

V CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"  
"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI  
VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

ALESSANDRO MORINI

**Estrazione del valore per gli azionisti: «financial ratios» e  
decisioni degli amministratori**

SOMMARIO: 1. Premesse: *Shareholder Value* e *Financial ratios*. – 2. Rilevazione normativa italiana degli indicatori finanziari. – 3. *Financial ratios* nell'esperienza giuridica americana. – 3.1. *Fairness Opinion*. – 3.2. Proiezioni del *free cash flow*. – 3.3. *Material Adverse Change Clause*. – 4. Correlazione tra scelte degli amministratori e impiego degli indicatori finanziari nell'ordinamento italiano.

1. *Premesse: Shareholder Value e Financial ratios.*

Vi sono due proposizioni intorno all'attuale evoluzione della società per azioni sulle quali è possibile riscontrare una sostanziale unanimità di consensi.

La prima di esse concerne la c.d. «finanziarizzazione» della società per azioni (e più in generale dell'economia) con la quale si intende fare riferimento al processo di trasmutazione delle categorie concettuali interpretative verso modelli quantitativi utilizzati dei mercati finanziari (1);

---

(1) Cfr. da ultimi e fra i molti E. BOCCHINI, *Balanced scorecard e relazione sulla gestione nel sistema dei documenti informativi di bilancio*, in *Giur. comm.* 2013, I, p. 503 s.; G. COTTINO, *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.* 2013, I, p. 5 ss.; P. MONTALENTI, *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.* 2012, p. 379 ss.; F. PERNAZZA, *Legalità e Corporate Social Responsibility nelle imprese transnazionali*, in *Dir. comm. int.* 2012, p. 153; C. ANGELICI, *La lex mercatoria e il problema dei codici di commercio*, in *Giur. comm.* 2010, I, p. 361 ss. nt. 17; S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.* 2009, p. 1095 ss.; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.* 2007, p. 997 nt. 107.

l'altra riguarda la perdurante affermazione del criterio dell'azione degli amministratori orientato allo *shareholder value* (2) sebbene criticato (3) oppure talora temperato o mitigato (4).

Entrambi i concetti presentano una caratteristica comune; essi sono strumentali alla possibilità di esaminare l'efficacia dell'azione amministrativa muovendo da una prospettiva quantitativa in luogo di quella qualitativa che è certamente più significativa ma altamente soggettiva.

In altri termini: l'esame dell'andamento gestionale delle società con l'utilizzo di strumenti propri dell'analisi finanziaria consente di trasformare in dati numerici i risultati dell'azione amministrativa e, conseguentemente, rende possibile analizzare l'andamento della stessa e comparare tra loro una pluralità di società nonché, più estesamente, paragonare i differenziali di incremento di valore realizzati da differenti portafogli di investimento e, dunque, compiere le relative scelte di investimento (5). Tale risultato è

---

Anteriormente alla riforma del diritto societario già M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 103 ss.

(2) Cfr. per l'originaria impostazione A. RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986 temperata, alla luce delle successive vicende che hanno generato la crisi finanziaria, in ID., *Saving Capitalism From Short-Termism: How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future*, The McGraw Hill, New York, 2011; per il dibattito intorno allo *short termism* cfr. da ultimo M. J. ROE, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, *Business Lawyer*, 68 (August 2013); ECGI - Law Working Paper No. 210; Harvard Public Law Working Paper No. 13-18 disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2239132> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2239132>; J. M. FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders* (March 18, 2013). ECGI - Law Working Paper No. 200 disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2227080> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2227080> . Per la dottrina italiana restano tuttora validi G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.* 2002, p. 462 ss., A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Giuffrè, Milano, p. 138 ss., M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Giappichelli, Torino, 2006, p. 99 ss.

(3) Cfr. L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco, California, Berrett-Koehler Publishers, 2012 su cui le considerazioni critiche di J. MACEY, *Book Review: Sublime Myths: An Essay in Honor of the Shareholder Value Myth and the Tooth Fairy*, 91 *Tex. L. Rev.* 911 (2013).

(4) Merita particolare menzione P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in ID., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 102 ss.

(5) Cfr. per la *theory of portfolio management* che ha caratterizzato fino a tempi recenti le scelte di investimento e le sue implicazione nella moderna economia finanziaria cfr. il volume

strettamente funzionale allo *shareholder value*; infatti una delle concorrenti declinazione di significato della teoria è rappresentata dall'affermazione che la ricerca di valore per gli azionisti da parte degli amministratori deve raggiungere una remunerazione del capitale investito dagli azionisti superiore a quello che essi avrebbero realizzato investendo in altre tipologie di *asset* con identiche caratteristiche di rischio <sup>(6)</sup>.

Allo scopo di conseguire simili risultati occorre individuare uno strumento tecnico specifico; posto che lo *shareholder value* costituisce soltanto una espressione sintetica, inadatta pertanto a svolgere la suddetta funzione, viene compiuta una sua scomposizione in una serie di determinanti di valore (*value drivers*) le quali vengono collegate alle scelte di pianificazione strategica della società per identificare il valore creato per gli azionisti: per determinare quantitativamente l'entità di tale valore è necessario avvalersi di specifici indicatori finanziari (*financial ratios*).

In termini sintetici i *financial ratios* sono i marcatori della creazione di valore conseguenti alle scelte gestionali e strategiche degli amministratori.

Le crescenti esigenze di valutazione finanziaria dell'attività delle società (e, più in generale, dell'analisi finanziaria) hanno generato una pluralità di indicatori <sup>(7)</sup> ciascuno di essi funzionale all'identificazione di specifici risultati.

## 2. Rilevazione normativa italiana degli indicatori finanziari.

Pur in presenza di un esteso impiego dei *financial ratios* <sup>(8)</sup> non si assiste ad equivalente analisi in ambito giuridico: quasi che l'utilizzo di strumenti quantitativi di analisi fosse inadatta all'esperienza giuridica.

Ad un primo approccio si rende quindi fruttuoso tentare l'individuazione di quali contesti del linguaggio normativo utilizzino,

---

che diede avvio a tali indagini: H.M. MARKOWITZ, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley & Sons, 1959 (ripubblicato da Yale University Press, 1970<sup>2</sup>, e Basil Blackwell, 1991). Per un recente esame delle critiche avanzate da parte della *behavioral economics* cfr C. T. HOWARD, *Behavioral Portfolio Management* (May 31, 2013) disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2210032> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2210032>.

<sup>(6)</sup> Cfr. A. Rappaport, *Creating Shareholder Value*, nt. 2, p. 18. E' dato qui cogliersi il senso del collegamento con la *theory of portfolio management* laddove quest'ultima prospetta la massimizzazione del ritorno del capitale investito una volta determinato il livello di rischio che l'investitore è pronto ad assumere.

<sup>(7)</sup> Senza pretesa di completezza né di scientificità di tali classificazioni:

<sup>(8)</sup> Cfr. M. DALLOCCHIO, A. SALVI, *Finanza d'azienda*, Milano, Egea, 2004<sup>2</sup>.

richiamino o si riferiscano, direttamente o indirettamente, gli indicatori finanziari nel contesto normativo.

Una prima indicazione normativa contenente il riferimento diretto concerne il contenuto obbligatorio della relazione di gestione <sup>(9)</sup>. La disposizione deriva la propria formulazione dall'attuazione degli obblighi comunitari ed ha prodotto la correlativa modificazione del tenore letterale delle disposizioni in materia di bilanci di società operanti in particolari settori di attività <sup>(10)</sup>.

I commenti proposti al testo normativo hanno inteso porre il proprio accento interpretativo piuttosto sui profili di sostenibilità [e quindi sulle implicazioni relative alla tutela degli *stakeholders* <sup>(11)</sup>] ovvero in termine di analisi di rischio: ciò anche in ragione del contesto storico di crisi in cui la disposizione ha avuto emersione <sup>(12)</sup>; in tale modo si è elusa la valenza complessiva della norma che grava gli amministratori di un dovere informativo relativo a dati sintetici che consentano di interpretare l'andamento economico e finanziario della società sulla base di dati comparabili sia in ragione delle serie storiche della stessa impresa che con altre società operanti nel medesimo comparto economico.

---

<sup>(9)</sup> Cfr. art. 2428 comma 2 cod. civ.: « L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, *gli indicatori di risultato finanziari* e, se del caso, *quelli non finanziari* pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi» (corsivi aggiunti).

<sup>(10)</sup> Si tratta dell'attuazione della direttiva 2003/51/CE che modifica le direttive 78/660, 83/349, 86/635 e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione avvenuta con D. lgs. 2 febbraio 2007 n.32 che ha comportato anche la modificazione dell'art. 94 e 100 del Codice delle assicurazioni private nonché dell'art. 3 D. lgs. 27 gennaio 1992, n. 87 e dell'art. 40 D. lgs. 9 aprile 1991, n. 127 in materia di conti consolidati; sulla formulazione interverrà altresì - senza tuttavia modificarne il tenore - la Dir. 34/2013/UE una volta attuata nel nostro ordinamento.

<sup>(11)</sup> Cfr. in particolare nel senso indicato nel testo A. VENTURELLI, *L'informativa obbligatoria e la sostenibilità. Evidenze empiriche dall'esperienza italiana*, in *Riv. dott. commercialisti* 2012, p. 63 ss.; P. MONTALENTI, nt 4, p. 97.

<sup>(12)</sup> Cfr. S. FORTUNATO, *Il controllo contabile dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.* 2009, p. 1095 ss. e spec. nt. 29 ove ulteriori riferimenti.

Un ulteriore elemento informativo deriva dal disposto dell'art. 2427 comma 1 lett. 22-ter) cod. civ. <sup>(13)</sup> con il quale si impone l'informativa relativamente agli effetti economico finanziari di accordi non rilevati dallo stato patrimoniale.

La valenza della norma citata non deve essere sottovalutata soprattutto ove la stessa sia letta nel contesto internazionale e, in particolare, avendo specifico riguardo alla evidenziazione dei profili di creazione di valore per gli azionisti in conseguenza di operazioni straordinarie di fusione e di acquisizione.

Infatti, contemporaneamente all'introduzione della citata disposizione, è divenuto parte degli U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) il principio contenuto nel SFAS 141(R) che obbliga a rendere noto e valutare – al momento in cui si effettua una acquisizione o una fusione – eventuali pagamenti futuri conseguenti alla rideterminazione del prezzo corrisposto per l'acquisizione <sup>(14)</sup>. Tale previsione è strumentale a determinare il maggior valore potenzialmente attribuibile - in futuro e al verificarsi di taluni eventi predeterminati - agli azionisti della società acquisita e rappresenta un elemento cardine dei doveri degli amministratori in occasione di operazioni straordinarie: cioè quello di ottenere la massima valorizzazione possibile della società da parte dell'acquirente <sup>(15)</sup>.

---

<sup>(13)</sup> «La natura e l'obiettivo economico di accordi non risultanti dallo stato patrimoniale, con indicazione del loro effetto patrimoniale, finanziario ed economico, a condizione che i rischi e i benefici da essi derivanti siano significativi e l'indicazione degli stessi sia necessaria per valutare la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico della società» introdotta con D. Lgs. 3 novembre 2008, n. 173.

<sup>(14)</sup> Per l'analisi del principio SFAS 141(R) cfr. P. WOODLOCK & G. PENG, *How Will Valuation Changes Affect M&A Deals?*, 20 J. Corp. Acc. & Fin. 49 (2009); E. HENRY, O. J. HOLZMANN & Y. YANG, *Business Combinations: Accounting Standards Converge*, 19 J. Corp. Acct. & Fin. 73 (2008); C. ANDREWS ET AL., *SFAS 141(R): Global Convergence and Massive Changes in M&A Accounting*, 7 J. Bus. & Econ. Res. 125 (2009); J. T. CIESIELSKI & T. R. WEIRICH, *Business Combinations: New Accounting Guidance*, 20 J. Corp. Acct. & Fin. 69 (2009).

<sup>(15)</sup> Cfr. In *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) quando la società diviene oggetto di una potenziale acquisizione si modifica il ruolo degli amministratori che trasmuta da «defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company»; per un recente ed autorevole commento a tale indirizzo giurisprudenziale cfr. S. M. BAINBRIDGE, *The Geography of Revlon-Land*, 81 Fordham Law Review, (2013) in corso di pubblicazione; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 12-13. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2115769>.

Tuttavia la maggior quantità di disposizioni normative che attribuiscono indiretta rilevanza agli indicatori finanziari è sicuramente rinvenibile nel Testo Unico della Finanza (TUF).

Si deve anzitutto richiamare il disposto dell'art. 154-ter TUF per come integrato dagli artt. 77 e ss. del Reg. Emittenti <sup>(16)</sup>. Con tali disposizioni sia normative che regolamentari si attua una rilevante modificazione di vedute circa il ruolo dell'informazione contabile al pubblico; il modello sottostante alla disciplina è, infatti, quello – prettamente anglosassone – dell'*annual report*, in luogo di quello tradizionale del bilancio italiano, con evidente intensione sui profili finanziari e previsionali <sup>(17)</sup>.

La trasmissione di informazioni finanziarie e contabili acquisisce una valenza principalmente – se non esclusivamente – pragmatica cioè di informazioni che devono essere utilizzate dal ricevente in funzione delle decisioni che egli deve assumere <sup>(18)</sup> ed in particolare che al lettore del bilancio interessa conoscere i flussi di cassa attesi dalla gestione <sup>(19)</sup>: il che, in altri termini, equivale a rendere il rendiconto finanziario annuale o quelli infrannuali lo strumento di determinazione di valore in favore degli azionisti. E' legittimo formulare critiche a tale impostazioni muovendo dal presupposto che l'informazione contabile dovrebbe essere dotata di rappresentatività e che in tal modo l'emittente sostituisce il ruolo dell'analista <sup>(20)</sup>: tutto ciò a condizione di considerare l'universo della determinazione quantitativa dei risultati dell'attività d'impresa - raggiunti o attesi - come un modello chiuso dotato di esclusiva rilevanza storica. Tuttavia tale punto di vista non corrisponde all'attuale disallineamento di durata tra l'investimento (*investment period*) e quello dell'impresa: il primo temporalmente determinato, il secondo tendenzialmente indefinito <sup>(21)</sup>.

---

<sup>(16)</sup> Si tratta di disposizioni di recepimento della direttiva *Transparency* 2004/109/CE.

<sup>(17)</sup> Cfr. C. SOTTORIVA, *La nuova informativa regolamentare «continua» per le società quotate*, in *Società* 2009, 540; M. TARABUSI, *sub. artt. 154/2 – 154/3*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, Giappichelli, 2012, II, 1668.

<sup>(18)</sup> Tale impostazione deriva principalmente dalle elaborazioni di G.J. STAUBUS, *Activity Costing for Decisions*, New York and London: Garland Publishing, 1988 che è stata fatta propria sia dal FASB che dallo IASB.

<sup>(19)</sup> Cfr. M. TARABUSI, nt 17, p. 1670.

<sup>(20)</sup> Cfr. M. TARABUSI, nt 17, p. 1671-2.

<sup>(21)</sup> Cfr. sulla durata perpetua della società ed il diverso approccio all'interesse che devono perseguire gli amministratori, con particolare riferimento alla potenziale illiquidità degli investimenti compiuti da essi A. A. SCHWARTZ, *The Perpetual Corporation*, 80 *Washington L. Rev.*, 777 (2012).

Si pongono poi in evidenza le disposizioni relative ad operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, acquisti, cessioni) contenute negli artt. 70, 70-bis e 71 del Reg. Emittenti; in particolare, dalla tipologia delle informazioni richieste dall'Allegato 3B che elenca di dati che deve contenere il documento informativo in caso di acquisizione o cessione da parte di un emittente, si ha chiara consapevolezza della rilevanza valutativa per il pubblico di tali elementi.

Da ultimo deve indicarsi il contenuto delle informazioni da offrirsi al pubblico ai sensi dell'art. 114 TUF. Nella prassi applicativa dell'autorità di vigilanza è costante la richiesta di mettere a disposizione del pubblico informazioni relative all'utilizzo delle risorse finanziarie dell'emittente che versa in situazione di crisi con particolare rilievo per i parametri finanziari relativi all'indebitamento nonché alle clausole di *default* ad esso connesse (22).

Il complesso delle previsioni normative sopra sinteticamente descritte, insieme ad altre di cui si potrebbe fare ulteriore menzione, portano a concludere che, anche nell'ordinamento nazionale, sussistono elementi evidenti per concludere circa la rilevanza, quantomeno sotto il profilo dell'informazione contabile, dei *financial ratios* al pari di quanto accade nel sistema nordamericano.

Tuttavia, sempre con riferimento alla rilevanza delle variabili finanziarie rappresentative dell'attività societaria, si deve porre in evidenza come la letteratura giuridica interna abbia, da sempre, privilegiato, il punto di osservazione rappresentato dalle distribuzioni (23) ai soci in luogo dei riflessi sull'attività ed i limiti decisionali degli amministratori.

---

(22) Si riporta di seguito la formulazione costantemente reiterata da Consob nei propri provvedimenti: « integrare i resoconti intermedi di gestione e le relazioni finanziarie annuali e semestrali (...) con le seguenti ulteriori informazioni in merito a: l'eventuale mancato rispetto dei *covenant*, dei *negative pledge* e di ogni altra clausola dell'indebitamento della Società e del Gruppo ad essa facente capo, comportante limiti all'utilizzo delle risorse finanziarie, con l'indicazione a data aggiornata del grado di rispetto di dette clausole».

(23) Si rivela prezioso in tale contesto G. STRAMPELLI, *Distribuzione ai soci e tutela dei creditori sociali. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009, *passim*; l'impostazione indicata nel testo deriva da una triplice risalente tradizione di indagini di cui non è qui possibile ricostruire dettagliatamente il succedersi temporale. Una prima area di indagine concerneva la possibilità di individuare un vero e proprio "diritto al dividendo" e la sua critica (D. PETTITI, *Contributo allo studio del diritto del socio al dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957 e G. ROSSI, *Utile di bilancio e dividendo*, Milano Giuffrè, 1957 su cui cfr. le osservazione di AULETTA G., *Recensione a "Pettiti D., Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957" e "Rossi G., *Utile di bilancio e dividendo*, Milano

### 3. Financial ratios nell'esperienza giuridica americana.

Diversamente altre esperienze giuridiche hanno inteso verificare in che modo le variabili finanziarie influenzino il processo decisionale degli amministratori; in particolare per quanto riguarda le operazioni straordinarie e la capacità delle stesse di creare valore a favore degli azionisti.

Quest'ultimo punto di osservazione è conseguenza diretta degli sviluppi giurisprudenziali che nel corso del tempo si sono evoluti in conseguenza di *Smith v. Van Gorkom* (24). Infatti il citato precedente costituisce il punto di avvio di orientamento giurisprudenziale che pone attenzione circa la ragionevolezza del processo decisionale degli amministratori al fine di verificarne la compatibilità con i doveri di condotta che sugli stessi gravano; per realizzare simili risultati è necessario analizzare i presupposti economici ed i meccanismi utilizzati dagli amministratori per assumere le proprie decisioni; poiché la principale epifania oggetto di analisi è costituita dalle azioni derivative degli azionisti in occasione di fusione ed acquisizioni risulta altresì evidente per quale ragione queste transazioni commerciali costituiscano l'aggregato su cui le indagini principalmente vertono.

#### 3.1. Fairness Opinion.

Una prima area di intervento di quanto appena rappresentato concerne il ruolo degli *advisor* e delle relative *opinion* in relazione alla valutazione della ragionevolezza del processo decisionale.

Come noto, nella comune prassi societaria, il consiglio di amministrazione, in caso di operazioni straordinarie, viene affiancato da consulenti finanziari i quali sono chiamati a rendere la propria valutazione non con riferimento ai valori posti a fondamento dell'operazione medesima quanto del fatto che la stessa rientra all'interno di una forchetta di valori finanziari ritenuti ragionevoli (25).

---

Giuffrè, 1957", in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1959, p. 599 ss. ora in ID., *Scritti giuridici*, Giuffrè, Milano, 2001, VI, p. 429 ss. e GALGANO F., *Recensione a "Pettiti D., Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo, Milano, Giuffrè, 1957" e "Rossi G., Utile di bilancio e dividendo, Milano Giuffrè, 1957"*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, p. 358 ss.) con i relativi riflessi sulla politica distributiva della s.p.a. Un'ulteriore area concerne l'approccio italiano ai tempi del bilancio nel pensiero degli autori che più attentamente ne hanno approfondito l'indagine (cfr. A. MORINI, *Epifanie della "specialità" del diritto contabile: figure, teorie ed evoluzione*, in C. ROSSI G. RUSCONI E S. SERVALLI, *Saggi di storia delle discipline aziendali e delle dottrine economiche*, Roma, Rirea, 2012, p. 697). In ultimo la tematica dei poteri decisori dell'assemblea in relazione al potere di gestione degli amministratori.

(24) 488 A.2d 858 (Del. 1985).

(25) Cfr. S. M. DAVIDOFF, A. K. MAKHIJA, R. P. NARAYANAN, *Fairness Opinions in Mergers and Acquisitions*, in *The Art Of Captial Restructuring: Creating Shareholder Value Through Mergers And Acquisitions*, H. K. BAKER, H. KIYMAZ (eds.), Wiley, 2011, 483 ss.

Nella predisposizione delle proprie *opinion* i consulenti incaricati utilizzano prevalentemente indicatori finanziari parametrici per verificare se il valore concordato nell'operazione rientri nei confini comunemente accettati e utilizzati dal mercato in operazioni consimili <sup>(26)</sup>.

Naturalmente la soggettività di tali valutazioni e l'incertezza e variabilità dei parametri finanziari di volta in volta utilizzati a tale scopo ha indotto la letteratura giuridica ad evidenziare un profondo scetticismo circa l'utilità di tali strumenti ai fini della creazione di valore nelle operazioni straordinarie <sup>(27)</sup>.

Al contrario le indagini svolte su campioni significativi di operazioni hanno dimostrato che l'impiego di tali *opinion* realizza due tipi di effetti positivi circa l'incremento del premio riconosciuto agli azionisti; da un lato vi è evidenza che esse favoriscono le *chances* di concludere l'operazione <sup>(28)</sup> e, dall'altro, consente una rilevante probabilità di ottenere aumenti di prezzo nelle acquisizioni, soprattutto se il rilascio delle stesse avviene formalmente dopo la conclusione dell'operazione <sup>(29)</sup>.

### 3.2. *Proiezioni del free cash flow.*

Le operazioni straordinarie sono, altresì, il territorio significativamente influenzato dall'impiego degli indicatori finanziari avuto riguardo, in particolare, alle proiezioni sul *free cash flow*.

Nell'ambito degli sviluppi giurisprudenziali delle Corti del Delaware si è infatti assistito da un rilevante contrasto giurisprudenziale circa la sussistenza di un dovere a carico degli amministratori di rappresentare i flussi di cassa attesi nell'ambito delle fusioni e delle acquisizioni sulla base della distinzione tra informazioni rilevanti (*material*) ed utili (*helpfull*). In un primo tempo fu riconosciuto dalla Corte Suprema di quello stato che il *free cash flow* appartenesse alla prima delle due categorie e che, quindi, gravasse sugli amministratori l'obbligo di far conoscere tale dato in occasione delle deliberazioni relative a

---

<sup>(26)</sup> Cfr. per una sintetica disamina di tali parametri M. DALLOCCHIO A. SALVI, nt 8, p. 779 ss.

<sup>(27)</sup> Cfr. L. A. BEBCHUK, M. KAHAN, *Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About It?*, Duke Law Journal 27 (1989); W. J. CARNEY, *Fairness Opinions: How Fair Are They and Why We Should Do Nothing About It?*, 70 Washington Un. Law Quarterly 523-540 (1992); S. M. DAVIDOFF, *Fairness Opinions*, 55 American University Law Review 1557 (2006).

<sup>(28)</sup> Cfr. D. J. KISGEN, ET ALS., *Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions*, J. of Fin. Economics 91:2, (2009), 179 ss.

<sup>(29)</sup> Cfr. A. K. MAKHIJA, P. N. NARAYANAN, *Fairness Opinions in Mergers and Acquisitions*, Working Paper, Fisher College of Business, The Ohio State University, 2009.

fusioni od acquisizioni <sup>(30)</sup>. Al contrario successive decisioni della Court of Chancery classificarono i flussi di cassa attesi tra le informazioni utili <sup>(31)</sup>.

Al di là del contrasto giurisprudenziale tuttora esistente <sup>(32)</sup> residua una significativa osservazione. Posto che le proiezioni future costituiscono un elemento rilevante nella scelte decisionali dei soci; anche nel caso in cui esse non raggiungessero la soglia dell'obbligo di comportamento degli amministratori, graverebbe comunque su di essi la necessità di elaborare tali proiezioni allo scopo di verificare se l'operazione proposta possa essere da essi esaminata: infatti, nel caso in cui la verifica compiuta applicando i parametri finanziari, dimostrasse che l'operazione non è idonea a creare valore significativo per gli azionisti, gli amministratori sarebbero preclusi dal proseguirla. In altri termini l'utilizzo dei parametri finanziari diviene lo strumento di selezione delle scelte amministrative allo scopo di individuare quale tra le plurime possibilità esistenti realizzi la più elevata capacità di estrazione di valore dalla società.

Di fronte alle considerazioni sopra esposte sarebbe agevole replicare che gli amministratori hanno un diretto interesse a fornire ai soci ed al mercato previsioni future che tendano a sovrastimare i risultati attesi. In realtà le indagini empiriche che, nel corso del tempo sono state condotte su campioni significativi di informazioni previsionali al pubblico, dimostrano che sussiste una diretta e positiva correlazione tra incrementi di valore delle azioni sul mercato e precisione ed accuratezza delle previsioni comunicate dagli amministratori: tale considerazione è, altresì, confermata dagli effetti che producono le revisioni delle previsioni formulate <sup>(33)</sup>.

Le ragioni che sono state individuate per spiegare tale comportamento vengono individuate nella necessità da parte degli amministratori di evitare possibili contenziosi <sup>(34)</sup> nonché nel rischio reputazionale connesso al rilascio di previsioni inesatte o indeterminate <sup>(35)</sup>.

---

<sup>(30)</sup> Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc., 750 A.2d 1170 (Del. 2000); *In re Best Lock Corp. S'holder Litig.*, 845 A.2d 1057 (Del. Ch. 2001); *In re Netsmart Techs., Inc. S'holder Litig.*, 924 A.2d 171 (Del. Ch. 2007).

<sup>(31)</sup> *In re PNB Holding Co. S'holder Litig.*, No. 28-N, 2006 WL 2403999 (Del. Ch. Aug. 18, 2006); *In re Checkfree Corp. S'holder Litig.*, No. 3193-CC, 2007 WL 3262188, (Del. Ch. Nov. 1, 2007).

<sup>(32)</sup> Cfr. J. M. MATTINSON, *Disclosure of Free Cash Flow Projections in a Merger or Tender Offer*, Penn State Law Review, 116, 577 (2011).

<sup>(33)</sup> Cfr. S.P. BAGINSKI, J. M. HASSELL, M. M. WIELAND, *Does management earnings forecast form matter?*, Working paper, University of Georgia, 2007.

<sup>(34)</sup> Cfr. D. SKINNER, *Earnings disclosures and stockholder lawsuits*, *Journal of Accounting and Economics* 23 (1997), p. 249 ss.

<sup>(35)</sup> Cfr. K. R. SUBRAMANYAM, *Uncertain precision and price reactions to information*, *The Accounting Review* 71 (1996), p. 207 ss. relativamente al rischio reputazionale; H. YANG,

### 3.3. Material Adverse Change Clause.

Una ulteriore – sempre nell’ambito dell’attività di M&A – nella quale si evidenzia che l’attività decisionale degli amministratori poggia sulla rilevazione di indici finanziari quantitativi futuri concerne attivazione delle clausole contrattuali di *Material Adverse Change* (MAC); largamente diffuse nella prassi contrattuale e con crescente rilievo in relazione alle improvvise modifiche conseguenti alla crisi finanziaria <sup>(36)</sup>. Con tali meccanismi contrattuali si rende possibile non dare esecuzione agli accordi contrattuali (relativamente ad una fusione, una acquisizione od ad un trasferimento di azienda) facendo valere un rilevante mutamento delle condizioni.

La casistica giurisprudenziale americana, seppure limitata quantitativamente <sup>(37)</sup>, appare altamente segnaletica circa il rilievo delle indicazioni finanziarie quale strumento di valutazione della sussistenza o meno di un significativo mutamento delle condizioni che giustifica l’attivazione della clausola.

L’interpretazione di simili clausole che – nel corso del tempo – è andata affinandosi poggia sulla interpretazione in chiave quantitativa di talune variabili finanziarie ed, in particolare, tra esse, degli utili prospettici. Con maggior dettaglio l’approccio giurisprudenziale giustifica l’esercizio del diritto da parte dell’acquirente se viene dimostrato un significativo scostamento tra la serie storica degli utili profitti operativi (*Ebitda*) o degli utili per azione (*Ops*) e gli stessi indici valutati, però, in chiave prospettica <sup>(38)</sup>; si tratta, in altri termini, di una applicazione indiretta dei metodi di valutazione dell’attualizzazione dei flussi attesi allo scopo di verificare se si è verificata o meno una rilevante variazione di essi tra la data di conclusione dell’accordo e la sua esecuzione: ove la risposta fosse positiva a decisione di esercitare il diritto risulterebbe legittimata <sup>(39)</sup>.

Il rilievo riportato propone un ulteriore elemento di valutazione del comportamento degli amministratori; infatti, l’esistenza di *MAC clause* nel

---

*Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles, Journal of Accounting and Economics* 53 (2012), p. 167 ss. per gli effetti conseguenti al rilascio di informazioni vaghe.

<sup>(36)</sup> Sulle *MAC clause* cfr.: R. T. MILLER, *The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements*, 50 *Wm. & Mary L. Rev.* 2007 (2009).

<sup>(37)</sup> Cfr. *In re IBP, Inc. S’holders Litig.*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001); *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*, Civ. A. No. 20502, 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005); *Genesco, Inc. v. Finish Line, Inc.*, Memorandum and Order, No. 07-2137-II(III) (Tenn. Chan. Ct. Dec. 27, 2007) consultabile a [http://www.genesco.com/?g=litigation\\_library.litigation\\_library](http://www.genesco.com/?g=litigation_library.litigation_library) (Item 57); *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008).

<sup>(38)</sup> cfr. *In re IBP*, 789 A.2d, 68-70.

<sup>(39)</sup> Cfr. R. T. MILLER, *Cancelling the Deal: Two Model of Material Adverse Change clauses in Business Combination Agreement*, 31 *Cardozo L. Rev.* 100, 168 (2009).

contratto propone agli amministratori della società destinataria degli effetti della clausola la scelta tra due divergenti configurazioni. Si tratta, dunque, di scegliere tra ricevere un minor prezzo di acquisto ma avere maggiori certezze circa l'esecuzione dell'accordo ovvero incrementare il corrispettivo ma accettare il maggior rischio qualora si verificano scostamenti dei valori prospettici e, quindi, l'acquirente si avvalga della clausola <sup>(40)</sup>.

A seguito della ricognizione compiuta è possibile affermare che sussistono indici univoci che confermano la rilevanza dell'impiego dei *financial ratios* nell'ambito del processo decisionale degli amministratori; inoltre, la possibilità di ripercorrere a ritroso tale processo è strumentale alla verifica del rispetto degli obblighi di condotta gravanti sugli amministratori.

#### 4. *Correlazione tra scelte degli amministratori e impiego degli indicatori finanziari nell'ordinamento italiano.*

Si deve, quindi, affrontare l'ultima tappa del percorso costituita dalla verifica di esistenza, anche nell'ordinamento italiano, di una correlazione tra scelte decisionali degli amministratori e utilizzo degli indicatori finanziari.

Un simile nesso non è di immediata evidenza; anzitutto in considerazione della circostanza che le disposizioni normative che fanno ad essi diretto riferimento sono di recente introduzione e, quindi, hanno una limitata esperienza applicativa.

L'inclusione nella relazione sulla gestione di precise indicazioni quantitative sullo sviluppo prospettico dell'attività d'impresa modifica la valenza puramente ricognitiva tradizionalmente riconosciuta al bilancio ed ai suoi allegati, facendo ad essi assumere la valenza di documenti informativi delle scelte strategiche degli amministratori in coerenza con la logica previsionale (e quindi anticipatoria dei risultati attesi) che è già riconosciuta negli ordinamenti anglosassoni <sup>(41)</sup>. Una simile considerazione presuppone, però, che gli amministratori abbiano preventivamente predisposto tali strumenti di programmazione strategica e finanziaria le cui risultanze quantitative dovranno poi trovare riflesso nella relazione di gestione <sup>(42)</sup>.

Vi è dunque una stretta correlazione tra informativa finanziaria e doveri specifici degli amministratori previsti dall'art. 2381 comma 3 cod. civ.

---

<sup>(40)</sup> Cfr. R. T. MILLER, nt. 39, 197.

<sup>(41)</sup> Cfr. E. MENICUCCI, *La relazione sulla gestione tra fondamentali storico-dottrinali e recenti indirizzi internazionali*, in Riv. Dott. Commercialisti, 2011, p. 511 ss. «consentendo agli users di conoscere e valutare le strategie, i piani di sviluppo e le prospettive future aziendali, mettono in risalto l'importanza di un'informativa prospettica volta al superamento della storicità che contraddistingue i dati quantitativo-contabili di bilancio».

<sup>(42)</sup> Cfr. G. BIANCHI, *Il bilancio*, in *Le nuove s.p.a.* trattato diretto da O. CAGNASSO e L. PANZANI, Bologna, Zanichelli, 2012, V, p. 235 ss.

relativamente all'esame dei "piani strategici, industriali e finanziari della società". Si deve quindi dedurre che i *financial documents* altro non siano che la rappresentazione in termini quantitativi dell'incremento di valore che gli amministratori prospettano agli azionisti ed agli investitori quale effetto delle proprie scelte gestionali; tale angolo visuale - che sposa scelte gestionali, creazione di valore e relativa rappresentazione quantitativa - è rimasto in ombra in conseguenza della prospettiva interpretativa che ha privilegiato il tema delle ripartizioni delle funzioni tra consiglio di amministrazione ed amministratore delegato <sup>(43)</sup>. Ciò ha impedito di osservare come operando una retroazione dagli indici quantitativi dell'andamento futuro dell'attività sia possibile esaminare la coerenza delle scelte gestionali degli amministratori in termini di incremento di valore delle azioni <sup>(44)</sup>.

La rispondenza dei criteri di azione degli amministratori ai parametri finanziari che consentano di rappresentare in modo immediato la quantità di nuovo valore creato in ragione delle scelte effettuate o pianificate diviene quindi il criterio di azioni degli amministratori <sup>(45)</sup> e, per implicito, anche uno strumento di esame del rispetto degli obblighi di diligenza che su di essi gravano <sup>(46)</sup>.

A non diverse conclusioni si perviene, quantomeno per le società quotate, con riguardo alle operazioni straordinarie.

In questo caso il collegamento istituito tra i doveri degli amministratori e i *financial ratios* con riguardo alla pianificazione strategica può essere colto nella correlazione tra l'informativa prevista dagli artt. 70 e ss. del Reg. Emittenti e la rilevanza delle "operazioni di maggior rilievo" previste dall'art. 2381 comma 3 cod. civ.

---

<sup>(43)</sup> Cfr. per la diversa impostazione del tema F. BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2008, p. 138 s. e C. ANGELICI, *La società per azioni I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu - Messineo e Mengoni, Milano, Giuffré, 2012, p. 379 s.

<sup>(44)</sup> un cenno in tal senso in C. Angelici, nt 43, p. 98: «E quello della *shareholder value* diviene essenzialmente un criterio per valutare la coerenza con tale funzione (n.d.r. la funzione dell'impresa azionaria nel sistema economico) del modo con cui sono esercitati i poteri che ne indirizzano e determinano lo svolgimento: un criterio, in definitiva, per l'analisi dei relativi processi decisionali».

<sup>(45)</sup> Cfr. anche A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle s.p.a.*, Milano, Giuffré, 2009, p. 125 ss.

<sup>(46)</sup> Cfr. C. Angelici, nt 43, p. 98 nt. 44 *in fine*.