout* della minoranza, anche definito efficacemente *freezeout* o *squeezeout*. La presenza dall'altra parte del medesimo soggetto che controlla la società, con l'ovvia capacità anche di condizionamento del *management*, è chiaramente foriera di un'elevata possibilità di abusi, in un'ampia varietà di modalità³⁵; e comunque tale da richiedere la più penetrante regola di *review* dell'entire fairness³⁶.

Ricorrente quanto incisiva è la metafora impiegata in argomento dalla giurisprudenza nordamericana per giustificare la scelta in parola, che si richiama alla figura del gorilla da 800 *pound* il quale desidera il resto delle banane per sé e a fronte del quale “*chimpanzees like independent directors and disinterested stockholders could not be expected to make sure that the gorilla paid a fair price*”³⁷.

È parimente noto, nondimeno, come, “*avoiding a crude bifurcation of the world into two starkly divergent categories – business judgment rule review reflecting a policy of maximal deference to disinterested board decisionmaking and entire fairness review reflecting a policy of extreme skepticism toward self-dealing decisions*”³⁸ –, le corti abbiano elaborato un livello intermedio³⁹ di *judicial scrutiny*, una *enhanced business judgment rule* nella quale il sindacato

JR., *Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working*, in *Md. Law Rev.*, 1983, vol. 42, p. 215 ss. e ID., *Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law through Class and Derivative Actions*, in *Col. Law Rev.*, 1986, vol. 86, n. 4, p. 669 ss. Più di recente, ID., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2007, vol. 156, p. 229 ss.; A. M., ROSE, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, in *Col. Law Rev.*, 2008, vol. 108, n. 6, p. 1301 ss.

³⁵ Il tema è ben noto. In I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 38 si legge: “*Delaware law recognizes two sets of circumstance that implicate the existence of a controlling stockholder. Ownership of at least 50% of the voting rights provides evidence of control. Alternatively, domination over the board's decision-making process can transform a substantial stockholder owning less than a majority of the voting rights into a controlling stockholder with regards to a challenged board action*”. V. anche R. J. GILSON, J. N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *U. P.A. Law Rev.*, 2003, vol. 152, p. 785.

³⁶ D. WILSON, *op. cit.*, p. 644 ove anche ampia rassegna di giurisprudenza.

³⁷ In re Southern Peru Copper Corp. Shareholder Derivative Litigation, 52 A.3d 761, 788 n.79 (Del. Ch. 2011) (Strine *opinion*), confermato *sub nom.* Americas Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213 (Del. 2012). Ma l'esempio è già in Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 428 e, tra tanti, commentato e rafforzato in L. E. STRINE, JR., *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, in *Del. J. Corp. Law*, 2002, vol. 27, p. 509.

³⁸ In re Dollar Thrifty Shareholder Litigation, 14 A.3d 573, 597 (Del. Ch. 2010), anche cit. in L. BOWER BRAUNSBURG, *Asking the Right Question: Mixed Consideration Denominator Problem*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, vol. 40, p. 996.

³⁹ Lo definisce come tale, *ex multis*, Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, 705 A.2d 1040, 1055 (Del. Ch. 1997).



non si arresta alla mera razionalità ma richiede la ragionevolezza delle scelte intraprese pur non spingendosi fino alla prova della *fairness*⁴⁰.

Il riferimento è ai menzionati Unocal e Revlon, con particolare attenzione ovviamente al secondo precedente e alla sua lunga progenie, per le situazioni involte nelle pronunce oggetto della presente indagine.

Senza velleità di completezza ed evitando di deviare dalla linea del presente commento, sia sufficiente ricordare che nelle operazioni che comportano un “*sale or change in control*”, obblighi e *standard* di riferimento variano in ragione della specificità del contesto e del momento: l'intero *board of directors* ha il precipuo dovere di ottenere semplicemente il miglior prezzo per gli azionisti e le sue decisioni sul punto sono sottoposte alla verifica di ragionevolezza sopra menzionata.

Più in dettaglio, secondo la Revlon *doctrine*, il dovere degli amministratori muta laddove in tale ambito sia divenuto evidente il *break-up* della società, trasformandosi gli amministratori “*from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company*”⁴¹; non solo, ma per le medesime ragioni, in caso di azione in giudizio, le decisioni degli stessi amministratori saranno in aggiunta valutate appunto alla luce del richiamato e più stringente *standard* della *reasonableness*.

Beninteso, anche il Revlon *standard* è rispettoso – se così si vuol tradurre il termine “*deferential*” impiegato da dottrina e giurisprudenza statunitensi – verso le prerogative decisionali degli amministratori, di tal che “*courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors’ decision was, on balance, within a range of reasonableness*”⁴².

⁴⁰ “*Unlike the bare rationality standard applicable to garden-variety decisions subject to the business judgment rule, the Revlon standard contemplates a judicial examination of the reasonableness of the board’s decision-making process*”. Chiaramente “*this reasonableness review is more searching than rationality review*”: così In re Netsmart Techs., Inc. Shareholders Litigation, 924 A.2d 171, 192 (Del. Ch. 2007).

⁴¹ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., cit., 182. Rimarca correttamente M. MANESH, *Defined by Dictum: the Geography of Revlon-Land in Cash and Mixed Consideration Transactions*, in *Vill. Law Rev.*, 2014, vol. 59, n. 1 p. 2 come non si tratti però di un dovere nuovo o indipendente, piuttosto di un riposizionamento, di una variazione nel contenuto dei fondamentali doveri fiduciari degli amministratori. V. Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989) ove si afferma che i doveri in ossequio alla regola di Revlon comportano semplicemente che i “*directors must act in accordance with their fundamental duties of care and loyalty*”, anche cit. in M. SIEGEL, op. cit., p. 612. Sul tema del perimetro di Revlon, cfr. di recente anche S. M. BAINBRIDGE, *The Geography of Revlon-Land*, in *Ford. Law Rev.*, 2013, vol. 81, p. 3277, ss. e in part. p. 3281 e M. SIEGEL, op. cit., p. 610 ss.

⁴² Così, da ultimo, In re Rural Metro Corp. Shareholders Litigation, 88 A.3d 54, 84 (Del. Ch. 2014). V. già Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, (Del. 1994). Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, cit., 1055.



Cosa costituisca “*sale or change in control*” e quando il *break-up* della società sia divenuto evidente, vale a dire quale sia il perimetro della *c.d. Revlon-land*⁴³ e quando scattino i meccanismi illustrati, è quesito cui hanno risposto una serie di casi che hanno perfezionato la pronuncia in parola, in un lavoro continuo e non esente da critiche⁴⁴. Sostanzialmente, lo *standard* di *review* prescritto in *Revlon* trova applicazione in tre circostanze “(1) *a corporation initiates an active bidding process seeking sale or break-up*, (2) *a target abandons its long-term strategy in response to an offer and seeks a transaction involving break-up*, or (3) *the approval of a transaction results in sale or change of control*”⁴⁵.

La logica appare evidente, ove si considerino le dinamiche di questa tipologia di operazioni: gli amministratori, liberi dalla prospettiva della conferma del proprio ruolo, potrebbero essere indotti ad agire per i propri esclusivi interessi, sfuggendo ai propri obblighi e aspirando a monetizzare il proprio investimento e a procedere a nuovi incarichi oppure ad assumerne uno nuovo nel o grazie al *bidder*, senza invece massimizzare il valore dell'uscita per gli azionisti⁴⁶.

In altri termini, l'incremento dei rischi di *disloyalty* – e quindi dei potenziali costi di *agency* – non può che reclamare un livello di sindacato superiore a quello della *deferential business judgment rule* ma comunque non così svantaggioso per gli amministratori convenuti come l'*entire fairness standard* – applicabile ai contesti in cui sussiste il conflitto d'interessi, come per il caso di una *going-private transaction* con *controlling stockholder*.

⁴³ Come segnalato da M. MANESH, *Defined by Dictum*, cit. p. 2 – ove ampia rassegna di casi – la Corte Suprema del Delaware ha stigmatizzato l'uso dell'espressione assai invalsa di *Revlon-land*, come pure di *Revlon-duties*, sebbene proprio ai *Revlon-duties* essa abbia poi fatto riferimento in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914, 928 (Del. 2003). Ma vedi nota precedente.

⁴⁴ Tra cui appunto *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, cit., e *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270 (Del. 1994).

⁴⁵ L. BOWER BRAUNSBURG, *op. cit.*, p. 997 in un'efficace sintesi. Ivi il riferimento anche a M. WHITE-SMITH, *Revisiting Revlon: Should Judicial Scrutiny of Mergers Depend on the Method of Payment?*, in *U. Chi. Law Rev.*, 2012, vol. 79 p. 1177, ove l'evocativo parallelo con la scarsamente saggia ipotesi di “*send out the salesman who just put in his two weeks' notice*”. Tra i casi che illustrano le ipotesi che attivano lo *standard* di *Revlon*, v. In re *Santa Fe Pac. Corp. Shareholder Litigation*, 669 A.2d 59, 71 ove si menzionano le seguenti situazioni: “(1) *when a corporation initiates an active bidding process seeking to sell itself or to effect a business reorganization involving a clear break-up of the company*; (2) *where, in response to a bidder's offer, a target abandons its long-term strategy and seeks an alternative transaction involving the break-up of the company*; or (3) *when approval of a transaction results in a sale or change of control*”, anche citando *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*, cit., 1290.

⁴⁶ Cfr. *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011); J. C. HARTZELL, E. OFEK, D. YERMACK, *What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2004, vol. 17, n. 1, p. 37 ss.; L. BOWER BRAUNSBURG, *op. cit.*, p. 998.



Orbene, in buona approssimazione, sono questi i territori sui quali si muove la questione oggetto dell'indagine, giacché assai precipui e invero non frequenti risultano le situazioni nelle quali vengono in conto gli ultimi due *standard supra* menzionati, quelli di Blasius e Schnell. Il primo entra in gioco – come poi confermato anche dalla Corte Suprema dello stesso Stato in *MM Cos. v. Liquid Auto*⁴⁷ – ogni qual volta l'attore dimostri che il consiglio di amministrazione ha agito per il “*primary purpose of thwarting the exercise of the shareholder vote for the election of directors*”; e consentirà, di conseguenza, agli amministratori di giustificare per la propria condotta unicamente provando la sussistenza di una “*compelling justification*”⁴⁸. Infatti, ai sensi di questa regola, di fronte a un comportamento teso a vanificare il voto assembleare per la nomina degli amministratori, nemmeno la prova di una loro *good faith* e *due care* sarà rilevante o meglio sufficiente, senza quella della citata *compelling justification*⁴⁹.

Anche nel secondo, *Schnell v. Chris-Craft Industries*, la fattispecie di riferimento si richiama sostanzialmente a una manipolazione del meccanismo elettorale, in un caso in cui gli amministratori avevano modificato luogo e data dell'*annual meeting* della società per neutralizzare una *proxy fights* a loro avversa. Ivi, sebbene la condotta avesse rispettato formalmente ogni previsione dello statuto, la *Supreme Court* del Delaware ha affermato il celebre principio secondo cui una “*inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible*”⁵⁰.

Di là dalla necessaria seppur veloce rassegna, allora, appaiono evidenti una serie di corollari cui prima si è accennato: non solo in virtù della citata struttura del processo buona parte del duello tra le parti si consuma sul *discrimen* tra i diversi *judicial review standard*, giacché applicandosi la *business judgment rule* è ben probabile che l'azione non conosca mai le luci del *trial* vero e proprio e per contro, ove il parametro di riferimento sia l'*entire fairness*, il convenuto sarà fortemente indotto a ricercare un

⁴⁷ 813 A.2d 1118 (Del. 2003); *Nevins v. Bryan*, 885 A.2d 233, 352 (Del. Ch. 2005), confermato in 884 A.2d 512 (Del. 2005).

⁴⁸ *Blasius Industries v. Atlas Corporation*, cit., 661-2;

⁴⁹ In tal senso, il voto per l'elezione del consiglio di amministrazione viene considerato campo del tutto estraneo ai poteri degli amministratori e al loro controllo; anzi, essendo la fonte della loro legittimazione tale profilo merita la più forte protezione del criterio di sindacato elaborato in questo caso. M. SIEGEL, *op. cit.*, p. 615

⁵⁰ *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, cit., 439. Affermazione che costituisce quella che è comunemente definita appunto *Schnell doctrine* che in larghissima parte, anche se non in tutti i casi, è stata applicata a condotte finalizzate a frustrare il voto assembleare. In *Hollinger International v. Black*, 844 A.2d 1022, 1080–81 (Del. Ch. 2004), citando *Frantz Manufacturing Co. v. EAC Industries*, 501 A.2d 401 (Del. 1985) si come la regola possa estendersi anche alle ipotesi di assemblee di modifica dello statuto. V. M. SIEGEL, *op. cit.*, p. 616, nota 86, ove anche ulteriore caso.



settlement per non rischiare il *trial* appunto; ma giustappunto graduando lo *standard* o variando quello applicabile, le corti possono intervenire per incrementare la funzione di deterrenza o ridurre un'indesiderata *overdeterrence* – ferme restando le strategie contrarie poste in essere dal *plaintiff's attorney*.

In quest'ottica, i giudici del Delaware innanzitutto non hanno mancato negli anni di raffinare sempre più il collegamento tra specifica situazione e *standard* di *review* applicabile, particolarmente per operazioni quali appunto le fusioni, le scalate, le cessioni d'azienda o anche in funzione dell'allerta suscitata dalla presenza di *interested stockholder* o dalle modalità delle operazioni – ad esempio solo *cash* o *mixed consideration* –, in un formidabile meccanismo che restituisce altresì sensibilità e politiche della giurisprudenza in quel determinato momento storico.

Come pure non sono mancati, al pari di quanto detto, gli strumenti di *cleansing*, in grado di ridurre i rischi di abuso e che permettessero o lo spostamento dell'onere della prova sull'altra parte rispetto a quanto previsto nella regola altrimenti applicabile oppure addirittura il passaggio ad altro *standard* meno gravoso.

E si ritorna al significato e alla dimensione di questi meccanismi, già emersi prima di Corwin e di M&F Worldwide, ma con portata meno marcata di quella al fine ora cristallizzata in queste due decisioni.

4. Al pari di quanto accennato, già nel 1983, nel citato *Weinberger v. UOP*, i Supremi giudici dello Stato avevano sostenuto, anche se solo per ipotesi, che gli esiti del caso in decisione sarebbero stati diversi qualora il consiglio di amministrazione della controllata avesse nominato “*an independent negotiating committee of its outside directors*” con il compito di contrattare con il proprio azionista di controllo “*at arm's length*”⁵¹; e ciò in quanto “*in a parent-subsidiary context, a showing that the action taken was as though each of the contending parties had in fact exerted its bargaining power against the other at arm's length is strong evidence that the transaction meets the test of fairness*”⁵². Come dire, l'intervento di un soggetto indipendente dotato dei poteri di condurre il negoziato nell'interesse comune di tutti gli azionisti, superando il condizionamento del *controlling stockholder* anche in ragione della propria indipendenza e degli speciali poteri appunto conferitigli, integrerebbe una circostanza (procedura) idonea a riprodurre le

⁵¹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, cit., 709, nota 7.

⁵² *Ibidem*.



condizioni di una normale trattativa e come tale sufficiente a provare quanto richiesto in giudizio in termini di *fairness* sia del *dealing* che del *deal*.

È invero bastato questo spunto per dar vita a una lunga linea di casi, non priva di ripensamenti e contraddizioni, attraverso cui la giurisprudenza ha elaborato il principio e delineato i contorni nonché gli effetti di siffatti *cleansing device*⁵³.

Per le fattispecie cui fosse applicabile l'*entire fairness review*, il punto di arrivo di tale percorso, prima delle recente M&F Worldwide, era rappresentato da Kahn v. Lynch Communications Systems⁵⁴, pronuncia la quale, giustappunto con riguardo ai contesti in indagine, aveva affermato come o l'operato di uno *special committee*, indipendente e dotato di effettivi poteri, o in alternativa l'approvazione da parte degli azionisti non in conflitto d'interessi, se pienamente informati, avrebbe comportato lo spostamento dell'onere della prova in capo al *non-controlling shareholder* che avesse agito in giudizio⁵⁵.

Nel far ciò, Lynch aveva chiarito la contraddizione creatasi sostanzialmente tra due decisioni della *Court of Chancery*: in *In re Trans World Airlines, Inc.*⁵⁶, i giudici di merito avevano ritenuto che a quanto deciso da uno *special committee* indipendente e con poteri effettivi sarebbe dovuta esser riconosciuta la protezione della *business judgment rule*; mentre in *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*⁵⁷, individuando in *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*⁵⁸ il precedente vincolante, si era sostenuto come né l'approvazione ad opera di uno "*special committee of disinterested directors*" né quella di una "*majority of the minority*", anche se *fully-informed*, avrebbe comportato una variazione dello *standard* di *review* applicabile – *standard* il quale sarebbe rimasto quello dell'*entire fairness*, unicamente con *shifting* del *burden of proof* in capo all'attore, chiamato quindi a provare che la *transaction* fosse *unfair*.

Lynch, nel sostenere questa seconda posizione, da un lato, aveva introdotto una regola che non forniva al *controlling stockholder* un incentivo che lo inducesse a

⁵³ V. W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, p. 879.

⁵⁴ *Sub* nota 8.

⁵⁵ In questo senso, Lynch era per i *going-private mergers* il riferimento sia per la regola generale secondo cui tali operazioni invocavano *tout court* l'applicazione dell'*entire fairness standard* – regola beninteso affermata nella giurisprudenza del Delaware sin dai tempi di *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107, 109 (1952) e di *Gottlieb v. Heyden Chem. Corp.*, 91 A.2d 57, 58 (1952) ma non priva di qualche voce contraria poi silenziata da Lynch –, sia per l'efficacia in queste situazioni di un *cleansing device*.

⁵⁶ *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 9844, 1988 Del. Ch. Lexis 139 (Del. Ch. 21 ottobre 1988), anche in *Del. J. Corp. Law*, 1989, vol. 14, p. 870 ss.

⁵⁷ 84 A.2d 490 (Del. Ch. 1990).

⁵⁸ 493 A.2d 929 (Del. 1985).



ricercare in una fusione di questo tipo il consenso degli azionisti di minoranza; e tanto per l'ovvia ragione che il medesimo effetto di spostamento dell'onere probatorio poteva già essere conseguito con l'impiego del "solo" comitato. Dall'altro, non aveva affrontato il tema degli effetti di una combinazione dei due strumenti (comitato e approvazione della minoranza). Più esattamente, sebbene l'operazione esaminata non fosse un *merger* condizionato dal *controlling stockholder* a entrambe le "procedural protections", quanto affermato in Lynch è stato, prima di M&F Worldwide, interpretato nel senso che dall'impiego congiunto non sarebbe derivato alcun beneficio ulteriore in termini di regole di sindacato⁵⁹.

Invero, pur a fronte di un dibattito che sullo tema non è certo mancato⁶⁰, la Corte Suprema del Delaware non aveva avuto occasione di ritornare sulla regola e di esprimersi in particolare sull'impiego combinato in questione fino, a quando non investita del caso M&F Worldwide.

Ma ridurre a questo profilo l'indagine, ovvero sia all'assenza di un'occasione per riprendere uno spunto già suggerito in una serie di pronunce, appare limitativo, finendo altresì con il declinare Corwin al pari di una decisione collaterale, di trascurare ogni approfondimento sulle più profonde motivazioni e sugli effetti sostanziali delle due decisioni nonché di ignorare il più generale contesto delle altre pronunce che di recente hanno impattato significativamente sulla *corporate litigation* del Delaware.

La giurisprudenza successiva a Corwin e a M&F Worldwide, la circolazione verso altra giurisdizione, l'interesse dimostrato dalla dottrina, invece, sono il segno che ben altra valutazione può essere compiuta.

Acquisita la ricostruzione, però, appare necessario procedere all'analisi dei due casi in questione, prima di discorrere di scelte di *policy* e verificare quanto anticipato.

5. *“Finally, when a transaction is not subject to the entire fairness standard, the long-standing policy of our law has been to avoid the uncertainties and costs of judicial second-guessing when the disinterested stockholders have had the free and informed chance to decide on the economic merits of a transaction for themselves. There are sound reasons for this policy. When the real parties in interest — the disinterested equity owners — can easily protect themselves at the ballot box by simply voting no, the utility of a litigation-intrusive standard of review promises more costs to*

⁵⁹ Come rilevato in *In re M&F Worldwide Corp. Shareholders Litigation*, 67 A.3d 496, 500 (Del. Ch. 2013).

⁶⁰ Si rinnovi il rinvio a W. T. ALLEN, J. B. JACOBS, L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, p. 879 ss. e a E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2030 ss



*stockholders in the form of litigation rents and inhibitions on risk-taking than it promises in terms of benefits to them. The reason for that is tied to the core rationale of the business judgment rule, which is that judges are poorly positioned to evaluate the wisdom of business decisions and there is little utility to having them second-guess the determination of impartial decision-makers with more information (in the case of directors) or an actual economic stake in the outcome (in the case of informed, disinterested stockholders). In circumstances, therefore, where the stockholders have had the voluntary choice to accept or reject a transaction, the business judgment rule standard of review is the presumptively correct one and best facilitates wealth creation through the corporate form*⁶¹.

Con queste conclusioni, la *Supreme Court* dello Stato del Delaware ha confermato la decisione con cui la *Chancery Court* aveva sostenuto che la *business judgment rule* deve ritenersi “*the appropriate standard of review*” per una *post-closing damages action*, ogni qual volta l’operazione non sia soggetta all’*entire fairness standard of review* e sia stata approvata da una “*fully informed, uncoerced majority of the disinterested stockholders*”⁶².

Il *cleansing effect* che ne discende, pertanto, opera nell’ambito di *Revlon-land*, ripristinando in virtù appunto del “*voluntary judgment of the disinterested stockholders*”, la *business judgment rule* in luogo della *reasonableness* dello *standard* altrimenti applicabile. Con la conseguenza che, in presenza di una *stockholder ratification* nei predetti termini, il rigetto del *claim for breaches of fiduciary duty* sarà l’esito inevitabile di un giudizio nel quale gli attori non siano riusciti a mettere in discussione la linearità del percorso decisionale degli organi sociali, assolvendo al proprio onere della prova.

Nel caso di specie, le doglianze degli attori erano connesse a uno *stock-for-stock merger* successivo all’acquisizione di KKR Financial Holdings LLC (KFN) da parte di KKR & Co. L.P. (KKR), rispetto al quale veniva eccepita la mancanza di indipendenza in capo alla maggioranza degli amministratori dell’incorporata, in ragione di una posizione di sostanziale controllo vantata da KKR. Infatti, pur senza possedere quote rilevanti di capitale, l’incorporante era il principale cliente dell’incorporata, nel senso che il *core business* di KFN era di finanziare le attività di *leveraged buyout* di KKR, sulla base peraltro di un contratto con KKR Financial Advisors (KFA) – una *affiliate* di KKR – che forniva tutti i servizi, incluso il personale, e a cui spettava un diritto di recesso unilaterale⁶³. Alla luce di tanto e, in particolare,

⁶¹ Corwin v. KKR Fin. Holdings. LLC, cit., 314.

⁶² Ivi, 305.

⁶³ Si consideri, peraltro, che KFN era una *limited liability company* e non una *corporation* e quindi il suo capitale non era suddiviso in azioni; non solo non potevano, pertanto, applicarsi una serie di norme espressamente riservate a queste ultime, ma veniva altresì meno l’automatismo nell’accertamento degli indici tradizionali di rilevazione del controllo e delle connesse responsabilità che l’ordinamento statunitense attribuisce alla *parent corporation* nei casi di applicazione della c.d. *doctrine of enterprise*.



del presunto accertamento del controllo, si era richiamata l'applicazione della *entire fairness review*.

In primo grado, la *Court of Chancery* aveva rigettato il *claim* evidenziando la mancanza di prova in ordine all'effettiva invasività di KKR rispetto all'autonomia decisionale (in termini di “*independent judgment*”) del *board* di KFN, collegando l'applicazione della *standard business judgment rule* al riscontro che il voto dei *disinterested stockholder*, appunto in assenza di prova contraria, non poteva che ritenersi *fully informed* e *uncoerced*⁶⁴. Ancor più in generale, poi, la Corte aveva rilevato come KKR, nel quadro probatorio offerto dai *plaintiff*, non potesse considerarsi quale *controlling stockholder* dell'incorporanda, escludendosi così l'applicabilità dell'*entire fairness standard*⁶⁵.

D'altronde, se per l'applicazione dei principi della *enterprise view* non è sufficiente la prova dell'abuso di controllo, risulta però decisiva la dimostrazione dello stretto collegamento economico fra le attività delle società coinvolte, nel senso di una “*collective conduction of an economically integrated business*”, che nel caso di specie poteva in astratto riscontrarsi. Giova in tal senso ricordare come i quattro ulteriori elementi propedeutici all'applicazione degli *enterprise principles* elaborati dalla giurisprudenza siano: (i) unicità di nome commerciale, logo e piano di *marketing* (la c.d. “*common public persona*”); (ii) interdipendenza finanziaria tale che la società “madre” contribuisca in modo decisivo al finanziamento delle sussidiarie, che non conseguono ricavi in maniera indipendente; (iii) interdipendenza amministrativa, per cui le sussidiarie sono prive di propri dipartimenti legali, di *auditing*, fiscali, di pubbliche relazioni, sicurezza, pianificazione, ricerca e sviluppo e si affidano al personale della capogruppo per tali funzioni; (iv) trattamento unificato dei dipendenti (piani comuni di *stock option*, pensionamento, assistenza medica, benefici e privilegi vari, promozioni e trasferimenti). Per una panoramica della materia cfr., *ex multis*, P. I. BLUMBERG, K. A. STRASSER, N. L. GEORGAKOPOULOS, E. J. GOUVIN, *Blumberg on corporate groups*, II ed., 2005, § 3.04, ove si offre altresì ampia rassegna di giurisprudenza; K. PISTOR, Y. KEINAN, J. KLEINHEISTERKAMP, M. D. WEST, *The Evolution of Corporate law, a cross-country comparison*, in *U. Penn. J. Intern. Econ. Law*, 2003, vol. 23, p. 4; P. I. BLUMBERG, *The multinational challenge to corporation law. The search for a new corporate personality*, Oxford, 1993, p. 74 ss.; O. MUCHLINSKI, *International enterprises and the law*, Oxford, 2007, p. 21.

⁶⁴ Nel giungere a una simile conclusione, la *Chancery Court* ha seguito un orientamento consolidato della *Delaware Common Law* volto a sostenere che “*the legal effect of a fully-informed stockholder vote of a transaction with a non-controlling stockholder is that the business judgment rule applies and insulates the transaction from all attacks other than on grounds of waste, even if a majority of the board approving the transaction was not disinterested or independent*”. Peraltro, la Corte – diversamente da altre sue pari – ha espressamente ritenuto di leggere il precedente di *Gantler v Stephens* (965 A.2d 695 – Del. 2009) nel senso di non alterare la portata dell'orientamento interpretativo a causa della previsione statutaria di un *mandatory stockholder vote*.

⁶⁵ Già nel precedente e connesso *In re KKR Financial Holdings*, cit., 994, era stato rilevato, tra l'altro, che KKR (i) possedeva una quota di KFN inferiore all'1%, (ii) non aveva diritti in ordine alla nomina di alcun componente dell'organo amministrativo e (iii) non aveva contrattualmente nessun potere di veto rispetto a delibere del *board*. Deve considerarsi, d'altronde, che fra tutte le caratteristiche strutturali che compongono il fenomeno di gruppo e la *enterprise law*, il “controllo” è senz'altro quella che ha destato l'attenzione privilegiata del *common law*, non avendo mai ricevuto inquadramento dogmatico negli *statutes* e ruotando attorno a percorsi giurisprudenziali sviluppatisi con riferimento a specifiche fattispecie di abuso della personalità giuridica e, quindi, per lo più nell'ambito di azioni volte a ottenere il c.d. *piercing the veil*. Sul punto cfr. P. I. BLUMBERG, *Limited liability and corporate groups*, in *J. Corp. Law*, 11,



In grado di appello, la *Delaware Supreme Court* ha espressamente dichiarato di condividere non solo le conclusioni ma anche l'inquadramento della fattispecie offerto dalla *Chancery Court* – letteralmente, “*we embrace the Chancellor’s well reasoned decision and the precedent it cites*”⁶⁶ –, peraltro evidenziando come l’accento sia stato correttamente posto sulla definizione generale del perimetro di efficacia della *stockholder ratification* più che sull’individuazione dello *standard of review* applicabile qualora un’operazione non soggetta all’*entire fairness* sia approvata con voto volontario – e non statutariamente previsto – del *disinterested stockholder*⁶⁷.

In particolare, la Corte Suprema si è soffermata su entrambi i percorsi di indagine svolti dalla *Chancery Court*, confermando sia il mancato superamento della soglia probatoria in ordine alla situazione di controllo di KKR in KFN e alla conseguente qualificazione dell’incorporante alla stregua di un *controlling stockholder*⁶⁸, sia la sicura assoggettabilità dell’operazione alla *business judgment rule*⁶⁹.

Proprio su quest’ultimo versante, la Corte ha approfondito la questione dell’applicabilità dei *Revlon standard*, che gli attori avevano subordinatamente richiamato proprio per l’ipotesi in cui l’*entire fairness* non fosse stato giudicato il parametro di riferimento a causa di un’insufficiente prova del controllo; anzi, più che interrogarsi circa la effettiva possibilità di applicare *Revlon*, la Corte ha sottolineato l’irrelevanza di una simile indagine ogni qual volta vi sia stata una *fully informed e uncoerced stockholder ratification*.

Ed è qui che si concentra la portata innovativa della decisione di Corwin e si getta il seme del riconoscimento formale di un più ampio e strutturato *cleansing effect*: non esisterebbe per gli azionisti *disinterested* – né, dovrebbe dedursi, per gli *stakeholder* e per il mercato – una situazione di pericolo meritevole di tutela laddove essi abbiano ratificato l’operazione (anche a prescindere dalla presenza di interessi extrasociali

1986, p. 573; K. A. STRASSER, *Piercing the veil in corporate groups*, in *Connect. Law Rev.*, 2005, vol. 37, p. 637; V. HARPER HO, *Theories of corporate groups: corporate identity reconceived*, in *Seton Hall Law Rev.*, 2012, vol. 42, p. 2.

⁶⁶ Corwin v. KKR Fin. Holdings. LLC, cit., 313.

⁶⁷ Proprio con riferimento ai precedenti richiamati dalla *Court of Chancery*, che vengono ad avviso della *Supreme Court* correttamente citati “*to support an interpretation of Gantler [citato supra] as a narrow decision focused on defining a specific legal term ‘ratification’, and not on the question of what standard of review applies*”. *Id.*, 314.

⁶⁸ In relazione al primo motivo di rigetto, si legge infatti: “*The Court of Chancery properly held that the complaint did not plead facts supporting an inference that KKR was a controlling stockholder of Financial Holding*”, *ibidem*.

⁶⁹ *Ivi*, 308, il secondo motivo di rigetto viene esteso in un capo intitolato proprio “*the Court of Chancery correctly held that the fully informed, uncoerced vote of the disinterested stockholders invoked the business judgment rule standard of review*”.



rappresentati all'interno del *board*) con un voto scervo da condizionamenti manifesti e prestato dopo aver ricevuto un'informativa piena circa l'oggetto della delibera; e ciò ovviamente fatto salvo quanto si dirà nell'esame di M&F Worldwide per il diverso caso di un'operazione con l'azionista di controllo.

Peraltro, una simile conclusione non potrebbe, ad avviso della *Delaware Supreme Court*, essere messa in discussione eccependo un'illegittima e "pericolosa" neutralizzazione dei principi di *Revlon* o di *Unocal*⁷⁰.

In primo luogo, mancherebbe la *eadem ratio*, giacché gli *standard* forniti dai due casi citati sono stati elaborati per supportare "*M&A decisions in real time*" e costituire meccanismi di prevenzione del danno, attivabili *before closing*; e non sono pensati, in effetti, come rileva la Corte, "*with post-closing money damage claims in mind*"⁷¹. In secondo luogo, Corwin limita espressamente la reviviscenza della *business judgment rule* al ristretto ambito dei "*fully informed, uncoerced stockholder votes*", garantendo piena operatività ai regimi valutativi più severi in tutti i casi in cui venga meno uno qualsiasi degli elementi della fattispecie, a partire – ad esempio – dall'ipotesi in cui fatti o informazioni rilevanti ai fini della decisione non siano stati correttamente rivelati ai soci chiamati al voto.

⁷⁰ Senza voler tornare nuovamente sulle prospettive del caso *Revlon*, alcune – quantomeno sintetiche – notazioni meritano di essere svolte circa l'altro caso paradigmatico trattato dalla *Delaware Supreme Court* negli anni '80, prima sottaciuto: *Unocal v. Mesa Petroleum Co.* (480 A. 2d 619 – Del. 1984), laddove si è espressamente posto a carico degli amministratori l'onere di soddisfare un "*enhanced duty*" nell'adozione di tattiche difensive da scalata ostile, a causa dell' "*omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholder*". Nel caso concreto, una volta ricevuto il parere dei consulenti esterni (in specie dell'*investment banker*), che avevano considerato l'offerta finanziariamente inadeguata e strutturalmente "*coercive*", il *board* della *target company* aveva proposto una *defensive exchange offer* a tutti i propri azionisti, ad eccezione del *bidder*. Nell'approvare la tattica difensiva, la Corte ha introdotto un metodo di analisi della fattispecie – in due fasi – che successivamente è stato definito "*enhanced scrutiny*". In base a questo principio, il trattamento di particolare "*deference*" solitamente riservato alle decisioni degli amministratori, viene disapplicato a fronte dell'evidenza che il *board* abbia adottato unilateralmente (senza l'approvazione dei soci) una tattica difensiva. Ivi, affinché torni a operare la *business judgment rule*, eventualmente giustificando l'adozione della misura, è necessario che risultino soddisfatti due fondamentali requisiti. Innanzitutto, "*directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership*"; in secondo luogo – salvo che si riscontri *disloyalty* o *negligence* in capo al *board* – deve valutarsi la "ragionevolezza" della difesa in termini di proporzionalità rispetto al "*threat*" eventualmente riscontrabile nella *hostile takeover bid*.

L'*enhanced scrutiny test* proposto da *Unocal* si caratterizza, quindi, per la ricerca di un "*element of balance*" tra azione e reazione – tra offesa e difesa, si direbbe. Per commenti cfr. R. J. GILSON, R. KRAAKMAN, *Delaware's intermediate standard for defensive tactics: is there substance to proportionality review?*, in *Bus. Law.*, 1989, vol. 44, p. 247; R. J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later, Col. Law School Working Paper* n. 177, 2000; ID., *Unocal Fifteen Years Later (And What Can We Do About It)*, in *Del. J. Corp. Law*, 2001, vol. 26, p. 49.

⁷¹ *Corwin v. KKR Fin. Holdings. LLC*, cit., 317.



Ciò volendo tacere – per il momento – dell’impatto delle riflessioni di *policy* svolte dalla Corte a supporto del giudizio di insindacabilità (e irreversibilità) delle operazioni in cui come detto “*the real parties in interest – the disinterested equity owners – can simply protect themselves at the ballot box by simply voting no*”⁷² e delle derive che un’eccessiva apertura al *second-guess* delle Corti rischierebbe di alimentare sul piano dei costi di lite e più in generale di *agency*.

Piuttosto, a completamento del quadro tecnico di una decisione paradigmatica come quella in *Corwin*, non può non segnalarsi – al pari di quanto, peraltro, è stato rimarcato in alcuni giudizi successivi – che la Corte ha in tal caso escluso la rilevante pregiudiziale dell’*entire fairness standard* per mancata prova della presenza di un *controlling stockholder*, senza però entrare nel merito dell’altro possibile *triggering event*, e cioè la configurazione di una c.d. *conflicted board majority*.

Si tratterebbe, invero, di un argomento idoneo a compromettere – o quantomeno a ridimensionare – la portata generale del *cleansing effect*. Tuttavia, se è vero che in *City of Miami General Employees v. Comstock*⁷³ la Corte ha effettivamente escluso l’*entire fairness* solo dopo aver verificato che la maggioranza dell’organo amministrativo fosse *disinterested* (così indirettamente confermando un’interpretazione “restrittiva” di *Corwin*), è altresì vero che in almeno altri due casi successivi (*Larkin v Shab*⁷⁴ e *In Re Merge Healthcare*⁷⁵) è stato esplicitamente affermato che il *cleansing effect* del *fully informed and uncoerced stockholder vote* si propaga anche laddove la maggioranza degli amministratori abbia un interesse nell’operazione.

E allora, come si accennava *supra* e come si approfondirà *infra*, dinanzi a un simile ispessimento, *rectius* allargamento del perimetro dello schermo protettivo della *business judgment rule*, tale da “normalizzare” addirittura le situazioni di interesse conclamato degli amministratori – e dunque di fisiologica o almeno potenziale compromissione dei doveri fiduciari – l’interprete non può che cercare in una visione di *policy* il senso delle scelte adottate in concreto dal legislatore di *common law*, abbandonando – anche solo per un istante – il sentiero dell’analisi *case-by-case* per proiettarsi in uno scenario più ampio, cogliendo la funzione sociale (e non solo economica) della regolazione dei *capital market* e delle *securities litigation*.

Ma vi è di più.

⁷² *Corwin v. KKR Fin. Holdings. LLC*, cit., 316.

⁷³ C.A. No. 9980-CB, 2016 WL 4464156 (Del. Ch. 24 agosto 2016).

⁷⁴ C.A. No. 10918-VCS, 2016 WL 4485447 (Del. Ch. 25 agosto 2016).

⁷⁵ C.A. No. 11388-VCG, 2017 WL 395981 (Del. Ch. 30 gennaio 2017).



6. Come rimarcato, un *cleansing effect*, sebbene quale risultato di un meccanismo più gravoso, è possibile, nel nuovo corso della giurisprudenza del Delaware, pure nelle ipotesi di applicabilità dell'*entire fairness*.

Di là dall'analisi più generale già in parte anticipata, con riguardo allo specifico ambito dei *going-private merger* non può tacersi come siano rilevabili, oltre all'irrisolto quesito di Lynch – quello sugli effetti della combinazione degli strumenti dello *special committee* e della *stockholder ratification* –, anche due altre linee di casi che spingevano per una modifica dello *standard*: una originata da Siliconix⁷⁶ e l'altra dal già citato Cox Communications⁷⁷. Quasi che, a mettere in fila le predette pronunce, ci si trovi dinanzi alla cronaca di una decisione annunciata: quella di M&F Worldwide appunto.

Le ragioni sono, per una volta, di semplice comprensione.

Nel primo caso, Siliconix, riguardante sì un'operazione di *freezeout* ma realizzata a mezzo di una *tender offer*, la Corte già aveva optato per la *business judgment rule* in luogo dell'*entire fairness*. Orbene, vero era – avevano affermato i giudici – che un diverso *standard* in questo senso tra *tender offer* e *going-private* sarebbe potuto apparire “strano”⁷⁸, in specie se si fosse considerato che il *controlling stockholder*, conseguendo all'esito di un'offerta andata a buon fine almeno il 90% delle azioni, avrebbe ben potuto realizzare un *short-form merger*, di fatto escludendo anche gli altri azionisti dalla società⁷⁹; ma vero era pure che quest'ultima si profilava quale un'eventualità, probabile certo, ma che comunque distingueva le due situazioni; e soprattutto che una *tender offer*, diversamente da una proposta di fusione, è indirizzata agli – e quindi decisa direttamente dagli – azionisti di minoranza – e non dal consiglio di amministrazione. Mancando così il *self-dealing* che innesca l'*entire fairness*, non si poteva che concludere in favore dell'ordinaria *business judgment rule*.

La decisione, che – come è agevole intuire – ha subito assunto per le scalate un'importanza rilevante e che è stata poi raffinata e rafforzata da *In re Pure Resources*⁸⁰ e da *In re CNX Gas*⁸¹, aveva da un lato aperto agli azionisti di controllo

⁷⁶ *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, No. CIV. A. 18700, 2001 WL 716787, (Del. Ch. 19 giugno 2001), su cui, in relazione a M&F Worldwide, D. WILSON, *op. cit.*, p. 657-9.

⁷⁷ *Sub nota* 13.

⁷⁸ Segnatamente si legge: “*It may seem strange that the scrutiny given to tender offer transactions is less than the scrutiny that may be given to [...] a merger transaction*”; *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, cit., 6.

⁷⁹ Si da “*end up in the same position as if [...] had tendered or if the transaction had been structured as a merger*”; Ivi, 7.

⁸⁰ *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)



una più sicura strada per operare un *freezeout* senza rischiare di confrontarsi in giudizio con l'oneroso *fairness test*; e dall'altro aveva creato una sperequazione in ordine alla quale non erano mancate autorevoli opinioni – corredate da significative evidenze empiriche – che invocassero la riconduzione sotto un unico *standard*⁸².

Non solo, ma a completare la preparazione del terreno, era giunto il citato Cox Communication, decisione nella quale lo stesso *Chancellor* Strine, sebbene unicamente nei *dicta*, aveva anticipato giustappunto quanto avrebbe poi avuto occasione di affermare in *In re M&F Worldwide*; vale a dire che una fusione con l'azionista di controllo negoziata e approvata da un comitato speciale di amministratori indipendenti e condizionata al voto favorevole della maggioranza della minoranza avrebbe richiesto l'applicazione della sola *business judgment rule* in un eventuale giudizio⁸³. Non solo tanto era bastato per indurre nella pratica a una strutturazione dell'operazione – se scelta la forma del *going-private merger* – in questo senso; ma la considerazione era apparsa tanto condivisibile che i giudici in *CNX Gas* l'avevano espressamente richiamata⁸⁴, a dispetto del fatto che il caso loro sottoposto non fosse un *merger* come Cox Communications ma una *tender offer*, e che come noto un'opinione di una *Chancery Court* non sia mai vincolante per un'altra.

Senza esser tacciati di determinismo si potrebbe, a questo punto, anche sostenere che, dunque, l'orientamento cristallizzato ora in *M&F Worldwide* sia il risultato d'una maturazione pronta a esser colta, al tempo e con l'occasione opportuna.

E tale occasione si è presentata alla *Court of Chancery* nel 2013, quando, nell'ambito di un'azione relativa al *going-private merger* di *M&F Worldwide* e finalizzata a vedere riconosciuto un *post-closing damage*, i giudici hanno potuto affermare a chiare lettere, con *opinion* proprio del *Chancellor* Strine, il principio secondo cui, in contesti di tal sorta, ogni qual volta l'operazione venga approvata sia da uno *special committee of independent directors*, sia da una *majority of the minority shareholders* troverà applicazione in giudizio lo *standard* di *review* della *business judgment rule* e non l'*entire fairness*.

⁸¹ *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation*, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010). V. anche *In re John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigation*, No. 758-CC, 2009 WL 3165613 (Del. Ch. 2 ottobre 2009).

⁸² Per tutti, G. SUBRAMANIAN, *Post-Siliconix Freeze-outs. Theory and Evidence*, in *J. Leg. Stud.*, 2007, vol. 36, n. 1, p. 1 ss. e F. RESTREPO, *Do Different Standards of Judicial Review Affect the Gains of Minority Shareholders in Freeze-out Transactions? A Re-examination of Siliconix*, in *Harr. Bus. Law Rev.*, 2013, vol. 3, p. 321 ss.

⁸³ *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, cit., 606.

⁸⁴ *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation*, cit., 400. Puntualmente, D. WILSON, *op. cit.*, p. 661. V. anche V. anche le I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, pp. 26-7 e 30.



L'opera di sistematizzazione cui si è dedicata la *Supreme Court* investita dell'appello, nel confermare le conclusioni dei giudici di prime cure, quindi, non solo ha consentito di far assurgere le predette riflessioni a principio vincolante ma ha fornito risposta, invero parziale, anche alle sollecitazioni circa l'opportunità di un approccio unico a tutte le operazioni di *freezeout* della minoranza, fossero esse realizzate attraverso *going-private merger*, o per mezzo di una *tender offer*⁸⁵. Parziale perché – giova ribadirlo – lo *standard* sarà adesso la *business judgment rule* ove l'operazione sia effettuata come *tender offer* e sarà sempre la *business judgment rule* ove effettuata come *merger* a patto però che si adotti – e correttamente – il *cleansing device* in commento; dacché, pur salutando con favore l'intervento di M&F Worldwide, già non è mancato chi ha rimarcato l'opportunità che la stessa linea con i medesimi oneri procedurali sia adottata per le *tender offer* finalizzate alla liquidazione della minoranza⁸⁶.

Ma con riguardo alla nuova regola e all'*iter* logico-argomentativo seguito dalla *Supreme Court* val la pena, procedendo per ordine, di precisare qualche ulteriore dettaglio.

Nella decisione, i Supremi giudici prendono le mosse dai citati precedenti di Tremont⁸⁷ e di Lynch⁸⁸, per richiamare come lo *standard* di *review* applicabile fino a quale momento per i casi di operazione con un *controlling stockholder* fosse l'*entire fairness*, per le ovvie ragioni già illustrate; come pure per chiarire che Lynch aveva previsto un parziale effetto di *cleansing* perché aveva esaminato le conseguenze dell'intervento o della *stockholder ratification* o dell'istituzione dello *special committee*. Non a caso, la *Court of Chancery* di *In re M&F Worldwide* aveva ritenuto che il caso presentasse una “*novel question of law*,” e segnatamente “*what standard of review should apply to a going private merger conditioned upfront by the controlling stockholder on approval by both a properly empowered, independent committee and an informed, uncoerced majority-of-the-minority vote*”⁸⁹.

Di fronte a siffatta “*question of first impression*”, come l'ha definita la Corte, che per la prima volta veniva in questi termini affrontata dai Supremi giudici dello Stato, il

⁸⁵ Oltre a quanto già citato, dopo la decisione in commento, v. F. RESTREPO, G. SUBRAMANIAN, *op. cit.*, pp. 206-7. Ivi i riferimenti ai costi, anche in termini di *welfare loss* e non solo di trasferimento di ricchezza dalla minoranza alla maggioranza, che diversi *review standard* comportavano in base alla forma in cui veniva strutturata l'operazione e alla capacità di chi ne pianifica la realizzazione di selezionare quella che produca i benefici per la maggioranza che ne ha il controllo. Ma v. anche L. P.Q. JOHNSON, *op. cit.*, p. 419 ss. nonché M. SIEGEL, *op. cit.*, p. 639 e 667.

⁸⁶ F. RESTREPO, G. SUBRAMANIAN, *op. cit.*, pp. 224-5.

⁸⁷ *Sub* nota 37.

⁸⁸ Su cui ampiamente *sub* par. 4.

⁸⁹ *In re M&F Worldwide Corp. Shareholders Litigation*, cit., 508.



primo rilievo della decisione è caduto sulla circostanza – “*vital distinction*” – che in questo caso, a differenza di quanto accaduto in Lynch o in Southern Peru e Tremont, l’azionista di controllo aveva sterilizzato il proprio controllo in termini di voto sull’operazione, condizionandola irrevocabilmente all’approvazione della maggioranza della minoranza⁹⁰. Piena informazione era stata offerta e l’operazione era stata condizionata pure all’approvazione di un “*independent and fully-empowered Special Committee*” il quale “*fulfills its duty of care*”; e tutto ciò era avvenuto *ab initio*.

In parallelo rispetto alla dinamica di ogni *cleasing device*, allora, lo slittamento dall’*entire fairness* alla *business judgment rule* è, nel logica già della *Court of Chancery* come in quella della *Supreme Court*, chiaramente collegato alla combinazione di una serie fattori che, oltre all’impiego dei due congegni del comitato e del voto favorevole della minoranza, fanno riferimento alle modalità con cui tali strumenti vengono utilizzati – e in conseguenza dei quali “*the controller voluntarily relinquishes its control*”, riproducendosi (“*replicate*”) la normalità dell’*arm’s length bargain*⁹¹.

Anzi, a ben vedere, gli azionisti di minoranza guadagnano, grazie a una strutturazione di tal guisa, anche i benefici di un comitato indipendente dotato dei poteri di negoziare per ottenere “*the best price*” ed eventualmente sconsigliare alla fine l’accordo, qualora ritenga che “*the deal is not advisable for any proper reason*”; e comunque, alla fine, rimane fermo il loro potere di non accettare, in sede di approvazione assembleare, la proposta negoziata per loro conto⁹².

Controbilanciata, per tale via, l’*undermining influence* viene allora a cadere la ragione stessa che si pone a fondamento dell’applicabilità dell’*entire fairness*. Si noti, in quest’ottica, come tutte le considerazioni tecniche operate dai giudici nella pronuncia, probabilmente nell’intento di non minare le fondamenta del sistema, ruotano attorno appunto all’idoneità di una procedura così organizzata a riportare la situazione nell’ambito della normalità e a rispondere a quanto sarebbe altrimenti richiesto da un *entire fairness test* in termini soprattutto di *fair price*.

Attesa l’importanza dell’effetto, nessuna sorpresa che entrambe le Corti abbiano prestato particolare attenzione alla ricostruzione dell’esatta strutturazione che l’operazione deve *in toto* realizzare, lungo sei specifici momenti: “(i) *the controller*

⁹⁰ Kahn v. M&F Worldwide Corp., cit., 645 da cui le citazioni.

⁹¹ In re M&F Worldwide Corp. Shareholders Litigation, cit., 510 e 528; Kahn v. M&F Worldwide Corp., cit., 646. La terminologia impiegata e precipuamente riportata vividamente restituisce il pensiero dei giudici.

⁹² Nella decisione i giudici utilizzano proprio l’espressione “*negotiating agents*” per qualificare gli amministratori indipendenti che prendono parte allo *special committee*. In re M&F Worldwide Corp. Shareholders Litigation, cit., 529 e Kahn v. M&F Worldwide Corp., cit., 647.



conditions the procession of the transaction on the approval of both a Special Committee and a majority of the minority stockholders; (ii) the Special Committee is independent; (iii) the Special Committee is empowered to freely select its own advisors and to say no definitely; (iv) the Special Committee meets its duty of care in negotiating a fair price; (v) the vote of the minority is informed; and (vi) there is no coercion of the minority”.

Spetterà all’attore in sede di *pleading* allegare una serie di fatti che ragionevolmente provino come una o più delle condizioni elencate non si sia verificata; in caso contrario, l’istanza non resisterà a una *motion to dismiss* e non potrà nemmeno procedere alla fase della *discovery*⁹³. Ma è parimenti ovvio che nella procedura si annidano pure i meccanismi che consentono a una corte di ripristinare un sindacato più penetrante, dalla informazione che deve essere completa all’assenza di *coercion*.

Nel caso di specie, tutti i predetti requisiti trovavano corrispondenza nella procedura concretamente seguita, se è vero che, alla luce della propria proposta pervenuta dal *controlling stockholder* della società, MacAndrews & Forbes, il *board* aveva nominato uno *special committee* di amministratori indipendenti con il potere di valutare la proposta, di negoziare con MacAndrews & Forbes e di formulare *recommendation* al consiglio, il quale non avrebbe approvato l’operazione senza il parere favorevole del medesimo comitato; comitato il quale peraltro, nelle proprie conclusioni, veniva chiamato a valutare se l’accordo raggiunto fosse *fair* e nel *best interest* della minoranza nonché veniva dotato del potere incaricare propri legali e consulenti finanziari, come in concreto aveva poi fatto. Non solo, ma condivise tutte le informazioni da M&F Worldwide e, dopo una significativa contrattazione, con rialzo dell’offerta e parere favorevole dell’*advisor* incaricato, l’accordo finale era stato rimesso e approvato anche dagli azionisti – cui era stata offerta di nuovo un’ampia informativa anche storica e finanziaria – e, tra questi, dalla maggioranza di quelli di minoranza⁹⁴.

⁹³ Ivi, 657. In re Books-a-Million, Inc., Stockholder Litigation, C.A. No. 11343-VCL (Del. Ch. 10 ottobre 2016) – peraltro confermato dalla Supreme Court con *order* del 22 maggio 2017, si legge – anche citando Swomley v. Schlecht, 2014 WL 4470947, 20 (Del. Ch. 27 agosto 2014), confermato dalla Corte Suprema, 128 A.3d 992 (Del. 2015) –: “*Compliance with the M&F Worldwide structure can be tested on a motion to dismiss. If the defendants have described their adherence to the elements identified in M&F Worldwide «in a public way suitable for judicial notice, such as board resolutions and a proxy statement,» then the court will apply the business judgment rule at the motion to dismiss stage unless the plaintiff has «pled facts sufficient to call into question the existence of those elements»*”.

⁹⁴ Prima dell’operazione MacAndrews & Forbes deteneva il 43.3% delle azioni di M&F Worldwide; rispetto all’iniziale offerta di 24\$ per azione, a seguito della trattativa, la proposta finale si era attestata sui 25\$ per azione; infine, nel *proxy statement* predisposto per l’approvazione assembleare erano riportati la ricostruzione della trattativa, cinque diversi *range* di valore che l’*advisor* finanziario aveva prodotto



Di là dal quadro evolutivo descritto, quindi, i fatti ben si prestavano a una pronuncia che garantisse l'effetto di cleansing. Ma, alla luce gli effetti che sul sistema della *litigation* la regola è destinata ad avere, l'indagine non si può arrestare all'illustrazione del principio e delle sue dinamiche e motivazioni più strette.

7. Deve innanzitutto sottolinearsi come, nel vivace dibattito originato dalle due pronunce in commento, appaiano di gran lunga prevalenti le opinioni favorevoli rispetto alle voci critiche. La ragione è, come accennato, anche essenzialmente tecnica, giacché da più parti si è ribadita la riconduzione in una linea unica e coerente della regole di *judicial review* per casi di fatto liminari o comunque assai prossimi. L'eliminazione di una per alcuni versi ingiustificata sperequazione è, in tal senso, il primo motivo di consenso verso i principi affermati in Corwin e di M&F Worldwide.

È pure possibile che in sottofondo, più o meno latente, si muova la menzionata malcelata avversione per qualsivoglia *second-guess* ad opera di una corte.

La valutazione prospettica, però, non può che avvalersi *in primis* dei riscontri che, nel tempo trascorso dalle prime due decisioni, possono già registrarsi sul fronte della diffusione quantitativa e qualitativa.

I dati, dunque, forniscono la misura non solo della supposta importanza in termini di assetto generale dei controlli e incidenza sul *private enforcement*, ma pure danno ragione alla capacità deflattiva del carico giudiziario che può essere entrata nella valutazione dei giudici – anche se questo, come detto, potrebbe profilarsi al pari di un argomento *post hoc* e *propter hoc*.

Se la questione centrale va quindi individuata, in chiave appunto prospettica, nella definizione del perimetro di estensione del *cleansing effect* – *rectius*, nell'accertamento della sua portata – il carattere dominante del dibattito in ordine all'operatività degli *standard* fiduciari nel quadro della *corporate governance* e dell'equilibrio dei *capital market* porta, come si accennava, a svalutare l'importanza esclusiva delle circostanze di fatto *case-by-case* (pur decisive nel quadro dei meccanismi di vincolatività del precedente in *common law*) per annettere alla discussione i rilievi in termini di *policy* cui si faceva riferimento *supra*.

impiegando diverse analisi finanziarie nonché la raccomandazione di voto favorevole. L'operazione era stata così approvata dal 65% degli azionisti di minoranza. V. altresì le riflessioni sulle motivazioni addotte a fondamento delle difese, per lo più in diritto, di D. WILSON, *op. cit.*, p. 648 ss. e I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 26-32.



In altre parole, dalla sintesi di Corwin e M&F Worldwide emerge un quadro “regolatorio” che parrebbe analitico e sufficientemente strutturato, se definito alla luce delle fattispecie astrattamente considerate: (i) in assenza di *controlling stockholder* (Corwin) il *cleansing effect* è garantito dall’unico – benché “composito” – requisito della *fully informed uncoerced disinterested stockholder ratification*; (ii) in presenza di *controlling stockholder* (M&F Worldwide), al requisito *sub* (i) va aggiunta la concorde delibera dello *special committee of disinterested directors*. Tuttavia, l’atteggiamento della giurisprudenza immediatamente successiva mostra, da un lato, la semplicità con cui l’applicazione può essere esclusa eccependo difformità nelle circostanze di fatto e, dall’altro, – simmetricamente – come sia effettivamente possibile, astraendo – pur senza necessariamente esplicitarlo – il principio a categoria generale, forzare le maglie dell’approccio casistico e derivarne un impianto sistematico, con un buon grado di astrazione⁹⁵.

Si pensi, per fare solo alcuni esempi, al caso Saba Software, in cui l’applicazione di Corwin è stata esclusa per via di “*unusual and egregious circumstances*”⁹⁶, rispetto ai cui “*unusual facts of the case*”, però, potrebbe ben argomentarsi *in senso contrario* ovvero sia concludendo *a fortiori* come il *trend* di Corwin risulti confermato – e la regola possa essere disapplicata solo in circostanze eccezionali, avendo, dunque, portata generale.

O parallelamente, si consideri il caso Volcano, laddove il *cleansing effect*, che in Corwin si riferiva a un *second-step merger*, è stato invece esteso all’accettazione di una *tender offer*⁹⁷. O, ancora, i casi Solera⁹⁸ e Singh⁹⁹, ove la Corte ha garantito il *cleansing effect* nonostante fossero state sollevate eccezioni in ordine all’effettività dell’informativa ai soci e pur in presenza di un conclamato interesse degli amministratori nell’operazione, espressamente rilevando come la *business judgment rule*, in presenza della *ratification* di

⁹⁵ Per un’approfondita rassegna della giurisprudenza *post*-Corwin delle Corti del Delaware, cfr. R. R. REDER, *Delaware Supreme Court clarifies “cleansing effect” of fully informed stockholder vote*, in *Vand. Law Rev. En Banc*, 2016, vol. 69, p. 221; *ivi ID.*, *Delaware Chancery Court extends “cleansing effect” of stockholder approval under KKR to two-step acquisition structure*, p. 227; R. R. REDER, T. M. BURBA, *Delaware Courts diverge on whether “cleansing effect” of Corwin applies to duty of loyalty claims*, in *Vand. Law Rev. En Banc*, 2017, vol. 70, p. 1; *ivi ID.*, *Delaware Courts confront question whether “cleansing effect” of Corwin applies to duty of loyalty claims*, p. 35.

⁹⁶ *In re Saba Software, Inc. Stockholder Litigation*, C.A. No. 10697-VCS (Del. Ch. 31 marzo 2017, *rev.* 11 aprile 2017). Si tratta in effetti del primo caso in cui la *Delaware Court of Chancery* ha rifiutato espressamente l’applicazione del “*cleansing*” di Corwin.

⁹⁷ *In Re Volcano Corp. Shareholders Litigation*, 143 A.3d 727, 738 (Del. Ch. 2016).

⁹⁸ *In Re Solera Holdings, Inc. Shareholders Litigation*, 2017 WL 57839 (Del. Ch. 5 gennaio 2017).

⁹⁹ *Singh v. Attenborough* (Zale III), 137 A.3d 151 (Del. 2016).



cui sopra, possa lasciare spazio a *standard* valutativi più severi solo a fronte – rispettivamente – della prova di *waste* o *gross negligence*.

E ciò, infine, a non voler richiamare la già citata decisione in Larkin, che ha sottolineato la portata generale di Corwin e la sua applicabilità anche ai *duty of loyalty claim* e del suo contraltare logico – Sciabacucchi v Liberty Broadband¹⁰⁰ – in cui il *plaintiff* è riuscito a dimostrare circostanze di fatto sufficienti a delineare una *structural coercion* in danno dei soci di minoranza, escludendo così il *cleansing effect*.

Con più specifico riferimento a M&F Worldwide, poi, deve anche rilevarsi come l'estensione del suo perimetro risenta della distinzione tra *going-concern* e *going-private transactions*, che ne contiene la portata generale nei limiti specifici della singola categoria¹⁰¹.

Per contro, la forza del nuovo orientamento ha valicato i confini dello Stato: In re Kenneth Cole¹⁰², la *Court of Appeals* di New York ha espressamente aderito alla regola di M&F Worldwide, affermando con convinta precisione lo MFW-*standard* e rimarcando come “*conclusory allegations or bare legal assertions with no factual specificity are not sufficient, and will not survive a motion to dismiss*”; di guisa che in assenza di concreti riscontri, il *complaint* non supererà nemmeno il *pleadings stage*. Peraltro, la pronuncia appare ricercare precipuamente la predetta adesione, se è vero che l'azione era già stata oggetto di *dismissal* presso il giudice di prime cure; ma in appello, anche a fronte di un ricorso che invocava l'applicazione dell'*entire fairness standard* a tutti i casi di *going-*

¹⁰⁰ C.A. No. 11418-VCG (Del. Ch. 31 maggio 2017). La questione della *structural coercion* è peraltro riscontrabile nell'immediato precedente di In re Massey Energy Co. Derivative & Class Action Litigation, C.A. No. 5430-CB (Del. Ch. 4 maggio 2017), in cui i contorni dell'operazione erano però assai diversi.

¹⁰¹ D'altronde, come segnala I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 38, “*a critical distinction between going concern and going private related party transactions is the procedural avenue that a stockholder must follow. Under established Delaware law, going concern claims must be vindicated via a derivative suit, while going private claims are pursued via a class action lawsuit. This distinction is significant*”.

¹⁰² In re Kenneth Cole Prod., Inc., Shareholder Litigation, 2016 WL 2350133 (2016). Il caso riguardava la proposta operata dall'azionista di maggioranza – Kenneth Cole, detentore dell'89% dei voti circa per un *going-private* della società Kenneth Cole Production appunto. All'uopo, il consiglio di amministrazione, senza la presenza dello stesso Cole, aveva nominato uno *special committee*, con due amministratori eletti dalla classe A delle azioni – delle quali Cole possedeva il 46% – e due dalla classe B delle azioni – tutte riconducibili allo stesso Cole. Tale comitato avrebbe così valutato l'offerta, mentre Cole aveva dichiarato che come azionista non avrebbe votato in favore di alcuna diversa operazione da quella approvata dal comitato e che, ove l'operazione stessa non fosse giunta a conclusione, nessuna conseguenza avversa ciò avrebbe avuto per i rapporti con e intrasocietari. Dopo lunga negoziazione, l'offerta era stata accettata, peraltro a un prezzo superiore a quello originariamente proposto, e approvata con il 99,8% dei voti della minoranza azionaria. Ciò nonostante, erano state intentate talune *class action* affermando la *lack in independence* e la violazione dei doveri fiduciari – per non aver cercato altre offerte.



private merger, la Corte ha inteso affrontare il tema dei criteri di sindacato, richiamare il recente M&F Worldwide e riportare il principio applicabile nello Stato di New York in linea con quello del Delaware – con ciò affermando il superamento di *Alpert v. 28 Williams St. Corp.*¹⁰³, fino ad allora applicato.

E allora, per tornare alle riflessioni iniziali, dal quadro sistematico deve estrarsi un principio di fondo – il *trend* cui si accennava – che giustifichi un intervento così profondo sul meccanismo principale del capitalismo manageriale, valvola di apertura verso il mercato della *corporate governance* (appunto la *business judgment rule*) e al tempo stesso ne sia funzione.

Non può omettersi di sottolineare, in questo senso, come l'efficacia deterrente della generalizzazione del principio – il *cleansing effect* o meglio il ritorno per suo tramite alla *business judgment rule* – appaia evidente; a risultare disincentivate, peraltro, non sono solo le azioni dilatorie o puramente strumentali, ma altresì quelle che si innestano nell'ambito di una *corporate transaction* realizzata a condizioni di mercato e con modalità “*fair*” nei rapporti endosocietari.

Il passaggio successivo, una volta affermato il ruolo *pivotal* della *business judgment rule* e accertato l'atteggiamento programmatico del *common law*, dovrebbe portare a interrogarsi su chi benefici di ciò in senso più generale, vale a dire non in prima battuta; o almeno a chi fossero diretti questi benefici nel ragionamento della Corte.

La questione si sposta, quindi, nella direzione del bilanciamento tra i diversi interessi coinvolti nel fenomeno e, ancor più intensamente, in tutte le operazioni straordinarie. Si disvelano, così, problematiche assai più profonde e rischi ben più evidenti se ci si avventura, ad esempio, lungo il percorso della definizione del perimetro della delega gestoria per evidenziare l'irritualità della chiamata al voto dei *disinterested stockholder*¹⁰⁴ o se si rileva come la minoranza di quest'ultima categoria – che in realtà coincide con la “vera” minoranza azionaria – subisca in effetti un sostanziale *freezeout*, totalmente schermato sul piano della validità, efficacia e responsabilità¹⁰⁵.

¹⁰³ 63 NY2.d 557 (1984).

¹⁰⁴ Si pensi, al limite, alla posizione degli azionisti privilegiati e alla relative assemblee di categoria, riflettendo sulla procedimentalizzazione delle attività e dei rapporti endosocietari che li riguardano in funzione di una corretta definizione dell'interesse sociale, finalizzata al suo perseguimento. Sul tema sia consentito il rinvio a F. M. SBARBARO, A. SACCO GINEVRI, *The role of preferred shareholders in fundamental transactions*, in *Eur. Bus. Law. Rev.*, 2015, p. 765.

¹⁰⁵ E noto, peraltro, che anche il rapporto tra socio di controllo e azionisti di minoranza può inquadrarsi, in un'ottica di analisi economica del diritto, alla stregua di una *agency relationship*. Così, J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency problems and legal strategies*, in *The Anatomy of Corporate*



Si potrebbero evidenziare, inoltre, le caratteristiche del mercato dei capitali statunitense in termini di assetti proprietari e attivismo degli investitori istituzionali, così come, ancor prima, il peculiare rapporto tra diritto e mercato che connota la regolamentazione dell'impresa capitalistica soprattutto – ma ormai non solo – nei due principali ordinamenti di *common law*¹⁰⁶. Oppure, infine, in senso critico verso una chiusura allo *scrutiny*, richiamare l'idea di una sovrapposizione tra *shareholders*, *stakeholders* e consumatori (di prodotti e servizi finanziari) nell'ambito del moderno mercato globale, tale da giustificare l'ingresso di altri interessi pure di matrice pubblicistica nelle valutazioni di chi è chiamato a giudicare la legittimità delle operazioni societarie – in particolar modo straordinarie – ponendo nel confronto tra funzionamento della *litigation*, con rischi di *overenforcement*, e tutela del mercato parimenti danneggiato da rischi di *underenforcement* o *underdeterrence* un difficile contemperamento.

Non serve, però, nemmeno scomodare chi ha teorizzato le criticità derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo¹⁰⁷ per rendersi conto che, come insegna proprio la giurisprudenza statunitense, più la problematica è ampia e coinvolge potenzialmente interessi eterogenei, più il rimedio deve essere puntuale e colpire i comportamenti individuali; o come talvolta le scelte di *policy* intervengono a correttivo d'una urgenza o piuttosto a controbilanciamento di un eccesso o distorsione che si registri non necessariamente per decisioni precedenti non calibrate, ma anche per le reazioni del sistema e in specie dei *plaintiffs' attorney* – si direbbe, quasi a raggiungere l'equilibrio per aggiustamenti successivi.

Il novero di possibili motivazioni che hanno animato le decisioni in commento è, pertanto, ampio e variegato, ma quello che si richiama alla gestione del contenzioso, a fronte di considerazioni non prive di elementi contraddittori, non può non essere tenuto in debito conto, esso stesso non come fattore a sé stante, ma che contribuisce alla regolazione del mercato.

Law: A Comparative and Functional Approach, a cura di R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W. G. RINGE, E. ROCK, III ed., 2016, Oxford, p. 29. Si faccia altresì riferimento a S. ROSS, *The principal's problem*, in *Am. Econ. Rev.*, 1973, vol. 63, p. 134 nonché a J. W. PRATT, R. J. ZECKHAUSER, *Principals and agents: the structure of business*, Boston, 1984, *passim*.

¹⁰⁶ *Ex multis v.*, in generale, M. R. FERRARESE, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti*, Torino, 1992, *passim*.

¹⁰⁷ Il riferimento è, ovviamente, all'opera di A. A. BERLE, G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932, *passim*.



8. Nell'indagine sulla selezione e composizione delle ragioni alla base del nuovo perimetro del *cleansing effect*, di particolare interesse, si disvelano taluni spunti comparatistici offerti da quanto accade sull'altra sponda dell'Atlantico rispetto a quella americana.

Nell'ordinamento inglese¹⁰⁸, infatti, le soluzioni approntate per le medesime questioni in esame segnalano un approccio *prima facie* differente il quale, nel raffronto con il punto di arrivo di Corwin e M&F Worldwide, sollecita ulteriori riflessioni e soprattutto supporta una più critica comprensione dei cambiamenti in corso. Ivi (in Inghilterra), ovvero sia in un sistema notoriamente *shareholder-centric* – quantomeno rispetto a quello *board-centric* statunitense¹⁰⁹ –, l'approvazione degli azionisti – *rectius* della classe all'uopo formata – non sarà nel meccanismo maggiormente impiegato sufficiente; o, se invece che in termini di potere – prospettiva probabilmente meno felice –, si vuol discorrere in termini di tutela, l'osservazione dovrà riformularsi nel senso che il momento dell'approvazione ad opera degli azionisti non sarà l'unica e principale *sedes* fisiologica di verifica.

Procedendo per ordine: nella *company law* inglese vi sono sostanzialmente due principali modalità attraverso le quali si effettua una *going-private transaction*: una *tender offer* o uno “*scheme of arrangement*”. Giacché nel primo caso, l'offerta del *bidder* deve essere accettata da azionisti che rappresentino il 90% delle azioni cui si riferisce, soglia non sempre agevolmente raggiungibile, non sorprende come più frequente sia il ricorso al citato *scheme of arrangement*¹¹⁰, strutturalmente non distante dal classico *merger*

¹⁰⁸ Invero, lo *scheme of arrangement*, in trattazione *infra*, è istituto ampiamente utilizzato anche per i *takeover* in molti ordinamenti di common law, inclusi Australia New Zealand, Hong Kong, Singapore, Malaysia, British Virgin Islands, Bermuda, Cayman Islands; sorprendentemente, invece, non negli Stati Uniti.

¹⁰⁹ Anche in questo caso il dibattito è ampio quanto celebre. Ove si intenda con *shareholder primacy* non l'obbligo degli amministratori di massimizzare il profitto degli azionisti, principio ben radicato nella *corporate law* nordamericana – eppure oggetto di recenti rivisitazioni – bensì “*the principle of ultimate shareholder control*” (S. M. BAINBRIDGE, *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, in *UCLA, School of Law Research Paper* January 2002, n. 02-04, p. 2, disponibile in SSRN all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=299727> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299727>), non è dubbio che l'ordinamento inglese debba qualificarsi come decisamente meno *director-oriented*. *Ex plurimis*, le osservazioni in J. ARMOUR, S. DEAKIN, S. KONZELMANN, *Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance*, in *Brit. J. Ind. Rel.*, 2003, vol. 41, p. 531 ss. e quelle in S. M. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in *Harv. Law Rev.*, 2005, vol. 119, p. 1735 in risposta a L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harv. Law Rev.*, 2005, vol. 118, p. 883, ove riferimenti e origini del profilo.

¹¹⁰ I dati che dimostrano il crescente impiego di questo schema per operazioni di scalata societaria sono ben noti e riportati, con puntuale analisi critica, in J. PAYNE., *The use of schemes of arrangement to effect*



della legislazione del Delaware, ma operato secondo una procedura non del tutto analoga¹¹¹.

La ragione è chiara sol che si consideri la disciplina applicabile.

In materia, infatti, la *Part 26* dello *UK Companies Act 2006*¹¹² – rubricata “*Arrangements and Reconstruction*” e contenente le *sec.* da 895 a 901 –, applicabile a *compromise* o *arrangement* tra la società e i propri “*members*” o “*creditors*” o “*any class of them*”, disciplina uno strumento utile a effettuare un ampio raggio di operazioni di riorganizzazione di una società o di un gruppo che siano *solvent*, ivi comprese fusioni e scissioni – come pure di ristrutturazioni in caso di insolvenza, a mezzo ad esempio di *debt for equity swap* ma non solo¹¹³.

Orbene, con tutta evidenza, è la possibilità di organizzare in classe gli azionisti da sollecitare che rende l’istituto di comodo utilizzo per le operazioni qui in interesse – organizzazione che si rappresenta alla corte quando, “*on application*”, questa sarà chiamata a convocare il *meeting* di cui alla *sec.* 896 del *Companies Act 2006*¹¹⁴. Ma è la percentuale richiesta per il suo funzionamento che lo rende anche particolarmente desiderabile.

Lo schema – secondo una ben articolata procedura, con annessi e condivisibili obblighi informativi – richiede, infatti, l’approvazione di soci¹¹⁵ che rappresentino almeno il 75% del valore della classe¹¹⁶, oltre che la maggioranza numerica della classe stessa, come presente e votante nel *meeting* convocato¹¹⁷.

takeovers: a comparative analysis, Oxford Legal Studies Research Paper, 2014, n. 1, p. 1, disponibile in SSRN all’indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2480941.

¹¹¹ Cfr. la *sec.* 251 del *Delaware General Corporation Law*.

¹¹² Che dal 6 aprile 2008 ha sostituito la *sec.* 425 del *Companies Act 1985*, senza sostanziali modifiche.

¹¹³ In riferimento all’argomento in esame, nel senso qui riportato E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2037 ss. Più in generale, sul tema, cfr. J. TRIBE, *Companies Act Schemes of Arrangement and Rescue: the lost cousin of restructuring practice?*, in *J. of Int. Bank. Fin. Law*, 2009, p. 389 ss. Ma soprattutto, oltre a quanto già citato, v. J. PAYNE, *Schemes of Arrangement, Takeover and Minority Shareholder Protection*, in *J. Corp. Law. Stud.*, 2011, vol. 2, p. 67 ss.; ID., *Schemes of Arrangement: Theory Structure and operation*, Cambridge, 2014, p. 7 ss. In ottica europea, cfr. A. GOLDREIN, *Ready, Willing and Able, but Perhaps Not Always Acceptable: UK Schemes of Arrangement in Europe*, in *Pratt’s J. Bankruptcy Law*, 2011, vol. 2, p. 113 ss.

¹¹⁴ È questo il primo passaggio procedurale, cui seguono il voto di soci o creditori convocati eventualmente in una o più classi e infine l’istanza di *sanction* dello *scheme* con conseguente decisione della corte e trasmissione al *Registrar* degli atti modificativi di quanto sottoposto a obblighi di registrazione. Con riguardo alle modalità di convocazione, essa deve avvenire secondo la menzionata disposizione “*in such manner as the court directs*”.

¹¹⁵ Per altri casi di creditori.

¹¹⁶ Se è avvenuta l’organizzazione in classe, come nel caso qui in commento.

¹¹⁷ V. *sec.* 899 *Companies Act 2006*. Se poi lo schema prevede una riduzione dello *share capital* della società, sarà necessaria una separata *special resolution* dei soci, con maggioranza qualificata del 75%. La



Laddove lo schema sia approvato, si procederà poi all'ulteriore passaggio previsto dalla procedura: la corte sarà chiamata a una sorta di omologazione del medesimo, ai sensi della *sec. 899* (“*the court may [...] sanction the compromise or arrangement*”) che, ove accordata, renderà l'accordo vincolante per tutti i soci¹¹⁸.

In altri termini, nella prospettiva degli azionisti di controllo che effettuano operazioni di tal sorta e ricercano il *freezeout* della minoranza, dalla soglia del 90% delle *tender offer* si passerà a una soglia del 75% *in value* che sia “*present and voting either in person or by proxy*”, oltre alla *review* della corte¹¹⁹. Certo, la percentuale rimarrà significativa e, pur ridotta in quantità e qualità per l'impiego del meccanismo di cui alla citata *Part 26*, si accompagnerà comunque all'intervento della corte tanto in sede di convocazione dei soci e verifica delle classi, tanto in successiva sede di approvazione; ma rispetto a una *tender offer* pura ne usciranno ridotti i rischi di ostruzionismo e probabilmente i correlati costi.

Nondimeno, in chiave di bilanciamento negli strumenti di controllo, anche per comprendere come la procedura dell'ordinamento inglese risponda al nodo gordiano in tema di operazioni con *controlling stockholder*, ovverosia se agli azionisti di minoranza vada concesso o meno un potere di veto sulle *transaction* e dove si realizzi la tutela effettiva di questi ultimi, è agli orientamenti giurisprudenziali che deve prestarsi attenzione; e, più che a quelli in punto di formazione della classe, a quelli in tema di *sanction* dello *scheme of arrangement* – o meglio a una combinazione di entrambi.

Vero è che nelle scelte con riguardo alla classe sembra giocare buona parte della partita, perché operando sulla sua composizione la soglia da raggiungersi può ben essere in concreto alterata – e la misura del potere della minoranza diluita¹²⁰. Ma vero è anche che, probabilmente, la varietà delle situazioni concrete che possono presentarsi nella fase della selezione e convocazione della classe mal si presta a criteri particolarmente determinati con riguardo alla verifica della sua formazione.

L'analisi delle pronunce rilevanti – che fa registrare precedenti ben risalenti, come è naturale, giacché lo strumento è presente nel diritto societario inglese sin dal

giurisprudenza ha escluso che quando l'istituto in questione sia impiegato quale alternativa a una *tender offer* si dovrebbe richiedere una percentuale pari al 90% per la relativa approvazione. Re *National Bank* [1966] 1 WLR 819; Re *TDG plc* [2008] EWHC 2334 (Ch); [2009] 1 BCLC 445. La scelta è infatti rimessa alla società e la soglia più bassa sarà controbilanciata dal meccanismo di omologazione affidato alla corte.

¹¹⁸ O creditori o classe di soci o creditori, se del caso, nonché per la società o per il liquidatore o l'amministratore se la società è in liquidazione o *administration*.

¹¹⁹ Acutamente, E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2038. Un raffronto tra vantaggi offerti dello *scheme* nei contesti di *takeover* cfr. J. PAYNE., *The use of schemes*, cit., p. 9 ss.

¹²⁰ Cfr. E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2038 ss.



1870¹²¹ – disvela come di fatto le corti adottino un controllo caso per caso, ove l'appropriatezza della composizione della classe prima e l'omologa poi sembrano rispondere più alle implicazioni pratiche della singola decisione appunto che a un rigido *discrimen*.

Si considerino i due casi paradigmatici sul punto: In re Hellenic & General Trust¹²² e Re BTR plc¹²³.

Nel primo, la *Chancery Division* ha affrontato la questione della composizione della classe in un'operazione dove un *controlling stockholder*, la Hambros, intendeva procedere ad acquisire il 100% delle azioni di una controllata, la Hellenic & General Trust appunto, nella quale la National Bank of Greece deteneva una partecipazione pari al 13.95%. In ragione dell'opposizione di quest'ultima risultava non praticabile una *tender offer* – non raggiungendosi la citata soglia del 90%. Hambros si era determinata, allora, a optare per uno *scheme of arrangement*, avendo altresì trasferito il proprio pacchetto del 53% a una controllata al 100% costituita *ad hoc*, la Merchandise & Investment Trust. L'accordo proposto prevedeva che le azioni della Hellenic sarebbero state ritirate con un cambio di 48p per azione e la Hambros avrebbe ricevuto le correlative azioni di nuova emissione¹²⁴. Nel *meeting* convocato dalla Corte su istanza della Hellenic & General Trust, lo schema era stato approvato con una percentuale ben sufficiente, il 91%; ma nel computo della classe erano entrate pure le azioni della Merchandise & Investment Trust, senza le quali la soglia del 75% non sarebbe stata in realtà raggiunta.

Nel decidere se nella composizione della classe fosse stato corretto includere questa ultima società, la pronuncia fa riferimento un caso di fine '800, ove si discorre giustappunto del significato del termine “*class*”, quale gruppo di persone “*whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest*”¹²⁵. Pertanto, giustappunto alla luce del comune interesse, dovrebbe

¹²¹ Perché introdotto con il *Joint Stock Companies Arrangement Act* del 1870, esattamente con la *sec. 2*, sebbene originariamente solo per i creditori. Esteso ai *member* con la *sec. 24* del *Companies Act* 1900, è con la *sec. 38* del *Companies Act* 1907 che trova applicazione anche fuori dall'ambito delle società in *liquidation*.

¹²² [1975] 1 W.L.R.123.

¹²³ [1999] 2 B.C.L.C. 675 (Ch.), confermato con rigetto *del leave to appeal* in [2000] 1 B.C.L.C. 740 (C.A.).

¹²⁴ In tal modo, il soggetto che riceveva le nuove azioni non coincideva formalmente con quello che deteneva l'attuale pacchetto di maggioranza e che partecipando alla classe avrebbe concorso al voto sullo schema.

¹²⁵ Il precedente è *Sovereign Life Assurance Co. v. Dodd*, [1892] 2 Q.B. 573, da cui la citazione a 582, pure richiamato in *In re Hellenic & General Trust*, cit., 126, nonché ricostruito in E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2039 e in J. PAYNE., *The use of schemes*, cit., pp. 3-4.



ritenersi che i potenziali alienanti chiamati a consultarsi dinanzi all'offerta "*would look askance at the presence among them of a wholly owned subsidiary of the purchaser*"¹²⁶; sicché la sostanziale divergenza nelle posizioni, *recte* negli interessi, è stata ritenuta in questo caso ragione sufficiente per disporre classi separate.

È chiaro come richiedere l'articolazione delle classi per diritti omogenei o per interessi omogenei comporti effetti sostanziali assai significativi: la composizione della classe per *right* è agevole e segue un parametro oggettivo ma può comprendere soggetti portatori di ragioni ulteriori e in conflitto; quella per *interest* può eliminare queste divergenze ma risultare complessa, questionabile e attribuire un potere di veto, attraverso micro-classi, a un numero esiguo di azionisti. Quasi un dubbio tra carenza di tutela ed eccesso di tutela, a fronte del quale la giurisprudenza inglese ha inteso poi intraprendere una diversa via d'uscita, o quantomeno un contemperamento caso per caso.

Il criterio, che in *Hellenic & General Trust* ha consentito alla Corte di accogliere l'opposizione pur dinanzi all'organizzazione in unica classe perché identici i diritti di cui erano portatori i relativi componenti, non chiarisce – e forse non può – la dimensione di questa divergenza, lasciando ai giudici l'individuazione specifica, di volta in volta, di limiti e qualità della varietà di interessi rappresentati che possono essere o meno composti in una classe. Ancor più lascia aperta – più o meno consapevolmente – un'ulteriore possibilità, quella della tutela della minoranza nella fase successiva in cui gli stessi giudici sono chiamati a valutare se l'accordo eventualmente raggiunto dopo il voto sia *fair*, come dire, non quindi nell'indagine sulla classe ma in quella logicamente susseguente in ordine alle *fairness*.

La conclusione o meglio la lettura qui proposta – e che supera forse il potenziale *empasse* di *Hellenic & General Trust* – è confermata dalla seconda pronuncia *supra* menzionata, *Re BTR plc*, ove la Corte, riprendendo formalmente il medesimo *discrimen* di *Hellenic* ha poi deciso in senso opposto, secondo quella che si appalesa qui come una precipua e cosciente scelta di *policy*.

Nello *scheme* impiegato nel 1999 per un *arm's length purchase* di una *publicly traded company*, BTR appunto, verso altra *publicly traded company*, Siebe, l'argomentazione su cui si fondava l'opposizione alla *sanction* evocava proprio la disomogeneità tra gli interessi di cui erano portatori i *disinterested shareholder* partecipanti alla classe come composta: in particolare, tra quanti oltre a essere azionisti di BTR lo erano anche di Siebe e quanti invece erano solo azionisti di BTR – e come tali avrebbero in teoria

¹²⁶ In re *Hellenic & General Trust*, cit., 126.



avuto vantaggi unicamente dalla massimizzazione del prezzo corrisposto nello *scheme*¹²⁷.

Nondimeno, come pure considerato in analogo caso deciso dalla High Court of Hong Kong¹²⁸ ivi citato, tracciare quale sia il limite oltre il quale i titolari delle azioni della società oggetto dell'operazione devono considerarsi portatori di interessi ulteriori e divergenti o addirittura prevalenti rispetto a quelli relativi alla sola partecipazione nella società non è determinazione agevole; e con buona probabilità – al pari di quanto accennato – si appaleserebbe come un percorso nemmeno utile giacché condurrebbe a una sempre crescente parcellizzazione delle classi, ove ogni differenza può suggerire la formazione di un nuovo gruppo ancor più omogeneo moltiplicando i poteri di veto e vanificando del tutto lo strumento stesso – o meglio la sua desiderabilità.

I diritti degli azionisti di minoranza, allora, trovano nella logica di BTR una miglior tutela, efficace quanto compatibile con il funzionamento dell'istituto, sì in fase di *sanction* da parte della corte ma nella valutazione generale della *fairness* dell'accordo approvato dalla o dalle classi¹²⁹.

Peraltro il criterio, rifinito e smussato con *Re Hawk Insurance Co Ltd.*¹³⁰ mediante la possibilità di analizzare, per comporre una *class* omogenea, i diritti non solo esistenti al momento della composizione della classe stessa ma anche da acquisirsi o come modificati a seguito dello *scheme of arrangement*¹³¹, non consente alla corte di effettuare un completo *second-guess*, nel senso che “*provided the scheme is fair and equitable, the court will not judge its commercial merits*”¹³².

Orbene, di là dalla circostanza che la linea BTR è oggi sostanzialmente il precedente di riferimento¹³³ in tema di classi per gli *scheme of arrangement* e la sua analisi quella prevalente in applicazione per tutti le *going-private transaction*, la breve descrizione

¹²⁷ Sarebbe in tal senso risultato *inappropriate* – secondo i ricorrenti – includere entrambe queste tipologie di portatori di interessi nella medesima classe, ai sensi dell'allora applicabile *sec. 425 del Companies Act 1985*; il rilievo è ovviamente valido anche nella vigenza della nuova *Part 26, Companies Act 2006*.

¹²⁸ *In re Industrial Equity (Paci c) Ltd.* [1991] 2 H.K.L.R. 614 (H.C.)

¹²⁹ *Re BTR plc*, cit., 681-682, peraltro con un significativo sforzo argomentativo volta ad affermare che la decisione non si ponesse in contraddizione con il precedente di *Hellenic*, ove la Corte non aveva ragionato e concluso in termini di differenze negli *interest* o nei *right*, come pure nota E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2039.

¹³⁰ [2001] EWCA Civ. 241. V. anche *Re UDL Argos Engineering* [2001] HKCFA 54.

¹³¹ Sempre nel limite in cui le predette sottoarticolazioni non si disvelino così artificiose da lasciare lo strumento alla mercé del veto di gruppi non rappresentativi nella realtà.

¹³² J. PAYNE., *The use of schemes*, cit., p. 4.

¹³³ Non invero pacificamente però negli altri ordinamenti di *common law* che prevedono l'istituto.



dei fatti e il confronto tra i casi ha in questo contesto la precipua valenza di confermare l'intuizione sopra manifestata; il che val quanto dire che appare corretto affermare come nel sistema inglese lo scrutinio in sede fisiologica operato dalla corte – meno sovente in sede di approvazione della classe, più spesso nel controllo in sede di omologa – rimanga sostanzialmente il momento centrale della tutela degli azionisti di minoranza nelle operazioni con *controlling stockholder*: è qui che si evita la diluizione dei poteri dei soci sollecitati dallo schema nonché, in ultima analisi e prevalentemente, si verifica caso per caso che l'*arrangement*, pur votato dalla maggioranza qualificata, sia *fair* – in una dinamica differente da quella nordamericana e in una *review* che non giunge a quella del *fairness standard* statunitense.

E si noti come il tutto accada, ad ogni modo, secondo una linea tracciata dalla giurisprudenza d'oltremarica anche sulla scorta di un dato normativo che tanto permette – deve ritenersi consapevolmente – grazie al meccanismo della *sanction* dell'*arrangement* – o meglio alla sua formulazione, per questo verso confermata nel 2006¹³⁴.

Vero è pure che, di là dalle potenziali suggestioni che nell'ordinamento anglosassone il *cleansing effect* della nuova giurisprudenza nordamericana potrebbe sortire e che è comunque di là da venire, dinanzi a un giudice statunitense e anche a fronte di una *stockholder ratification* la procedura di Corwin e ancor più quella di M&F Worldwide permettono comunque obiezioni di sorta, attraverso una contestazione ad esempio sulla piena informazione, sulla *coercion* appunto e sul computo nel voto di eventuali azioni latori d'interessi in conflitto; sicché il recente arretramento del sindacato giudiziale sulla materia nella *corporate law* d'oltreoceano è sì funzione di un sentire che va contestualizzato anche dal punto di vista storico – e pure nel solco dei casi precedentemente maturati –, ma lascia comunque opportune vie di fuga.

Certo, diverso è allo stato l'oggetto del sindacato nell'approccio di BTR e diversa è l'efficacia della tutela; anzi, è bene rimarcare come nella giurisprudenza inglese si sia in parte già assistito a un trascorrere da una tutela forte, con particolare attenzione alla formazione della classe, a una in cui i diversi interessi assurgono a rilevanza solo nella valutazione complessiva della *fairness* a opera della corte.

In tal senso, la distanza nelle procedure tra i due ordinamenti è variabile, nel senso che è destinata ad assumere in sostanza la misura che l'atteggiamento delle corti e la loro propensione all'intervento determineranno. Non appare invece corretto

¹³⁴ In questo senso, E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 2041, anche se l'indagine è condotta sugli stili e sulle modalità delle decisioni delle corti, in una verifica del retaggio del *legal realism*.



porre la differenza in tema di *shareholder primacy*, nel significato inteso; e ciò in quanto non è affatto detto che l'insufficienza dell'approvazione da parte della classe dei *member* si traduca sul piano della *governance* in un minor potere degli stessi, derivando anzi dalla prescrizione di successivo momento in cui la corte eventualmente sancisce che l'accordo è *fair* e dunque vincolante per tutti una tutela per certi versi superiore per i medesimi azionisti di minoranza.

9. Molteplici sono – come anticipato – le possibili chiavi di lettura dei nuovi orientamenti esaminati, come offerti peraltro dalla feconda letteratura che è fiorita all'indomani delle pur recenti pronunce in commento. Tutte, invero, forniscono un tassello per articolare un'indagine che aspiri a comprendere il significato dei nuovi principi anche in termini di potenzialità per la circolazione. Ma come appunto in un mosaico, esse vanno composte.

La ricerca delle più profonde ragioni all'origine delle citate evoluzioni, infatti, richiede innanzitutto che *Corwin v. KKR Financial Holdings* e *Kahn v. M&F Worldwide* siano analizzati *in unum*, in una prospettiva che superi ricostruzioni particolaristiche ed eccessivamente riduttive. In comune, le due decisioni ritrovano non solo nella *stockholder ratification* l'elemento di congiunzione; ma soprattutto registrano una precipua scelta di *policy*, ovverosia la evidente volontà delle corti del Delaware – e non solo – di limitare sostanzialmente gli spazi del sindacato con il fine ridurre la desiderabilità dell'agire in giudizio allocando *aliunde* la funzione di deterrenza verso gli abusi connessi al conflitto d'interessi nei contesti di riferimento; e segnatamente di modificare la combinazione dei controlli, riducendo il peso del *private enforcement* e delle sue funzioni di *deterrence* e *redressing* appunto in favore di una procedimentalizzazione del conflitto d'interessi quale strumento di *external monitor*.

Chiaramente – ed era agevolmente prevedibile – il ripristino della *business judgment rule* quale *judicial review standard* – laddove esattamente applicata la procedura più o meno articolata ora precisata – induce sì gli amministratori a sottoporre l'operazione ai momenti e ai soggetti di cui a questa procedura, con le auspiccate conseguenze in ordine alla loro condotta, ma ancor più dissuade quanti vogliono contestare la *transaction* dall'agire in giudizio.

Un mutamento che con buona probabilità va dunque ben oltre la mera evoluzione della giurisprudenza sulle *going-private transaction*, la quale in una scia continua che da Lynch passa per Siliconix e Cox Communication – in particolare per l'esito di *M&F Worldwide* – è sicuramente elemento determinante; ma rinviene nelle



più profonde motivazioni la misura della capacità di durare delle nuove regole come pure di circolare. Esse sono, infatti, uniche in entrambe le decisioni e si richiamano a convincimenti radicati, quasi ancestrali nel sentire delle corti nordamericane, che (ri)emergono e si slatentizzano in presenza delle necessarie condizioni storiche ed esigenze più o meno contingenti.

È vero che diverso è il contesto, con o senza *controlling stockholder* e dunque con bisogni di tutela più o meno penetranti – come parimenti diversi erano i parametri di sindacato di partenza (Revlon o *entire fairness*). È vero pure che ben più complessa è la procedimentalizzazione richiesta da M&F Worldwide per l'effetto – procedimentalizzazione che qui chiama in gioco gli amministratori indipendenti.

Ma fuori dall'ottica politica suggerita, differenti proposte interpretative sembrano concentrarsi sulla decisione stessa più che sui significativi effetti in termini di *corporate litigation*, di equilibri dei controlli e, quindi, di *governance* che i due nuovi precedenti sono destinati ad avere.

In tal senso, chi si richiama al *trend* della valorizzazione degli *special committee* quali “*effective mechanism for mitigating the risks associated with conflicts of interest in corporate transactions*” non erra, ma coglie una parte e non il tutto. Si intende come sia per certo vero che si conferma una tendenza iniziata già trent'anni or sono¹³⁵, vale a dire quella di fidare nella funzione degli *special committee* “*to assist directors of [...] companies in fulfilling their fiduciary duties and thereby limit the liability of directors*” e, in particolare di servire come “*an effective proxy for a third-party negotiator on behalf of disinterested or minority shareholders*”¹³⁶. Ma questa conclusione non è valida per Corwin. Ancor più, tace dei limiti nonché dei rischi anche sistematici sottesi all'impiego degli *independent director*.

Come è intuibile – nonché noto –, la consuetudine sempre più invalsa di includere amministratori indipendenti nei consigli e assegnar loro funzioni di crescente importanza attiva un meccanismo di controllo che come tutti i meccanismi presenta dei costi. Al pari di quanto segnalato, questa tipologia di amministratori in quanto “esterni” è sovente carente di conoscenze operative specifiche, quantomeno con riguardo alla società del cui consiglio di amministrazione fanno parte. Non solo, ma questi possono mancare di “*firm-specific commitment to their companies and all their*

¹³⁵ Negli anni '80, durante l'ondata delle fusioni e delle acquisizioni.

¹³⁶ S. V. SIMPSON, K. BRODY, *The Evolving Role of Special Committees in M&A Transactions: Seeking Business Judgment Rule Protection in the Context of Controlling Shareholder Transactions and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest*, in *Bus. Lam.*, 2014, vol. 69, pp. 1117 ss. e in spec. p. 1145 da cui le citazioni. Il dettaglio procedurale raggiunto in M&F Worldwide è pure pienamente coerente con la consuetudine sviluppata dagli stessi giudici di Delaware di offrire una *substantial guidance* su ciò che costituisce un *well-run special committee* e sulle correlate regole per assolvere al proprio ruolo nello specifico contesto.



stakeholders”. Quando la percentuale di *independent director* diventa nel consiglio di amministrazione numericamente rilevante, allora, questi rischi assumono un’estensione non trascurabile che può, sull’altare dell’implementazione del sistema di controllo non giurisdizionale, sacrificare importanti competenze manageriali e così investire in una certa misura l’efficienza stessa della gestione.

Orbene, non vi è chi non veda come incrementare di tali figure anche le funzioni, affidando loro il compito di fungere da meccanismo che riporta l’operazione in conflitto nell’ambito dell’*arm’s lenght bargain*, accresce la dimensione di questi costi¹³⁷.

Né può ritenersi ragionevolmente che le così esperte corti del Delaware abbiano abbracciato fideisticamente una strategia di cui non ignorano i limiti; o meglio, che tale argomento possa essere stato trascurato nell’adozione di una soluzione, quella di M&F Worldwide, a lungo ragionata.

Ne discende che pure la devoluzione del controllo, *rectius* della gestione stessa del conflitto, a siffatti strumenti non può essere fine a se stessa o rispondere a mode di sorta, per quanto durature; nel senso che non può costituire una chiave di lettura unica o una motivazione preponderante.

E ancora: altrove, si è rimarcato come M&F Worldwide sia coerente con una tendenza recessiva dei principi di cui in Lynch; e come si ponga sotto questo profilo quasi in continuità con quanto gradualmente emerso negli ultimi anni¹³⁸. Con riferimento a Corwin, pure si è autorevolmente segnalato l’arretramento di Revlon – quasi che questo approccio abbia dopo trent’anni rivelato i segni del tempo trascorso¹³⁹. E con queste decisioni e con la loro progenie si è infine salutato il superamento – parziale o, meglio, condizionato – di talune sperequazioni di trattamento tra *standard* applicabili in situazioni non dissimili: si consideri la citata disparità che sussisteva tra la regola (la *business judgment rule*) applicabile in ossequio a

¹³⁷ Da ultimo, T. N. MIRVIS, W. SAVITT, *The Dangers of Independent Directors*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, vol. 40, n. 2, p. 481 da cui la citazione; ivi peraltro le relative indicazioni statistiche, di non poco momento.

¹³⁸ D. WILSON, *op. cit.*, p. 646 e p. 655 ss.; cfr. *sub* nota 8.

¹³⁹ V. i riferimenti già effettuati a L.P.Q. JOHNSON, R. RICCA, *op. cit.*, p. 167 ss.; e M. MANESH, *Nearing 30*, cit., p. 107 ss., ove i dati sulle iniection non concesse pur in applicazione dei principi di Revlon; ivi, a p. 145 il quale rispetto alla critica dei primi due Autori, si legge: “*What the coauthors perceive to be the dwindling of Revlon as an enforceable legal directive may actually reflect the hegemony of the doctrine’s unitary shareholder focus in corporate culture and boardroom discussions. If Revlon is dwindling, it is happening from outside of corporate law, where competing bodies of law have emerged, rejecting or dispensing of the doctrine’s fiduciary mandate. Viewed from this broader perspective, the dwindling of Revlon may simply be a part of a larger narrative: the dwindling of the corporate form as the only way to do business?*”.



Siliconix per una *tender offer* e quella applicabile in ragione di Lynch, prima senza eccezioni, per un *going-private merger*.

Tutte ricostruzioni che aggiungono del vero all'analisi; ma che non bastano, perché ci si potrebbe altresì spingere oltre: se i *judicial review standard*, segnando in maniera sostanziale come è ovvio la probabilità di accoglimento dell'istanza, rappresentano una valvola che restituisce sul piano della tutela – quello invero più importante – la percezione sociale – qui soprattutto del mercato – dell'accettabilità dei rischi di un determinato tipo di operazioni, allora le corti potrebbero aver colto un momento storico nel quale, tramontati gli echi dell'ultima crisi e con essa i proclami di una più stringente regolamentazione, apparisse come opportuna e accettabile la devoluzione a meccanismi esterni del controllo con riguardo a queste situazioni di pericolo. In altri termini, a fronte di parametri di sindacato che costituiscono in termini di politica del diritto la cartina al tornasole della pericolosità avvertita e delle correlate urgenze di tutela, si pongono due pronunce immediatamente seguite anche fuori dal Delaware – e pure estese con Volcano in relazione a Corwin – che danno conto di una per così dire desensibilizzazione delle corti sulla materia *de qua*. O semplicemente, le corti hanno portato a termine un percorso che a queste dinamiche risponde, ma iniziato ben prima dell'ultima crisi e del correlato (tentativo di) rafforzamento delle regole di controllo.

D'altronde, come affermato in Corwin e già richiamato, non appare utile né logico sindacare una decisione assunta da un *decision-maker* non in conflitto d'interessi, in possesso di maggiori informazioni e competenze, nel caso degli amministratori in situazioni ordinarie (non di conflitto d'interessi), o di informazioni e partecipazione azionaria in gioco, nel caso degli *informed, disinterested stockholder* chiamati qui a esprimersi¹⁴⁰. Si è sottolineato anche come “*particularly when more than one fully-functioning monitor is active, these monitors present a formidable reason for courts not to intervene*”¹⁴¹, secondo una riflessione che si appoggia giustappunto a questa tendenza.

Peraltro, già lo scrutinio operato in applicazione di Revlon era stato criticato in ordine alla sua reale capacità di funzionare in maniera penetrante, se è vero che ivi lo *standard* richiedeva agli amministratori decisioni “*reasonable, not perfect*”¹⁴² e che,

¹⁴⁰ Corwin v. KKR Financial Holdings, cit., 312.

¹⁴¹ Cfr. M. SIEGEL, *op. cit.*, p. 668.

¹⁴² Lyondell Chem. Co. v. Ryan, 970 A.2d 235, 243 (Del. 2009). Nello stesso senso, Paramount Communications Inc. v. QVC, Inc., cit., 45, ove già precisato come alla luce di Revlon le corti siano chiamate a interrogarsi su “*whether the directors made a reasonable decision, not a perfect decision*” – anche cit. in M. MANESH, *Nearing 30*, cit., p. 135.



dunque i giudici non avrebbero proceduto a un sindacato “meticoloso” di decisioni pure discutibili¹⁴³. E ad ogni buon conto, la prova della mala fede – *sub specie di intentional disregard* dei propri doveri fiduciari o di azione per *improper motive* – è per solito onere non agevole da assolvere, dacché ottenere la concessione di una *injunction* o il riconoscimento di un risarcimento in *Revlon-land* non è in pratica mai stato facile. Per contro, un effetto deflattivo particolarmente significativo è destinato a esser prodotto da M&F Worldwide e dalla sua linea.

E qui, forse, si tocca il profilo che davvero si staglia come predominante e che nel quadro generale della *litigation* del settore potrebbe rinvenirsi il solco in cui i nuovi principi di Corwin e M&F Worldwide e dei casi successivi possono ascrivere. Che sia o meno la componente essenziale che ha determinato le corti a modificare l'assetto dei controlli accentuando l'atavica tendenza menzionata, il potenziale impatto su di un carico giudiziario in materia divenuto non agevolmente sostenibile – e pure non privo di eccessi – è così evidente che non può non essere entrato nella valutazione dei giudici. Anzi, laddove si ritenga che il risultato dei due precedenti sia principalmente una maggior tutela degli amministratori più che degli azionisti, potrebbe finanche sostenersi come proprio l'urgenza di rispondere al costante e sensibile incremento delle azioni e ancor più di porre un freno alle *strike* o *frivolous suit* abbia verosimilmente indotto la giurisprudenza ad anticipare i tempi o a muoversi fuori sincro rispetto a quella percezione sociale cui si è fatto prima riferimento.

In quest'ottica, siffatta strategia deflattiva o comunque di gestione del contenzioso trova anche in altre decisioni della medesima Corte riscontri importanti. Si pensi per un verso alla legittimità delle clausole statutarie di *fee-shifting* sancita dal caso *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund*¹⁴⁴ – decisione questa che proprio sulla *corporate litigation* rischia di sortire effetti sì drastici da allarmare legislatore e dottrina¹⁴⁵;

¹⁴³ V. L. P. Q. JOHNSON, R. RICCA, *op. cit.*, p. 222.

¹⁴⁴ 91 A.3d 554 (Del. 2014).

¹⁴⁵ Tanto da suggerire un titolo particolarmente evocativo a un recente saggio sul tema: M. LEBOVITCH, J. VAN KWAWEGEN, *Of Babies and Bathwater: Detering Frivolous Stockholder Suits Without Closing the Courthouse Doors to Legitimate Claims*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, vol. 40, p. 491 ss. V. anche S. GRIFFITH, *Correcting Corporate Benefit: How to Fix Shareholder Litigation by Shifting the Doctrine on Fees*, *Bos. Coll. Law Rev.*, 2015, vol. 56, p. 1 ss.; : A. HAMERMESH, *How Long Do We Have to Play the “Great Game”?*, in *Iowa Law Rev. Bull.*, 2015, vol. 100, p. 31 ss.; V. WINSHIP, *Contracting Around Securities Litigation: Some Thoughts on the Scope of Litigation Bylaws*, in *SMU Law Rev.*, 2015, vol. 68 p. 913 ss.; ID., *Shareholder Litigation by Contract*, in *Bos. Univ. Law Rev.*, 2016, vol. 96, p. 485 ss.; J. R. BROWN, JR., *The Future Direction of Delaware Law (Including a Brief Exegesis on Fee Shifting Bylaws)*, in *Den. Univ. Law Rev. Online*, 2015, vol. 92, p. 51 ss.; S. M. BAINBRIDGE, *Fee-shifting: Delaware Self-inflicted Wound*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, vol. 40. P. 852 ss.;



e per altro verso al subito celebre *In Re Trulia*¹⁴⁶ con cui, facendo seguito alle perplessità già espresse nelle deliberazioni in ordine ad alcune transazioni nel corso del 2015, la stessa *Chancery Court* del Delaware nel gennaio 2016 ha chiuso ai *merger litigation settlement* che non comportino un beneficio sostanziale per gli azionisti – e nel caso di specie ha negato l’approvazione di un c.d. *disclosure-only settlement* che peraltro non comportava alcuna *material disclosure*¹⁴⁷.

O ancora si considerino quelle modifiche apportate nel 2015 al *Delaware General Corporation Law* che legittimano espressamente l’adozione di clausole di *forum-selection* negli statuti societari, con lo scopo di contenere l’ondata di “*multi-jurisdiction suits*” giustappunto nell’ambito delle operazioni di fusione e acquisizione¹⁴⁸.

E ciò a tacere delle numerose voci critiche – di cui alla breve rassegna già offerta – che da tempo non hanno mancato di invocare un argine all’eccessivo ricorso alle corti e a tutte le distorsioni del sistema appena elencate.

Non vi è dubbio che sotto questo profilo l’analisi assurge a un’ampiezza e a una complessità che chiamano in causa il vasto novero di strumenti processuali disponibili nella *corporate litigation* statunitense, dalla disciplina del processo più in generale alle previsioni sulle spese di lite appunto fino a quelle ancor più note sulla legittimazione – che permettono *derivative action* e *class action*. Tuttavia, anche solo la convergenza verso gli effetti deflattivi illustrati e la scansione cronologica pur restituiscono più di un indizio.

In tal senso, è davvero difficile sostenere che gli arresti in commento non siano parte di quella che è già stata definita come un’inversione nel flusso della marea¹⁴⁹.

D’altro canto, ferme le dovute cautele, è pure vero che, se è discussa l’effettiva idoneità delle procedure cristallizzate da *Corwin* e *M&F Worldwide* a mitigare i

J. E. FISH, *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, in *Brook. Law Rev.*, 2016, vol. 81, n. 4, p. 1637.

¹⁴⁶ *In re Trulia, Inc. Shareholder Litigation*, 129 A.3d 884 (Del. Ch. 2016), su cui v. S. J., GRIFFITH, *Private Ordering Post-Trulia: Why No Pay Provisions Can Fix the Deal Tax and Forum Selection Provisions Can't*, in *The Corporate Contract in Changing Times*, a cura di S. DAVIDOFF SOLOMON, R. S. THOMAS, 2017, in corso di pubblicazione e disponibile in SSRN all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2855950>; nonché M. D. CAIN, J. E. FISCH, S. DAVIDOFF SOLOMON, R. S. THOMAS, *The Shifting Tides of Merger Litigation*, in *Vand. Law Rev.*, in corso di pubblicazione e disponibile in SSRN all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2922121>.

¹⁴⁷ O si rivelava anche solo “*helpful to Trulia’s stockholders*”: *In re Trulia*, cit., 924.

¹⁴⁸ Del. Code Ann., Tit. 8, secc. 102(b) (4), 109(b), peraltro codificando un principio già affermato dalla *Chancery Court* in *Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp.*, 73 A.3d 934 (Del. Ch. 2013).

¹⁴⁹ M. D. CAIN, J. E. FISCH, S. DAVIDOFF SOLOMON, R. S. THOMAS, *op. cit.*



segnalati rischi, già evidente è invece il ricorso alla strutturazione dei *going-private merger* secondo le nuove procedure, come pure il decremento sostanziale del correlato contenzioso¹⁵⁰.

Prima dell'evoluzione in commento, con l'*entire fairness standard* applicabile nel solco di Lynch, sostanzialmente ogni azione avverso un *going-private merger* con *controlling stockholder* sopravviveva a una *motion to dismiss*; sicché ogni singola azione possedeva, di là dal fondamento su cui era costruita, un “*settlement value to plaintiffs’ attorneys, since they knew that the defendant controlling shareholders would rather pay to make the case go away than to fight them through the discovery stage and beyond*”¹⁵¹. Un valore, quindi, in termini transattivi per i legali che operano come *bounty hunter* ancora una volta in un meccanismo che favorisce più la remunerazione delle *law firm* che l'*enforcement* di una violazione di un *fiduciary duty* per opera del privato – e dunque con costi probabili ma senza comprovati effetti di controllo sul conflitto d'interessi in queste operazioni.

Dinanzi a ciò, non può che appalesarsi in tutta la propria forza la conclusione secondo cui il *cleansing effect* sia soprattutto un correttivo a una distorsione.

Peraltro, ritornando alla precipua valutazione della nuova regola, di là dalla riduzione dei rischi di azioni vessatorie o para-estorsive, la procedimentalizzazione ora introdotta, anche ove la si ritenga di dubbia efficacia in valore assoluto, potrebbe comunque rivelare una capacità di deterrenza superiore nonché consentire agli *independent director* nel caso di *controlling stockholder* di ottenere condizioni più eque o finanche fermare la *transaction*.

L'analisi sul piano dei poteri è quindi fuorviante, giacché a render più efficace la tutela degli azionisti non è l'affermazione di un potere di *ratification* alle condizioni illustrate con susseguente *cleansing effect*, quanto piuttosto ciò che risulti dal nuovo assetto dei controlli ottenuto con la sostituzione del *private enforcement* con le procedure di Corwin e ancor più di M&F Worldwide. Come dire, sì maggior tutela degli amministratori particolarmente nei contesti già Lynch – dal momento che come detto nei casi Revlon già ridotte nei fatti erano le possibilità di superare persino il *pleadings stage* –; ma anche una possibile maggior tutela degli azionisti e non per il nuovo potere (ed effetto collegato) quanto per la nuova strutturazione dell'operazione cui gli amministratori saranno ora indotti; strutturazione che in un caso più che nell'altro

¹⁵⁰ Effetto questo salutato con ampio favore e ovviamente visibile in particolare come conseguenza della seconda decisione nel relativo contesto Per tutti, cfr. D. WILSON, *op. cit.*, p. 670 ss. V. pure il giudizio favorevole di F. RESTREPO, G. SUBRAMANIAN, *op. cit.*, p. 222 ss.

¹⁵¹ Così efficacemente, ancora D. WILSON, *op. cit.*, p. 671.



non elide ma potrebbe almeno contemperare la forza persuasiva e l'asimmetria informativa – e non solo – che connota il più volte richiamato “800-pound gorilla”¹⁵².

A ragionare sul piano dei poteri e della idoneità del nuovo effetto derivante dalla *ratification* a vincere il noto fenomeno del *rational apathy* associata al voto assembleare non si giunge, per contro, lontano. È vero che, richiedendosi la maggioranza di una minoranza non portatrice di un interesse ulteriore nell'operazione, il voto di questi ultimi azionisti avrà peso assai superiore; ed è vero che, ancora in teoria, ciò dovrebbe rappresentare un più forte incentivo ad acquisire le necessarie informazioni per esercitare il diritto di voto. Nondimeno, l'esperienza dimostra come in pratica tutto questo non si disveli necessariamente una garanzia di partecipazione informata o comunque una soluzione anche parziale dell'apatia menzionata.

Di là dal fatto che, al pari di quanto richiamato nell'indagine sulle classi dello *scheme of arrangement* di diritto inglese, gli azionisti di minoranza sono assai variegati e sovente portatori di interessi divergenti, è stato correttamente osservato come “*the high costs associated with becoming informed and the division of potential benefits conspire to preclude minority stockholders from actually carrying out this endeavor*”¹⁵³.

Al più, essi seguiranno le raccomandazioni dei *proxy advisor*, che nemmeno sono garanzia di efficienza nel controllo, particolarmente nel contesto di riferimento¹⁵⁴; sempre che, mutati da azionisti non determinanti in possessori di un

¹⁵² In un superamento dei timori espressi da L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, p. 509 in occasione del commento al caso Tremont e alla metafora del gorilla – vale a dire dell'opinione secondo cui nemmeno un potere di veto offerto ad amministratori indipendenti e minoranza dissiperebbe i dubbi sulla capacità e sulla forza degli azionisti di controllo di realizzare l'operazione a proprio vantaggio e in danno degli altri. Cfr. *sub* par. 3.

¹⁵³ I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 36. Rimarrebbero, vale dire, prevalenti le ragioni che inducono la minoranza a non essere attiva e generalmente a non costituire in sede assembleare un valido controllore. D'altronde, ivi a p. 35 si ricorda come “*forming an educated opinion about business intricacies requires the stockholder to collect and process a vast amount of information. Owing to the minute share ownership of most minority stockholders, chances are that most stockholders do not play a pivotal role in the vote. In addition, any benefits that a value-producing vote accrues to the corporation will be distributed among all stockholders. As a result, the expected benefits of an informed vote are microscopic and at the very best marginally related to the incurred costs*”.

¹⁵⁴ Cfr., *ex multis*, S. J., CHOI, J. E., FISCH, M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Mith or Reality?*, in *Emory Law J.*, 2010, vol. 59, p. 869 ss. A. EKSTEIN, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisor Regulation*, in *Del. J. Corp. Law*, 2015, vol. 40, p. 77 ss.; N. MALENKO, Y. SHEN, *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2016, vol. 29, p. 3394 ss.



potenziale *swing-vote*, non impieghino l'insperato potere per conseguire utilità ulteriori e personali, intraprendendo condotte *rent-seeking* di sorta¹⁵⁵.

Ad ogni modo, nel giudizio sulla linea perseguita da Corwin e M&F Worldwide un'altra riflessione deve essere tenuta in debito conto. La disponibilità di una strutturazione dell'operazione che consente di invocare la *business judgment rule* nell'eventuale azione avverso la decisione adottata non significa, al pari di quanto discusso, che le corti abbiano abdicato a ogni controllo, fideisticamente rimettendosi alla procedimentalizzazione prescelta e *in parte qua* all'*external monitor*. Piena informazione e *coercion, in primis*, sono valvole con le quali riaprire all'intervento, ove necessario, come *In re Massey Energy* dimostra. Ivi si chiarisce che Corwin – e *a fortiori* M&F Worldwide, si deve aggiungere – “*was never intended to serve as a massive eraser, exonerating corporate fiduciaries for any and all of their actions or inactions preceding their decision to undertake a transaction for which stockholder approval is obtained*”¹⁵⁶.

E così, la *structural coercion* – che esclude il *cleansing effect* – di *Sciabacucchi v. Liberty Broadband* più che una parziale retromarcia è l'impiego di un naturale meccanismo, già incastonato all'interno della procedura da Corwin e da M&F Worldwide, con il fine di ripristinare il controllo qualora opportuno – magari in ipotesi eccezionali appunto, come nel caso *Philip Richter Saba Software* – ed evitare un generalizzato esonero da responsabilità degli amministratori; quasi che l'obiettivo fosse *in primis* ridurre quel *settlement value* per il difensore dell'attore, non collegato ai fatti, che alimenta con tutta evidenza in ogni ambito la propensione alle azioni di disturbo e incrementa i costi del sistema senza ritorni in termini di effettivo controllo.

Anche questa circostanza non deve essere tralasciata nella valutazione dei nuovi principi. La scelta in questa complessa prospettiva non appare, allora, irragionevole.

Placati i clamori e ricondotte a lucidità le critiche come gli entusiasmi, una conclusione in senso (moderatamente) favorevole rispetto alla strada intrapresa appare con tutte le necessarie cautele la più fondata.

Rimane certo da rifinire l'estensione delle eccezionali circostanze in cui il *cleansing effect* non può operare perché non realizzate le citate condizioni soggettive prescritte.

Come pure è appare da confermare l'inapplicabilità della nuova regola alle *going-concern transaction*, secondo un'opzione che si appalesa come condivisibile alla luce

¹⁵⁵ Cfr. I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 36, ove il rinvio alla parallela situazione descritta in S. M. BAINBRIDGE, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, in *UCLA Law Rev.*, 2006, vol. 53, p. 634.

¹⁵⁶ *In re Massey Energy Co. Derivative & Class Action Litigation*, cit., 46.



delle considerazioni effettuate, soprattutto ove si ritenga che la principale finalità del nuovo strumento sia quella di arginare il dilagare di una *litigation* in buona parte di dubbia utilità. La *derivative action* impiegata per il *redressing* dei *mismanagements* in questa tipologia di trasferimenti, rispetto alla *class action* utilizzata nella tutela della minoranza nelle operazioni di *going-private*, presenta già ostacoli procedurali e strumenti volti a ridurre i rischi di abuso dell'azione appunto¹⁵⁷.

E mentre per le altre misure descritte – dal *fee-shifting* di ATP alle clausole statutarie di determinazione della competenza esclusiva di un foro della nuova normativa del Delaware fino alla stretta sulle *disclosure-only settlement* di Trulia – devono attendersi le contromosse che i legali degli attori potranno in essere per comprendere il mutamento degli equilibri nel medio periodo, la giurisprudenza di Corwin e Volcano nonché di M&F Worldwide sembra consolidarsi e attestarsi su piani di maggiore certezza, anche con riguardo agli esiti non a breve. Pur in un prevedibile e naturale assestamento nell'elaborazione, queste nuove regole sembrano ragionevolmente non esser destinate a stretto giro a riduzioni o *revirement* di sorta; sicché si può procedere con buona convinzione ad aggiornare le formule per solito adoperate dalla dottrina nella descrizione dei contorni della *business judgment rule*: essa non è più definibile semplicemente come il divieto di valutare nel merito le decisioni assunte da amministratori *disinterested*¹⁵⁸ ma come il divieto di sindacato nel merito delle decisioni adottate sia da amministratori *disinterested* sia *interested* se però operante il *cleansing effect*.

¹⁵⁷ Si pensi per tutti alla possibilità di affidare la conduzione dell'azione a uno *special litigation committee*. V. I. FIEGENBAUM, *op. cit.*, p. 36. Mentre, per altro verso e su altra distinzione, quella della differenza tra operazioni di *freezeout* realizzate con *going-private merger* o con *tender offer*, si appalesa ora l'opportunità di prevedere forse anche nelle *tender offer* la procedura con comitato e *stockholder ratification* prevista da M&F Worldwide per i *going-private merger* – secondo, F. RESTREPO, G. SUBRAMANIAN, *op. cit.*, p. 224-5.

¹⁵⁸ V. ad esempio la citata definizione di L. A. STOUT, *op. cit.*, p. 675.