

GIOVANNI PAOLO ACCINNI

LE OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUYOUT*  
TRA PREVISIONI LEGISLATIVE DI LICEITÀ  
E “VECCHI” (E “NUOVI”) PROFILI DI  
ILLICITÀ PENALE



giuffrè editore - 2002

---

*Estratto dal volume:*

**GOVERNO DELL'IMPRESA  
E MERCATO DELLE REGOLE**

SCRITTI GIURIDICI

PER

**GUIDO ROSSI**

GIOVANNI PAOLO ACCINNI

LE OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUYOUT*  
TRA PREVISIONI LEGISLATIVE DI LICEITÀ  
E “VECCHI” (E “NUOVI”) PROFILI DI ILLICEITÀ PENALE

SOMMARIO: 1. La previsione di ‘liceità’ nel disegno di legge n. 1137 e dell’art. 7, lett. d) nella proposta di legge n. 969 per la riforma del diritto societario ed il riproporsi di “vecchi” e “nuovi” profili di illiceità penale. — 2. Operazioni di LMBO ed ipotesi di false comunicazioni sociali. — 3. La ‘riforma’ delle fattispecie di false comunicazioni sociali e di conflitto di interessi: nuovi problemi interpretativi ed applicativi nella sostanziale riconferma dei profili di illiceità già maturati rispetto alle norme vigenti. — 4. La rilevanza delle violazioni delle disposizioni di legge a tutela dei creditori ai fini della nuova ipotesi di reato prevista dall’art. 11, lett. a) n. 10 della l. 3 ottobre 2001, n. 366. Conclusioni.

1. *La previsione di ‘liceità’ nel disegno di legge n. 1137 e dell’art. 7, lett. d) nella proposta di legge n. 969 per la riforma del diritto societario ed il riproporsi di “vecchi” e “nuovi” profili di illiceità penale.*

Già la legge delega al Governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative — proposta di legge presentata il 10 gennaio 2000 (1), di iniziativa dei Deputati Veltroni e altri — nel comma 2° dell’art. 19 espressamente prevedeva che “le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell’altra, non comportano violazioni del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie”.

---

(1) Il testo è riportato in *Riv. Soc.*, 2000, p. 91 e s.

Nella Relazione era quindi dato di poter testualmente leggere che la disposizione di cui all'art. 19 si sostanziava in una norma interpretativa intesa a chiarire "la liceità delle operazioni di leveraged buyout".

Il disegno di legge n. 1137 per la riforma del diritto societario e quindi la proposta di legge n. 969, e la stessa l. 3 ottobre 2001, n. 366 ("Delega al Governo per la riforma del diritto societario"), all'art. 7, lett. *d*) prevede che la riforma della disciplina della fusione sia ispirata al principio e criterio direttivo di "prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente agli artt. 2357 e 2357 *quater* del codice civile e del divieto di accordare prestiti, di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 del c.c."

Sembrerebbe, dunque, che siano stati così definitivamente risolti i problemi interpretativi che hanno occupato dottrina e giurisprudenza, in sede civile e penale, con una previsione normativa intesa ad espressamente riconoscere la liceità nel nostro ordinamento delle operazioni di leveraged buyout, che, anzi, si vorrebbe così poter incentivare.

Senonché, la nuova previsione normativa 'limita' il giudizio di liceità operato dal legislatore ai divieti di acquisto di azioni proprie ed ai divieti di assistenza finanziaria per lo stesso loro acquisto. Per contro, l'osservazione della realtà di siffatte operazioni, sembra porre anche problemi di liceità diversi: differenti cioè da quelli espressi dai divieti di acquisto di azioni proprie e di assistenza finanziaria al loro fine e che restano perciò irrisolti, ossia non compresi nella previsione normativa di liceità. Anzi, è la stessa 'novella' che sembra prospettare anche di "nuovi".

Ci si riferisce, sotto il primo aspetto, ai possibili profili di responsabilità penale per violazione dell'art. 2621 c.c. nel suo testo vigente e quindi in quello "novellato" dallo stesso provvedimento legislativo; sotto il secondo aspetto, alla previsione di cui al punto 10 dell'art. 11 della stessa legge n. 1137 e che espressamente dispone che debbano essere penalmente sanzionate le "operazioni in pregiudizio dei creditori, consistenti nel fatto degli amministratori che, in violazione delle

disposizioni di legge, a tutela dei creditori, effettuano (...) fusioni con altra società (...), cagionando danno ai creditori": ipotesi per la quale la sanzione dovrebbe essere quella della pena della reclusione da 6 mesi a 3 anni con procedibilità a querela e con la previsione che il risarcimento del danno ai creditori prima del giudizio estingua il reato.

I problemi che le nuove previsioni normative sembrano non risolvere e quelli che, anzi, sembrano proporre, paiono, dunque, i seguenti.

Il primo, non risolto, resta certamente quello di verificare quando e a quali condizioni le operazioni di leveraged buyout possano o meno determinare la violazione dell'art. 2621 c.c.: con una verifica da operarsi sia in relazione al testo ancora vigente, sia alla previsione di quello "novellato".

Il secondo problema posto dalla stessa nuova normativa sembra per contro quello di verificare se la fusione che fosse dagli amministratori di una società effettuata con violazione di una disposizione di legge a tutela dei creditori, possa costituire l'illecito penale che la nuova normativa si appresta ad introdurre nel nostro ordinamento. Una verifica da operare sia rispetto ad una fusione deliberata in conflitto di interessi, sia ad un'operazione di fusione in cui sia riconoscibile violata la stessa fattispecie di cui all'art. 2621 c.c.: in entrambe siffatte ipotesi, infatti, le violazioni delle disposizioni di legge (di cui agli artt. 2631 e 2621 c.c.) potrebbero essere giudicate violazioni di disposizioni di legge poste a tutela dei creditori e perciò idonee a costituire proprio quell'operazione in pregiudizio dei creditori che l'art. 11, n. 10, prevede debba, appunto, essere sanzionata penalmente.

## 2. Operazioni di LMBO ed ipotesi di false comunicazioni sociali.

Per quanto attiene al primo problema, ossia quello delle false comunicazioni sociali nelle operazioni di leveraged buyout, è noto che uno dei vantaggi consentito dalle operazioni di fusione che caratterizzano e contraddistinguono le operazioni di leveraged buyout, sta nel fatto che con la fusione entrano in bilancio valori inespressi ed il cui valore non perciò più negoziabile soltanto fuori dalla società, va a costituire una vera e propria posta attiva di bilancio. Ed è altrettanto noto che non si è perciò stesso in presenza di una rivalutazione dei

cespiti, ma più correttamente ad una collocazione nel nuovo bilancio di valori effettivi, che erano nella partecipazione e di questa rappresentavano una parte del prezzo e che con la fusione entrano quindi nell'attivo del bilancio riveniente dalla fusione.

Chiaro, pertanto, come sia possibile "sfalsare" la correttezza dei valori lucrando somme non giustificate: non già al momento della fusione, ma a quello dell'acquisto della partecipazione.

L'ovvia conseguenza delle modalità e forme di collocazione, ossia di iscrizione nel nuovo bilancio, è infatti che se la c.d. Newco (ossia la società che viene utilizzata per l'acquisto della partecipazione) pagasse un prezzo non reale, esagerato, per la partecipazione nella target, allora nel bilancio di fusione, il costo della partecipazione sarebbe allocato all'attivo a rappresentare una posta per un valore non reale e, corrispondentemente, sarebbe dato di poter lucrare una somma ingiustificata in ragione e per la parte superiore al valore effettivo della partecipazione.

Insomma, allorché la partecipazione è pagata secondo valori reali e quindi corretti, la fusione resta quello strumento che consente di sostituire a ricchezza "inerte" un abbattimento del passivo ed un'allocatione all'attivo di beni ammortizzabili, così evitandosi, grazie al 'meccanismo' degli accantonamenti, la distribuzione di utili apparenti e risparmiando sugli stessi l'imposta altrimenti da versare (ciò che non significa affatto non pagare imposte dovute, ma non pagare tasse non dovute proprio perché gli ammortamenti sono doverosi e consentono alla società di non "bruciare" le proprie ricchezze impoverendosi in pochi esercizi). Allorché, diversamente, il prezzo pagato per l'acquisto della partecipazione nella target sia esagerato, il costo della stessa, allocato all'attivo, rappresenterebbe un valore non reale ed il bilancio sarebbe corrispondentemente "gonfiato" per la parte di valore superiore a quella espressa dal valore effettivo della partecipazione.

D'altra parte, se è vero che l'errata determinazione del rapporto di cambio è la causa prossima più frequente del danno, pare altrettanto certo che restino da investigare tutti gli atti che intervengono nel procedimento di fusione, ossia non solo quelli che riguardano il rapporto di cambio, ma anche il contenuto del rapporto informativo e la stessa correttezza delle ragioni addotte per procedere alla fusione.

Il problema delle false comunicazioni sociali nelle operazioni di leveraged buyout sembra dunque risolversi nel verificare non solo la correttezza del valore di acquisto della partecipazione della società 'target' e quindi di quello delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione e di quello di concambio, ma anche la stessa correttezza delle ragioni giuridiche ed economiche che giustificano lo stesso progetto di fusione.

In ordine all'esigenza del rispetto del valore di acquisto della partecipazione della 'target' già si è anticipato: poiché nel bilancio di fusione il valore del costo della partecipazione è allocato all'attivo, se il suo valore non fosse reale in quanto rappresentante un prezzo esagerato, l'attivo di bilancio sarebbe 'gonfiato', consentendo, corrispondentemente, il lucro di una somma ingiustificata in ragione e per la parte superiore al valore effettivo della partecipazione.

Quanto ai criteri di verifica di correttezza del valore del rapporto di concambio delle azioni o delle quote ed a quelli di illustrazione e giustificazione, sotto il profilo giuridico ed economico, dello stesso progetto di fusione (art. 2501-ter e quater c.c.) sembra opportuna una trattazione unitaria. Infatti, per l'art. 2501-quater c.c. "gli amministratori delle società partecipanti alla fusione devono redigere una situazione la quale illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote".

La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio e segnalare le eventuali difficoltà di valutazione.

Anche al fine dell'individuazione dei possibili profili di responsabilità penale, irrinunciabile, perciò, muovere dall'esame della disciplina e dei profili più strettamente civilistici ed in particolare ricordare preliminarmente che la giurisprudenza di merito civile<sup>(2)</sup> ha affermato quale concezione ultima della fusione quella di "un'operazione imprenditoriale a contenuto spiccatamente economico, attuato per una strategia che vede nella concentrazione la possibilità di una migliore presenza sul mercato (...), di una maggior robustezza nei

(2) Così, Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Giur. Comm.*, 1995 con nota di STANGHELLINI, p. 125.

confronti della concorrenza, anche in prospettiva europeistica, e quindi in definitiva della conservazione o del miglioramento della redditività”.

È quindi in forza di siffatta concezione che si giustificerebbe “la compressione delle posizioni individuali dei soci, il cui diritto partecipativo si “affievolisce” fino al rango di diritto ad una giusta determinazione del valore della partecipazione nella società risultante dalla fusione” (3).

Rispetto a quest’ultima, ovvero in ordine alla determinazione del rapporto di cambio, l’osservazione viene peraltro limitata a rilevare l’uniformità al consolidato principio giurisprudenziale (4) che afferma che, fatta salva la sola eccezione per l’ipotesi di operazione fraudolenta, siffatta determinazione resterebbe insindacabile in sede giudiziaria, il controllo dovendo essere limitato ad una verifica di legittimità in ordine all’accertamento dei presupposti che costituiscono il discrimine tra ragionevolezza ed arbitrarietà.

Il valore della partecipazione nella società derivante dalla fusione potrebbe, insomma, essere oggetto di accertamento solo rispetto al controllo in ordine all’adeguatezza e congruità dei criteri di determinazione, con la conseguenza che la determinazione del rapporto di cambio potrebbe costituire fonte di responsabilità soltanto quando adottata in forza di metodi “irragionevoli” o “arbitrari” (5).

Il principio è così motivato: poiché la tutela sta solo nel procedimento di fusione, il giudice deve limitare il controllo ai presupposti dello stesso. Due, in particolare, i punti di partenza affermati. Il primo riguarda “l’esigenza di presentazione di una situazione “reale” di entrambe le società, perché i soci devono essere in grado di effettuare una valutazione assoluta ed una valutazione comparativa sulla convenienza della fusione, valutazione che non può essere assimilata

(3) Trib. Perugia, *cit.*, p. 125.

(4) Cfr. Cass., 10 ottobre 1995, in *Foro it.*, 1956, I, c. 732; Id., 2 marzo 1976, n. 693, *ivi*, 1976, I, c. 1228; App. Genova, 23 ottobre 1990, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 270.

(5) Cfr. PICCIAU, *Osservazioni alle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. It.*, 1991, IV, c. 496 s.; STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 139.

a quella necessaria per operazioni diverse attesa la peculiare caratteristica, la funzione e le implicazioni dell’operazione giuridico-economica della fusione”. Il secondo, “è che la determinazione del rapporto di cambio è pur sempre un atto negoziale, nel quale la maggioranza assume un interesse maggiore, ma anche un rischio maggiore, cosicché alla valutazione di convenienza devono concorrere criteri uniformi di valutazione che tengano in conto e valorizzino sia gli elementi contabili sia gli elementi costituiti dall’avviamento, dai fattori reddituali, ecc., quelli cioè che gli aziendalisti compendiano come “valore economico del capitale” (6).

Sulla scorta di siffatti principi, dunque, i limiti di sindacabilità del rapporto di concambio vengono a tradursi nell’accertamento di sussistenza della colpa o del dolo degli amministratori nel determinarlo e nel diritto del socio al risarcimento, ove fosse provato che la scorretta determinazione sia imputabile alla loro, dolosa o colposa, mendace determinazione.

Queste quindi le premesse da cui muovere anche quanto alla verifica qui oggetto di accertamento e che pure consentono di rispondere ad una prima preliminare domanda: il rapporto di cambio deve essere il risultato di un calcolo matematico che non lasci adito ad alcuna discrezionalità?

Non sembra, invero, dubbio che la risposta debba essere negativa. Ed infatti, se è vero che la congruità deve essere basata sull’esattezza dei dati nella situazione patrimoniale, pare altrettanto certo che alla determinazione della stessa congruità possa concorrere anche la valutazione discrezionale circa l’attività futura della società che risulterà dalla fusione o della società incorporante (7). La previsione cioè di una maggiore redditività si riflette immediatamente nella valutazione della convenienza della fusione, che, quindi, ben potrebbe determinare i soci ad accettare un concambio all’apparenza sacrificale, ma in realtà capace di rivelarsi effettivamente conveniente nella previsione di maggiori profitti futuri.

(6) PICCIAU, *op. loc. cit.*, p. 496 s.

(7) In questo senso SCARDULLA, *La trasformazione e la fusione della società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, volume XXX, t. 2, 2<sup>a</sup> edizione, 2000, p. 342.

È questo dunque anche il limite in cui sembra possa essere consentita la discrezionalità nella fissazione del rapporto di cambio. La valutazione va inquadrata nella prospettiva dell'attuazione della fusione e, dunque, nella pluralità di metodi valutativi, che dovranno tenere conto delle finalità ultime delle operazioni, ma a condizione che ciò avvenga in maniera trasparente (8), ossia non dolosamente mendace.

Questo, infatti, il punto: la necessità del rispetto dell'esigenza costituita dalla possibilità di effettivamente apprezzare, secondo una prima valutazione preventiva, l'opportunità della fusione in relazione alla situazione attuale e a quella futura dell'impresa. La stessa finalità cui deve poter assolvere il progetto di fusione: consentire di valutare la convenienza della fusione. Se la congruità si fonda sulla situazione patrimoniale, la discrezionalità che può concorrere ad individuarla ben può avere riguardo all'attività futura della società, nella possibilità di previsione di profitti futuri; il limite, tuttavia, resta quello della trasparenza, ossia di quella stessa qualità che secondo il disposto dell'art. 2501-*quater* c.c. deve caratterizzare anche il progetto di fusione e la relazione che lo accompagna, al fine proprio di poter consentire un'effettiva e compiuta valutazione in ordine alla convenienza di addivenire o meno alla fusione stessa.

In questa medesima ottica il legislatore ha infatti appunto previsto che la relazione debba indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio, dovendo, altresì, essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione: insomma, ai soci dovranno essere rappresentati — per un'effettiva valutazione preventiva davvero idonea all'approvazione del progetto di fusione —, tutti gli elementi necessari a valutarne la convenienza e la validità. E tra questi espressamente l'illustrazione delle ragioni di integrazione economica e della capacità di ripianamento dei debiti, che certo concorrono alla possibilità di valuta-

(8) Cfr. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, p. 34, secondo cui "il riferimento ad una pluralità di metodi valutativi ed alle ragioni dell'operazione sta ad indicare che i metodi adottati possono anche divergere, essere disomogenei per le varie società interessate, purchè *trasparente*, riconducibile a logica, a criteri anche discutibili, ma identificati, appaia la scelta delle diversità di criteri adottati".

zione di una maggiore redditività dell'impresa e quindi alla possibilità di un'effettiva consapevolezza di accettazione anche di un minore temporaneo vantaggio in previsione di maggiori profitti futuri, non importa se immediati o a più lungo termine.

Quanto, invece, resta rilevante è che l'esposizione seguita nella redazione del progetto, e così nella determinazione del rapporto di cambio e nell'illustrazione delle ragioni giuridiche ed economiche che giustificano la convenienza ad addivenire alla fusione, dovrà rispondere ai requisiti di chiarezza e precisione. E ciò non solo perché la situazione patrimoniale sulla base della quale determinare il rapporto di cambio deve, al pari dell'illustrazione dei metodi di valutazione adottati (pure oggetto della relazione degli amministratori), essere conforme alle disposizioni di cui all'art. 2423 e ss. c.c. (9), ed essere quindi idonea sia a rilevare gli effettivi valori patrimoniali delle società partecipanti alla fusione, sia a manifestare ai creditori una valutazione su basi prudenziali delle proprie ragioni creditorie; ma anche a poter consentire a soci e creditori di effettivamente e compiutamente poter apprezzare eventuali pregiudizi che la situazione patrimoniale della incorporanda potrebbe determinare per la futura solvibilità dell'incorporante o che la situazione patrimoniale dell'incorporante potrebbe determinare nel senso di non rendere conveniente la fusione per la società incorporanda. Per siffatta stessa ragione, dunque, in maniera chiara e precisa dovranno essere rappresentate le esigenze delle società fondende rispetto alla produzione (il c.d. "progetto industriale").

Insomma, non potranno essere sottaciute o non perfettamente esposte le effettive vere ragioni di concentrazione degli organismi produttivi. Anche la convenienza del rapporto di cambio dovrà, quindi, poter essere effettivamente apprezzata quale elemento che, con gli altri indicati, deve essere considerato nel progetto di fusione redatto dagli amministratori.

(9) Il testo della disposizione di cui all'art. 2501-*ter* c.c., confermando i giudizi cui erano pervenuti dottrina e giurisprudenza in epoca precedente al d.l. 22/91 (v. per tutti, RORDORF, *La situazione patrimoniale: redazione e deposito*, in *Le società*, 1986, p. 940 s.) ha espressamente stabilito che "la situazione patrimoniale è redatta con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio".

Nessun profilo di censurabilità sarebbe invero sussistente allorché sia effettivamente apprezzabile la convenienza per la società incorporanda di giungere alla fusione, avuto riguardo alla situazione economica dell'impresa. Diversamente se gli elementi da portarsi a conoscenza fossero predisposti in maniera tale da non rendere volutamente possibile ai soci la possibilità di cogliere il pregiudizio che alla società potrebbe derivare dalla fusione. In siffatta ipotesi sarebbe infatti violata la regola cui devono uniformarsi le informazioni che interessano ai fini della delibera che deve essere presa e che devono, appunto, poter consentire — con responsabilità penale per occultamento di fatti rilevanti (art. 2621, n. 1, c.c.) — una decisione consapevole.

Come pure autorevolmente osservato a chiarimento della determinazione dei limiti degli obblighi degli amministratori di informare i soci in ordine agli affari sociali, se non è ragionevole pensare che la legge abbia voluto imporre agli organi della società l'obbligo di portare a conoscenza dei soci tutti indistintamente i fatti che concernono le condizioni economiche dell'impresa, "non si può dubitare che l'obbligo sia limitato alle notizie che interessano ai fini della delibera che deve essere presa: alle notizie che sono necessarie affinché l'assemblea possa decidere con piena cognizione di causa". L'obbligo di informazione riguarda, dunque, "soltanto le notizie, l'occultamento delle quali può indurre i soci in errore e portare ad una decisione diversa da quella che altrimenti sarebbe stata adottata" (10), ma che, come tali, debbono essere fornite, pena l'inosservanza dell'obbligo e la conseguente responsabilità penale.

Certo non sarebbe riconoscibile un valore all'interesse ad avere conoscenza di particolari non rilevanti e, per contro, l'interesse di viene meritevole di tutela penale proprio in virtù della rilevanza dell'informazione, che, a sua volta, non può essere apprezzata che in relazione all'oggetto della delibera (11); ossia, nel caso di specie, a

(10) "In conseguenza nessun obbligo di comunicazione sussiste rispetto alle notizie che non possono avere alcuna influenza sulla delibera che l'Assemblea, in quel momento è chiamata a prendere: vale a dire, alle notizie che non sono rilevanti ai fini del decidere". ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, X edizione, 1997, p. 138.

(11) Cfr. GIOVANNI E. COLOMBO, *La "moda" dell'accusa di falso in bilancio nelle indagini delle Procure della Repubblica*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 718.

quella conseguente alla proposta di fusione. In altri termini, quanto non può venire a mancare è la funzione informativa che la legge assegna al documento e quindi, nella fattispecie, quella che la disposizione di cui all'art. 2501-*quater* c.c. assegna al progetto di fusione (12) che deve, appunto, contenere l'intera gamma dell'informazione che la legge prescrive vuole che sia fornita.

Per siffatte stesse ragioni l'informazione non potrà rispondere a requisiti meramente formali, ma dovrà essere esauriente, non reticente; non limitata cioè ai soli aspetti formali e documentali, ma corredata dei dati, delle notizie e degli elementi di fatto, tali da rendere non solo veritiera ma anche completa e, perciò, esatta, l'informazione resa (13): tale, insomma, da poter consentire di deliberare con effettiva cognizione di causa.

Così, la stessa giurisprudenza di merito (14), ancora in costanza della previgente normativa in tema di fusione, aveva già posto in evidenza l'esigenza che la situazione patrimoniale delle società che procedono alla fusione debba risultare con chiarezza e precisione da un prospetto contabile indicativo dei saldi attivi e passivi rilevati dall'inventario, e perciò da un bilancio, "sia pure adeguato alla funzione particolare che è chiamata a soddisfare, circa la conoscenza dell'effettivo rapporto di valore esistente tra i patrimoni delle società partecipanti alla fusione e dell'attitudine dei beni originari a produrre reddito una volta inseriti nel contesto della nuova impresa". Nulla per illiceità dell'oggetto, e non semplicemente annullabile, è stata pertanto riconosciuta la deliberazione di fusione approvata sulla base di situa-

(12) Così, e già con riferimento alla precedente formulazione dell'articolo 2503 c.c., non si era mancato di osservare come nelle operazioni di fusione, gli interessi dei creditori fossero stati posposti ad interessi più generali, quali quello di favorire la concentrazione di organismi produttivi o di evitare che rimangano investiti nell'impresa sociale capitali esuberanti e, quindi improduttivi, e se ne era concluso che l'opposizione prevista dall'allora art. 2503 c.c. presupponeva certamente la regolarità della situazione patrimoniale delle società che si fondono. Cfr. G.B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1978, p. 391.

(13) Cfr. in questi termini, a delineare il parametro della esattezza della esposizione, T.a.r. Lazio, Sez. I, 2 novembre 1995 n. 1887, Beretta C. Consob, in *Trib. Amm. Reg.*, 1996, I, 4717.

(14) Tribunale Milano, 18 ottobre 1970, Soc. Marfin c. Soc. S.a.r.f., in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 399.

zioni patrimoniali "non dirette ad offrire una veridica e chiara ricostruzione delle condizioni delle società partecipanti e che non consentono di assumere dati essenziali per una consapevole scelta sulla convenienza ed opportunità della fusione" (15).

D'altra parte, che le condotte di esposizione di fatti non rispondenti al vero o di nascondimento di fatti rappresentino un'alternativa di fattispecie che esprime una disciplina modellata sulla dimensione qualitativa e non quantitativa del fenomeno, con la conseguenza quindi che l'informazione debba corrispondere a parametri non solo di veridicità ma anche di completezza, è circostanza che anche la dottrina aveva già chiarito, riconoscendo "ancor più chiaro, data la struttura normativa dell'omissione, che solo un riferimento ai contenuti prescritti dalla legge civile alle singole comunicazioni può riempire un concetto aperto come quello di "nascondimento", che rimanda ad un obbligo di comunicazione" (16). Ciò che, se riconferma l'esigenza che il falso cada su di un contenuto informativo di qualche rilevanza, sta a significare proprio la necessità del rispetto dell'esigenza che l'informativa renda effettive le informazioni che la legge vuole siano fornite ai destinatari.

Non solo, dunque, i criteri seguiti dovranno essere tecnicamente corretti, ma anche espressi in termini non fuorvianti (17). Rilevanti quindi tutti quegli elementi idonei a consentire una consapevole scelta della convenienza ed opportunità della fusione e, perciò, tutti quelli concorrenti ai fini della valutazione della potenzialità economica della società (18) che scaturirà dalla fusione: tra questi, dunque, anche gli oneri e le perdite allorquando siano probabili.

(15) Tribunale Milano, 18 ottobre 1970, cit. not. prec., p. 399.

(16) PEDRAZZI, *Profili penali dell'informazione societaria*, in *L'informazione societaria*, atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, p. 1129-30.

(17) Così, BARTULLI, *Riflessioni sulla tutela penale dell'informazione societaria: bilancio di esercizio e bilancio consolidato*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 11. Sostanzialmente nello stesso senso, QUATRARO-D'AMORA, *Bilancio di esercizio e consolidato*, 1998, I, p. 1104, secondo i quali il falso sarebbe quello che "si discosta irragionevolmente dal risultato emergente da una valutazione veritiera, corretta e conforme alle norme regolamentari e tecniche".

(18) Cfr. Cass. Pen., Sez. V, 11 dicembre 1991, in *Mass. Cass. pen.*, 1992, Fasc. 2, 53.

È la tematica dell'aspettativa, rispetto alla quale già si è avuto modo di escludere la possibilità di un suo giudizio di rilevanza, quante volte si risolva in una componente assolutamente aleatoria; sprovvista cioè di una motivazione espressa ed apprezzabile come ragionevole (19).

In ossequio al principio che impone che la veridicità della rappresentazione debba essere determinata in coerenza al fine della comunicazione richiesta dalla legge, appare quindi indubbio che dovrà potersi tener conto anche degli oneri e delle perdite allorquando, appunto, siano probabili (20), ossia ragionevolmente apprezzabili come tali. Insomma, rispetto alle operazioni di LMBO il problema che si ripropone non pare diverso da quello comune a tutte le ipotesi di progetti di fusione di società patrimonialmente sane con società fortemente indebitate, come può essere precisamente il caso della società che ha contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, che si propone poi d'incorporare.

Ai fini della delibera da adottare da parte della società 'target' incorporanda, si ripropone quindi anche l'esigenza di poter verificare i vantaggi e le possibilità di danno dell'operazione, ossia se la stessa garantisca o meno utili sinergie produttive, commerciali o di altro tipo,

(19) È stato, per esempio, ritenuto responsabile del delitto di cui all'articolo 2621, n. 1, c.c., l'amministratore di una cooperativa costituita in forma di società a responsabilità limitata che nel corso dell'Assemblea per l'approvazione del bilancio e nella stessa relazione non aveva fatto menzione delle cospicue obbligazioni assunte dalla cooperativa (Cass. pen., Sez. V, 12 gennaio 1995, in *Cass. pen.*, 1996, 656; *Giust. pen.*, 1995, 2, 478; in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1996, 686). La stessa giurisprudenza di legittimità ha recentemente riconfermato anche la rilevanza e sussistenza della condotta omissiva prevista dal delitto di false comunicazioni sociali per quanto attiene alle carenze del contenuto della comunicazione stessa e con riferimento al veritiero quadro informativo che era legittimo pretendere dal suo autore nella nota sentenza della Cassazione penale, Sez. V, 19 ottobre 2001, Mattioli, in *Cass. pen.*, 2001, p. 2496. La stessa S.C. ha poi recentemente anche confermato che i principi di chiarezza e precisione, correlati con quello di verità, debbono applicarsi anche ai c.d. bilanci straordinari: nel caso ivi di specie, a quello di liquidazione e ciò proprio e perché preordinato al piano di riparto degli utili fra i soci; con la conseguenza che è stato giudicato reato il nascondimento nella relazione del bilancio di una società in liquidazione, l'aver nascosto le passività potenziali relative a cause civili in corso (Cass. pen., Sez. V, 5 novembre 1999, Rizzo, in *Cass. pen.*, 2001, p. 2515).

(20) Cfr., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1994, vol. 7\*, p. 191.

tali da controbilanciare l'assunzione del passivo patrimoniale dell'incorporante. Più precisamente ancora, poiché la prima esigenza è quella di fornire le notizie che interessano ai fini della delibera per poter decidere con piena cognizione di causa e che la legge individua nell'intera gamma di informazioni che la disposizione di cui all'articolo 2501-*quater* c.c. prescrive siano fornite, sembra che non possano non avere espressa illustrazione le ragioni che, sotto il profilo giuridico ed economico, consentano di poter apprezzare come, pur in presenza del debito contratto per l'acquisto della partecipazione, sia possibile conservare e migliorare la redditività della società scaturente dalla fusione.

La valutazione di convenienza ed opportunità della fusione indicata nel relativo progetto, deve infatti poter essere consentita, sia rispetto alla situazione attuale, che rispetto a quella futura, e quindi non sembra che si possa mancare di illustrare (e consentire di poter effettivamente apprezzare) l'attitudine dei beni originari a produrre reddito una volta inseriti nel contesto della nuova impresa; impossibile, diversamente, la possibilità di valutare la convenienza in termini di maggiore o minore redditività.

Quanto ai profitti futuri ciò che risulterà determinante sarà, dunque, la possibilità di verificare l'effettività dell'integrazione economica dei soggetti interessati, ossia le 'vere' ragioni dell'integrazione stessa ed importanza fondamentale avrà quindi, *in primis*, il c.d. 'piano industriale'. La necessità di illustrazione anche degli oneri e delle perdite future, necessaria allorché probabili, sembra rendere poi necessaria anche quella dei termini e delle modalità di ripianamento del debito contratto per l'acquisto della partecipazione. Diversamente, ai fini della possibilità di valutazione della convenienza od opportunità della fusione, non sembrerebbe potersi riconoscere consentita la consapevole, ossia calcolata, accettazione di un minor temporaneo vantaggio in previsione di maggiori profitti futuri, quante volte si assumesse che i vantaggi conseguenti alla realizzazione del piano industriale siano tali da escludere la possibilità di pregiudizio che la situazione patrimoniale di una società potrebbe determinare, in termini di solvibilità, per l'altra o le altre società fondende.

È la riaffermazione dell'esigenza di indicazione di requisiti non meramente formali, ma idonei all'effettiva possibilità di cogliere an-

che i pregiudizi: ciò che sta a significare completezza ed esattezza delle informazioni, riconoscibili sussistenti come tali soltanto quante volte siano indicati i dati essenziali per una consapevole scelta sulla convenienza ed opportunità della fusione; allorché, cioè, i dati siano tecnicamente corretti e non fuorvianti: senza occultamento o incompletezze tali da poter indurre i soci in errore, perché altrimenti capaci (se conosciuti) di determinare una decisione diversa.

Insomma, il rispetto del principio che impone a pena di sanzione penale che debbano essere fornite le informazioni che la legge prescrive siano date per poter deliberare con piena cognizione di causa e già oggetto del disposto di cui al comma 3° dell'articolo 2423 c.c. (sostanzialmente riaffermato anche nella disposizione di cui all'ultimo comma dello stesso articolo 2501-*quater* c.c.), viene a tradursi nell'esigenza che l'illustrazione della motivazione della fusione, sotto il profilo giuridico ed economico, debba essere effettiva, ossia davvero espressa, e cioè a dire non mendace, perché priva di elementi rilevanti, ossia (appunto) capaci, se conosciuti, di determinare una decisione diversa.

Ciò che rispetto alle operazioni di LMBO viene, in ultima analisi, a significare la necessità che la sussistenza di ragioni d'integrazione economica e la capacità di "assentire" il debito debbono poter essere consapevolmente apprezzate; deve cioè potersi verificare il reale obiettivo dell'operazione e quindi ed anche se questo sia o meno la sola imputazione del costo dell'operazione di acquisto della partecipazione al patrimonio della incorporanda "target" (21), in assenza di altri vantaggi. Diversamente, non sarebbe apprezzabile la possibilità di pregiudizio per soci e creditori della società incorporanda.

Sotto questo profilo, il 'limite' tende quindi a coincidere con quello di sussistenza di una situazione di conflitto di interessi: il giudizio di sussistenza di una situazione di conflitto si risolve infatti in quello di verifica dell'esistenza della validità delle ragioni aziendali

(21) Ciò che, almeno allo stato normativo attuale, sembra rappresentare il vero limite alla possibilità di realizzazione di siffatte operazioni. In proposito ci si permette di rinviare a ACCINNI, *Profili penali nelle operazioni di leveraged-management buyout*, Milano, 1996, p. 146 s.; ID., *Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 193 s.

poste a motivo e fine dell'operazione e dei vantaggi che la caratterizzano e consentono; manifesta perciò la necessità di poter verificare, per il tramite delle informazioni rese, la validità delle ragioni addotte nell'interesse aziendale e dunque la possibilità o meno di un danno alla società.

Il significato della possibilità di apprezzare i pregiudizi che la situazione patrimoniale di una società potrebbe determinare, in termini di solvibilità, per l'altra, non sembra che possa infatti non ricomprendere anche quella di permettere di verificare se eventuali abbattimenti del valore della partecipazione del socio siano o meno ingiustificati, ovvero se vi sia la possibilità di una diminuzione patrimoniale da attribuirsi al debito contratto per l'acquisto delle azioni della 'target': insomma, se sia sussistente quell'incompatibilità di interessi data dall'esclusivo scopo di imputazione del costo dell'acquisto della partecipazione del capitale di 'target' al suo stesso patrimonio ed appunto sussistente tutte le volte in cui l'operazione, priva di valide ragioni nell'interesse aziendale, sia preordinata esclusivamente al raggiungimento di siffatta finalità.

Ecco allora meglio chiarito il contenuto ed il significato dell'informazione da proporre: l'intera gamma delle informazioni che la legge prescrive siano fornite per poter decidere con piena consapevolezza di causa e che la disposizione di cui all'articolo 2501-*quater* c.c. impone di indicare ad illustrazione del progetto di fusione sotto il profilo giuridico ed economico, devono essere oggetto da parte degli amministratori di un'illustrazione che sia veritiera, ossia che non dissimuli, volutamente, la mancanza di interesse delle società fondende, consentendo la formazione di una maggioranza che, altrimenti, sarebbe mancata, ad esclusivo vantaggio delle altre società interessate alla fusione. I requisiti ed i dati da indicare ad illustrazione e giustificazione giuridica ed economica del progetto, non possono perciò essere predisposti in maniera tale da non rendere volutamente possibile di cogliere i pregiudizi che potrebbero derivare dalla fusione.

Solo l'indicazione di tutti gli elementi necessari a valutare la convenienza e l'opportunità della fusione mediante un'esposizione trasparente, ossia chiara e precisa, costituisce dunque il rispetto del ricordato principio che vuole espresse le notizie che interessano ai fini di

poter deliberare con piena cognizione di causa e costituisce, al contempo, anche la miglior salvaguardia degli stessi amministratori, altrimenti esposti non solo ad ipotesi di responsabilità penale per falso in comunicazione sociale, ma anche al rischio di possibili, pretestuose, azioni per danni, pure proponibili dopo l'approvazione del progetto.

La deliberata assenza o inesattezza (perché tecnicamente non corretti o fuorvianti) degli elementi essenziali del progetto di fusione, la volutamente erronea redazione della situazione patrimoniale e la non veritiera illustrazione del progetto di fusione sotto il profilo giuridico ed economico, che pure deve consentire di poter apprezzare anche l'eventuale mancanza di interesse delle società fondende alla fusione, non potendosi volutamente dissimulare il pregiudizio che potrebbe derivarne alla società, sono, dunque, tutti elementi idonei a determinare un giudizio di riconoscimento di responsabilità degli amministratori per violazione dell'art. 2621, n. 1, c.c. (22).

3. *La 'riforma' delle fattispecie di false comunicazioni sociali e di conflitto di interessi: nuovi problemi interpretativi ed applicativi nella sostanziale riconferma dei profili di illiceità già maturati rispetto alle norme vigenti.*

Sono conclusioni che non sembrano dover mutare, almeno nella sostanza, neppure con riferimento al 'nuovo' testo della disposizione

(22) Si tratta, a ben vedere, delle stesse ipotesi che pure potrebbero legittimare il socio di minoranza a ricorrere per ottenere un provvedimento d'urgenza ex art. 700 c.p.c. inteso alla valutazione del pregiudizio, imminente ed irreparabile per la società, che l'iscrizione della delibera di fusione potrebbe arrecare; Cfr., SCARDULLA, *op. cit.*, p. 126, secondo il quale "in definitiva il socio, nel proporre il ricorso in esame, rappresenterà una situazione (che sarà posta a fondamento del giudizio di merito avente ad oggetto l'invalidità della deliberazione di fusione) che non attiene alla convenienza od opportunità della fusione (convenienza ed opportunità delle quali al giudice è preclusa qualsiasi valutazione) ma poggia sulla circostanza che la maggioranza, espressasi in senso favorevole alla fusione, si era formata sulla base di elementi predisposti volutamente in maniera da non rendere possibile alla generalità dei soci di cogliere il pregiudizio che alla società sarebbe derivato dalla fusione; pregiudizio che derivava alla società fondenda sia che con la deliberazione venisse attuata una fusione in senso proprio o una fusione per incorporazione e che solo di conseguenza si rifletteva sull'interesse particolare del socio che aveva proposto il ricorso".

che, ai sensi dell'art. 11, lett. a), n. 1, della L. 3 ottobre 2001, n. 366 (23), è destinata a disciplinare la 'novellata' fattispecie di falso in bilancio ed in comunicazioni sociali. Ed infatti, pur avendo il legislatore fortemente ristretto l'ambito di applicazione della norma, pare (almeno con riferimento a quanto qui di interesse) potersi osservare quanto segue.

Innanzitutto, vero che il legislatore ha eliminato la condotta attiva di nascondimento di fatto, introducendo un comportamento omissivo: l'omissione di informazioni, la cui comunicazione è prevista dalla legge; ma vero anche che le comunicazioni qui in oggetto sono certamente comunicazioni previste dalla legge (art. 2501-*quater* c.c.; ma anche art. 2423, comma 3°, c.c.).

D'altra parte, e con riferimento alle c.d. valutazioni mendaci, e quindi alla condotta attiva di esposizione di fatti non rispondenti al

(23) Il testo della norma recita: "Falsità in bilancio, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali previste dalla legge, consistente nel fatto degli amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori i quali, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali previste dalla legge, dirette ai soci o al pubblico, espongono fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni, idonei ad indurre in errore i destinatari sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene, con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico, ovvero omettono con la stessa intenzione informazioni sulla situazione medesima, la cui comunicazione è imposta dalla legge; precisare che la condotta posta in essere deve essere rivolta a conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto; precisare altresì che le informazioni false od omesse devono essere rilevanti e tali da alterare sensibilmente la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene, anche attraverso la previsione di soglie quantitative; estendere la punibilità al caso in cui le informazioni riguardino beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi; prevedere autonome figure di reato a seconda che la condotta posta in essere abbia o non abbia cagionato un danno patrimoniale ai soci o ai creditori, e di conseguenza:

1.1) quando la condotta non abbia cagionato un danno patrimoniale ai soci o ai creditori la pena dell'arresto fino a un anno e sei mesi;

1.2) quando la condotta abbia cagionato un danno patrimoniale ai soci o ai creditori;

1.2.1) la pena della reclusione da sei mesi a tre anni e la procedibilità a querela nel caso di società non quotate;

1.2.2) la pena della reclusione da uno a quattro anni e la procedibilità d'ufficio nel caso di società quotate". A seguito della entrata in vigore del decreto legislativo 11 aprile 2002 n. 61 in attuazione della legge delega le false comunicazioni sociali sono attualmente previste e punite dagli artt. 2621 e 2622 c.c.

vero e che pure è specificato dover trattarsi di fatti materiali, ancorché oggetto di valutazioni, sembra che restino escluse dalla possibilità di riconoscimento di rilevanza penale le sole semplici valutazioni. In altre parole, resterebbero escluse dall'area della falsità punibile le sole valutazioni semplici mendaci; conservando rilevanza penale quelle artificiali valutazioni (sopravalutazioni o sottovalutazioni) che in realtà celano un'esposizione di fatti falsi (24). Irrilevanti poi sarebbero solo gli errori di valutazioni estimative che non vadano oltre uno scostamento del 10% dalla stima corretta.

Quanto all'attitudine ingannatoria, requisito previsto a caratterizzare l'elemento oggettivo della condotta, sembra che anche non possano mutare le conclusioni maturate, nel senso che lo stesso altro non pare rappresentare se non il contenuto della fraudolenza che fino ad oggi già caratterizzava l'elemento soggettivo del reato e, dunque, già concorreva (almeno sotto questo profilo) ad integrarlo.

Ulteriore condizione di punibilità che il legislatore viene a richiedere è, infine, che le informazioni false od omesse siano rilevanti e tali da alterare sensibilmente la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo, con la previsione anche di soglie quantitative. Senonché, e per quanto sempre qui di interesse e possibile iniziare a verificare, non sembra proprio che possa venir meno l'obbligo di portare a conoscenza dei soci le notizie necessarie per poter deliberare con piena cognizione di causa o per poter apprezzare fatti altrimenti falsamente esposti od occultati se attinenti a quanto era necessario che i soggetti tutelati (tra questi, anche, i creditori) conoscessero per la salvaguardia dei loro interessi.

Anche sotto questo profilo non pare, dunque, che possano trovare spazio interpretazioni diverse da quelle qui già proposte rispetto al testo di legge vigente.

Più complesso, invece, il problema interpretativo e di verifica del concreto accertamento del danno patrimoniale a dimostrare che il danno lamentato dal socio o dal creditore sia conseguente proprio alla falsità, perché cagionato da una decisione, o da una mancata de-

(24) Secondo lo schema già prospettato da ANTOLISEI, *op. cit.*, p. 128 s.

cisione, determinata, appunto, dall'informazione fallace od omessa e non già, da sopravvenienze imprevedibili, cui poterlo addebitare.

Problema che si ripropone anche rispetto alla nuova definizione di conflitto di interessi ed alla previsione della fattispecie di infedeltà patrimoniale (art. 11, comma 1°, lett. a), n. 10) (25).

La normativa esistente è infatti nel senso di vietare all'amministratore di compiere atti sui beni sociali che possano pregiudicarne l'esistenza o la consistenza e la situazione di conflitto resta sussistente sia quante volte venga fatto prevalere il proprio interesse o quello per conto di terzi, sia quando l'interesse della società resti pregiudicato dal perseguimento dell'interesse con esso incompatibile.

La nuova fattispecie di infedeltà patrimoniale sanziona comportamenti di abuso nell'attività gestoria da parte di soggetti qualificati: il legislatore ha individuato un criterio di selezione delle condotte genericamente infedeli, prevedendo come presupposto del reato una situazione di conflitto di interessi che resta integrata dalla posizione di antagonismo, in termini di incompatibilità, tra gli interessi della società e quelli portati dall'amministratore, di guisa che la soddisfazione dei primi escluda la possibilità di soddisfazione degli altri.

La 'novità' è che non è più sanzionata la semplice violazione del dovere di astenersi dal deliberare, ma viene richiesto il compimento di atti di disposizione dei beni sociali. È quindi previsto, sotto questo profilo, un reato di azione con evento di danno.

Le condotte penalmente sanzionate vengono, dunque, ad essere individuate in atti di disposizione ("compiendo o concorrendo a deliberare atti di disposizione") dei beni sociali, con esclusione perciò delle delibere che non dispongono dei beni sociali o degli atti di or-

(25) Il testo della norma recita: "infedeltà patrimoniale, consistente nel fatto degli amministratori, direttori generali e liquidatori, i quali, in una situazione di conflitto di interessi, compiendo o concorrendo a deliberare atti di disposizione dei beni sociali al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, ovvero altro vantaggio, intenzionalmente cagionano un danno patrimoniale alla società; specificare che non si considera ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se esso è compensato da vantaggi, anche se soltanto ragionevolmente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo; prevedere la pena della reclusione da sei mesi a tre anni e la procedibilità a querela". A seguito della entrata in vigore del decreto legislativo 11 aprile 2002 n. 61 in attuazione della legge delega la norma è attualmente riprodotta nell'art. 2633 c.c.

ganizzazione mediante i quali potrebbe, nondimeno, realizzarsi il conflitto di interessi.

Il primo importante problema è perciò quello di individuare le delibere alle quali riconoscere rilevanza penale poiché riconoscibili, appunto, come di disposizione dei beni sociali. Vien fatto invero di domandarsi se tale possa essere giudicata la delibera che dispone il rilascio di una garanzia, ed alla quale pure sembrerebbe difficile poter negare rilevanza penale. Senonché, potrebbe opinarsi che le operazioni di fusione, al pari di quelle di scissione od aumento del capitale, si risolvano in meri atti di organizzazione e non di vera e propria disposizione di beni sociali. E nondimeno, se l'assunzione di obbligazioni (come potrebbe, appunto, essere per il caso della garanzia) può essere riconoscibile come atto di disposizione, difficilmente sembrerebbe potersi negare la stessa qualità ad un'operazione di fusione in un'operazione di LMBO e che si caratterizzi per l'assenza di concrete ragioni imprenditoriali a giustificarla e per l'incapacità di 'assentire' il debito; il cui solo reale obiettivo possa cioè essere riconosciuto quello di imputare il costo dell'acquisto della partecipazione di 'target' al suo stesso patrimonio.

Resta, tuttavia, un problema di verifica del rispetto del principio di legalità e tassatività della fattispecie, salvo voler riconoscere una sorta di 'identità letterale' tra la fattispecie prevista e quella che avrebbe potuto meglio identificare la condotta sanzionata nel fatto di compiere o concorrere a deliberare operazioni sociali, cagionando un danno patrimoniale alla società (26). Anche se, in verità, pare non facile negare (almeno sotto un profilo più strettamente sostanziale) la possibilità di qualificare come atto di disposizione di beni sociali quello di fatto conseguente ad una delibera di incorporazione di una società in un'altra; assai riduttivo sembrando, infatti, il suo 'svilimento' a mero atto organizzativo e non già (almeno anche) dispositivo.

(26) Cfr. FOFFANI, *La nuova configurazione delle fattispecie di infedeltà patrimoniale, comportamento infedele, indebita influenza sull'assemblea, aggio, relazione presentata al Convegno di Milano 19 novembre 2001, La riforma dei reati societari e del falso in bilancio*, inedito.

D'altra parte, pur prendendo le distanze da una fattispecie meramente formale di conflitto di interessi ed avvicinandosi piuttosto alla fattispecie civilistica di conflitto, la 'nuova' ipotesi strutturata come reato di danno, il cui accertamento è anzi necessario per la sussistenza del reato, pur espressamente prevedendo anche una clausola sui gruppi con l'esplicita rinuncia a punire le condotte che perseguano un ingiusto profitto compensato da vantaggi del gruppo, ha finito poi con l'adottare una formula non in linea con la teoria c.d. dei 'vantaggi compensativi' e che pare perciò destinata a sollevare più di un problema di interpretazione e di accertamento.

La descrizione normativa non muove infatti dalla considerazione della sussistenza od insussistenza del danno per la società che resterebbe sacrificata in assenza del vantaggio 'compensativo', ma, appunto, dal carattere di "ingiustizia" del profitto: non è considerato ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, "se esso è compensato da vantaggi, anche se soltanto ragionevolmente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo". Sicché, l'inversione metodologica, resta manifesta: non si muove dall'individuazione del danno di una società per poi verificare il corrispettivo vantaggio (profitto) del gruppo, ma dal profitto della società collegata o del gruppo e più precisamente dal suo carattere di 'ingiustizia'.

In assenza di profitto, dunque, lo stesso non sarebbe né giusto, né ingiusto, quasi a voler avvantaggiare il gruppo inefficiente, ossia quello che, pur penalizzando l'interesse sociale di una sua società, sia poi incapace di produrre alcun profitto. Sembrerebbe infatti questa la probabile conseguenza della previsione della fattispecie strutturata a richiedere un dolo intenzionale, direzione della volontà a cagionare il danno, accompagnato da un dolo specifico, il profitto ingiusto, allargato anche ad un qualsiasi altro vantaggio non patrimoniale. Donde, appunto, la precisazione che non si considera ingiusto il profitto compensato da vantaggi anche soltanto ragionevolmente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo.

Quanto suscita le maggiori perplessità viene, così, ad essere siffatta ulteriore specificazione ed in forza della quale i vantaggi possono essere anche (solo) ragionevolmente prevedibili e cioè a dire la mancanza di necessità di un'effettiva verifica degli stessi, che

non si è espressamente previsto né che siano adeguatamente determinati, né che debbano essere il risultato di altre operazioni deliberate contestualmente a quella causa del pregiudizio e che neppure si precisa se sia necessario che siano probabili o se sia sufficiente che siano anche soltanto possibili. Ciò che rischierebbe di risolversi in una limitazione sostanziale non minore di quella processuale della procedibilità a querela.

Rispetto, dunque, alle operazioni di LMBO in cui la situazione di conflitto di interesse è, allo stato attuale della normativa, ravvisabile allorché la fusione che qualifica e caratterizza siffatte operazioni sia priva di valide ragioni nell'interesse aziendale e preordinata esclusivamente al raggiungimento di finalità incompatibili con l'interesse sociale (poiché caratterizzate dall'assoluta assenza di vantaggi e quindi dalla certezza di un danno alla società costretta ad un suo impoverimento a vantaggio di interessi extra-sociali, ossia il ripianamento del debito contratto per lo stesso acquisto di 'target'), i 'nuovi' problemi che sembrano riproporsi sono quelli connessi al richiesto accertamento di verifica di un danno e perciò al significato della locuzione "ragionevolmente prevedibili": l'impoverimento della società a vantaggio di interessi extra-sociali, che oggi caratterizza l'effettiva probabilità di danno per la società, quando potrà dirsi realizzare un profitto "ingiusto" determinato da una delibera di disposizione dei beni sociali e non compensato, nei gruppi, da un vantaggio anche "soltanto ragionevolmente prevedibile" derivante, appunto, dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo?

E nuovamente, e per converso, quando potrà riconoscersi che sopravvenienze "imprevedibili" escludono il carattere di "ingiustizia" del profitto, altrimenti riconoscibile sussistente?

4. *La rilevanza delle violazioni delle disposizioni di legge a tutela dei creditori ai fini della nuova ipotesi di reato prevista dall'art. 11, lett. a) n. 10 della l. 3 ottobre 2001, n. 366. Conclusioni.*

Sono interrogativi dalla cui risposta sembrano dipendere anche quelli proposti dalla nuova ipotesi di reato prevista dall'art. 11, lett. a) n. 10, che prevede la fattispecie di operazioni in pregiudizio dei creditori, consistente nel fatto degli amministratori che "in violazione

delle disposizioni di legge a tutela dei creditori, effettuano riduzioni del capitale sociale o fusioni con altra società o scissioni, cagionando danno ai creditori" (27) e per la quale è da prevedere la pena della reclusione da sei mesi a tre anni, la procedibilità a querela e che il risarcimento del danno ai creditori prima del giudizio estingue il reato.

Quando, dunque, la fusione che contraddistingue le operazioni di LMBO potrà essere riconosciuta illegittima e come si concilia siffatta previsione con quella dell'art. 7, che, alla lettera *d*) stabilisce che "le fusioni tra società una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazioni del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie di cui, rispettivamente agli artt. 2357 e 2357-*quater* del codice civile e del divieto di accordare prestiti, di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 c.c."?

Sono problemi di non poco momento considerato altresì che l'illiceità penale della fusione renderebbe ipotizzabile anche l'azione di nullità per illiceità del suo oggetto *ex art.* 2379 c.c. (28).

La questione deve peraltro essere affrontata sotto nella prospettiva della tutela dei creditori. Bene quindi ricordare che il loro principale interesse, così come a questa categoria di soggetti espressamente riconosciuto, è quello di poter valutare se la fusione da deliberarsi, se attuata, possa essere o meno di pregiudizio delle loro aspettative di soddisfazione del credito vantato.

Prima esigenza da essere soddisfatta resta così quella che la rappresentazione fornita sia adeguata a siffatta effettiva possibilità di verifica. È opportuno, tuttavia, ricordare anche che la disciplina della

(27) A seguito dell'entrata in vigore del decreto legislativo 11 aprile 2002 n. 61 in attuazione della legge delega la norma è attualmente riprodotta nell'art. 2629 c.c.

(28) La possibilità che i soci impugnino anche la delibera del consiglio di amministrazione è riconosciuta dalla giurisprudenza (cfr. Trib. Catania 7 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 406; Trib. Milano, 20 dicembre 1996, *ivi*, 1998, II, p. 79) allorché i soci pongano a fondamento dell'impugnativa la lesione dei loro diritti soggettivi e condivisa da parte della dottrina (CAMILLETTI, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out* in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 150) che ha osservato che tale lesione deve ritenersi, appunto, esistente "già nel momento in cui gli amministratori decidano di sottoporre all'assemblea un progetto contrario a norme imperative e produttivo di danno anche potenziale nei personali confronti del socio".

fusione dimostra che gli interessi dei creditori sono posposti a quelli più generali, tra i quali è stato riconosciuto quello di "favorire la concentrazione di organismi produttivi" (29) (art. 2503 c.c.).

La valutazione dell'interesse alla fusione resta, dunque, rimessa esclusivamente all'assemblea dei soci delle singole società chiamate a deliberarla. Ma quando la fusione, che qualifica come tale un'operazione di LMBO, potrà essere giudicata in violazione di una norma di legge a tutela dei creditori ed a loro stessi cagione di danno?

Intanto, non è dubbio che la norma di cui all'articolo 2621 c.c. sia e resti disposizione a tutela dei creditori. Anzi, e per quanto qui di maggiore interesse, poiché si è visto come la possibilità della sua violazione sia sostanzialmente connessa a quella dell'articolo 2501-*quater* c.c. (salva l'ipotesi di incorporazione di società interamente posseduta, rispetto alla quale trova applicazione l'esenzione di cui all'art. 2504-*quinquies* c.c.), ossia alla mancanza di informazioni richieste da siffatta norma di legge, resta manifesto che la sua violazione costituisca violazione di norma di legge a tutela dei creditori.

Il problema, dunque, pare nuovamente risolversi in quello di verifica del concreto accertamento del danno patrimoniale che, nel caso di specie, fosse subito dai creditori quale conseguenza della falsità della comunicazione sociale, proprio perché cagionata da una decisione, o da una mancata decisione, determinata, appunto, dall'informazione mendace od omessa, ossia falsa.

Premesso, allora, che la disposizione dell'articolo 2621 c.c. è certamente disposizione di legge a tutela dei creditori, il problema che si ripropone è quello di poter accertare se la fusione possa o meno essere giudicata cagione di danno per i creditori e quindi se siffatto danno sia riconoscibile cagionato dalla fusione, che pure, dovendo ai fini della rilevanza penale essere attuata in violazione di una disposizione di legge a tutela dei creditori, sembra imporre, appunto, che il danno ai creditori sia conseguenza immediata e diretta di una fusione non opposta dal creditore perché indotto in errore dall'informazione fallace od omessa, poiché inidonea a consentire l'effettiva valutazione

(29) PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni*, cit., p. 391.

di possibilità di pregiudizio dell'aspettativa di soddisfazione del proprio credito.

Così, anche, per l'ipotesi di conflitto d'interessi o di infedeltà patrimoniale. Indubbio, infatti, che anche siffatta ipotesi, pur come 'novellata', sia una disposizione posta a tutela anche dei creditori.

Il problema principale che torna a riproporsi, è, dunque, nuovamente, quello dell'accertamento del danno patrimoniale e pur tuttavia, è difficile negare la possibilità di individuare un danno patrimoniale per la società chiamata a deliberare la propria incorporazione nella controllante, che ne abbia precedentemente acquistato la partecipazione, quante volte la fusione sia riconoscibile priva di valide ragioni economiche rispondenti agli interessi aziendali e preordinata all'esclusivo fine del ripianamento del debito contratto per lo stesso acquisto della partecipazione nella "target-incorporanda": difficile, infatti, negare che l'impoverimento che ne deriverebbe al patrimonio della stessa società non sia un danno a vantaggio di un interesse per la stessa extra-sociale; ciò che, nondimeno, non significa ancora necessariamente accertamento di un danno ai creditori.

Anche a ritenere che non vi sia un'equivalenza perfetta tra la probabilità di danno per la società che oggi caratterizza la fattispecie di conflitto d'interessi ed il requisito di ingiusto profitto, che viene a qualificare quella di infedeltà patrimoniale, resta comunque il fatto che questa stessa fattispecie è sussistente non solo nell'atto di disposizione di beni sociali al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, ma anche se al fine di "altro vantaggio" ("compiendo o concorrendo a deliberare atti di disposizione dei beni sociali al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, ovvero altro vantaggio"). Ciò che se potrà determinare la sussistenza della fattispecie di infedeltà patrimoniale, quante volte potrà riconoscersi realizzato siffatto "vantaggio", non potrà, tuttavia, *ipso facto*, determinare anche quella di operazione di fusione in pregiudizio dei creditori se non sia possibile verificare un loro danno cagionato, appunto, dalla commissione dell'infedeltà patrimoniale.

La maggiore difficoltà resta quindi quella di siffatto accertamento di fatto e perciò anche quella che nelle realtà di collegamento od appartenenza a gruppi di società concorrerà ad intensificarla, ossia quella espressa dalla necessità di verifica della sussistenza (od insussi-

stenza) di sopravvenienze 'imprevedibili' rispetto a quelle che potrebbero altrimenti essere invocate come "ragionevolmente prevedibili", ad escludere l'ingiustizia del profitto.

Rilevante, dunque, anche ai fini di siffatto accertamento, l'espressione e la qualità d'informazione che dovrà essere esposta dagli amministratori nel progetto di fusione ad illustrazione della ragionevole prevedibilità dei vantaggi c.d. "compensativi" ed a poter quindi significare la loro certezza, al momento di approvazione del progetto di fusione, di poter realizzare al meglio l'interesse della società amministrata.

D'altra parte, la stessa esigenza imposta sempre dall'informazione che la legge impone di fornire e quindi dalla necessità di illustrazione anche degli oneri e delle perdite future e che pure rende necessaria l'esposizione anche dei termini e delle modalità di ripianamento del debito contratto per l'acquisto della partecipazione (in assenza della quale l'effettiva valutazione della possibilità di pregiudizio difficilmente potrebbe essere riconosciuta davvero consentita, data la sua rilevanza al concorrere alla determinazione della situazione futura della società), rischia di porre in evidenza proprio quelle stesse possibili violazioni della disposizione di cui all'articolo 2358 c.c., già oggetto di tante discussioni in giurisprudenza ed in dottrina, e che potrebbero perciò essere riproposte, nonostante il legislatore, con la ricordata previsione di cui all'articolo 7 lett. d) del nuovo testo normativo, appaia ora avervi voluto porre fine.

È invero certo che la disposizione di cui all'articolo 2358 c.c. è norma posta a tutela anche dei creditori, per cui la domanda che si pone è: potrà la sua eventuale violazione essere giudicata anche violazione di una norma di legge a tutela dei creditori ed in forza della quale la fusione sia riconoscibile a danno degli stessi, ed integrante quindi la nuova figura delittuosa; o dovrà prevalere l'indicazione di liceità formulata dallo stesso legislatore, che pure ha previsto la necessità di sanzionare penalmente le operazioni di fusione in violazione di una norma a tutela dei creditori e per essi cagione di danno?

Insomma, non sembra proprio che la riforma si dimostri davvero capace di fornire una soluzione definitiva ai problemi di liceità civile e, per quanto qui d'interesse, penale, delle operazioni di LMBO.

Da una prima lettura delle norme e quindi da un primo esame dei possibili problemi, come qui si è cercato di individuare e di illu-

strare, sembra invece confermarsi che non solo si ripropongono "vecchi" profili di illiceità, ma che se ne vengano ad affiancare anche di "nuovi", non meno complessi e rilevanti, anche sotto il profilo dell'accertamento in fatto.

La questione dei profili e dei termini di liceità od illiceità di siffatte operazioni resta dunque tutt'altro che definitivamente risolta; necessaria invece una nuova verifica per un rinnovato approfondimento dei problemi che si vengono a porre oltre che di quelli che pure si ripropongono in ragione della riforma e delle sue novità e modifiche normative.

Opportuno punto di partenza da cui riprendere le mosse sembra, dunque, quel punto di equilibrio, già individuato da quella giurisprudenza di merito civile (30), che in un caso divenuto noto (Trenno), aveva escluso la violazione dell'articolo 2358 c.c. ed aveva specificamente affermato che "non è configurabile un negozio in frode alla legge con riferimento alla fusione, deliberata nell'ambito di un LMBO fra la società acquirente e quella acquisita se al momento in cui il negozio è sorto sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano". Ed aveva quindi anche espressamente statuito che il vantaggio che l'acquirente si propone di raggiungere (ravvisato nello "scopo di acquisire senza spesa azioni della società target") "non è di per sé illecito ed anzi rientra nelle finalità di lucro della grande impresa; diviene illecito nel caso sia l'unico scopo dell'operazione e si ponga in contrasto con l'interesse del gruppo e della società direttamente interessata all'operazione".

La motivazione in forza della quale l'operazione oggetto di quel giudizio non era stata perciò giudicata fraudolenta, poggiava sull'espresso riconoscimento di "un progetto industriale proiettato verso il futuro di un'attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti"; progetto, peraltro, che, non presentando "motivi di assoluta irragionevolezza", si sottrae comunque ad "un giudizio di opportunità" che "non può essere certo demandato al giudice, dovendo essere riservato alla sfera della discrezionalità d'impresa" (31).

(30) Tribunale Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 75 ss., con nota di Spolidoro e in *Giur. it.*, 1999, p. 2105 ss., con nota di Montalenti.

(31) Era giunto a maturare la conclusione che "la frode alla legge deve rite-

La riflessione ultima che pare, allo stato, possibile formulare (ferma restando l'ovvia esigenza di approfondimento e di miglior verifica dei principi di legalità e tassatività delle nuove e 'rinnovate' fattispecie), è che la riforma non legittimi affatto un uso incondizionato della 'leva finanziaria' e che, una volta di più, la vera tutela, irrinunciabile, sia costituita dal rispetto delle esigenze di un'informazione davvero legale perché espressa e trasparente (32) e come tale il miglior presidio per evitare la necessità di 'facili' accomodamenti intesi a risarcimenti di danni (veri o presunti) finalizzati all'estinzione del reato o comunque alla rimessione, all'identico fine, delle querele che fossero proposte, ed a evitare quindi anche mortificanti accettazioni di ricatti, mai destinati al successo quando le operazioni da deliberare ed attuare si caratterizzano per la loro validità e non già per la loro spregiudicatezza, cosicché non vi sia ragione di non esporre informazioni o ragioni, altrimenti 'inconfessabili', 'speculando' sulla possibilità di imputare anche il costo necessario ad estinguere il reato a carico della società pure già danneggiata.

---

nersi sussistente laddove lo scopo unico o assolutamente preminente della fusione consista nella c.d. traslazione del debito e non invece laddove tale risultato si configuri come un evento parziale e non determinante di una fusione seriamente fondata su esigenze di integrazione aziendale", MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, p. 78.

(32) Piace poter qui ricordare quanto Guido Rossi scriveva ancora nel 1982 (*Trasparenze e vergogne. Le società e la Borsa* 1982, p. 139) allorquando ammoniva: "è allora giunto il tempo che gli ambienti imprenditoriali comprendano che la tutela del pubblico risparmio non è un costo sociale o politico dell'impresa ma è una sua vocazione endogena, vocazione che è conaturata alla sua stessa struttura".



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del SACRO CUORE

UNICATT

DOCENTI

SEDI

FACOLTÀ

ALTE SCUOLE

CENTRO DI ATENE

BIBLIOTECA

Catt

Sistema  
bibliotecario  
e documentale

my Libr@ry

→ BiblioCHAT → HOME → AIUTO → NUOVA RICERCA

 Nuova ricerca

 Richiedi / Prenota

 Esporta

 Ritorna all'elenco

 Modifica la ricerca

 Records simili per soggetto

 Altra ricerca




 Limita la ricerca alle copie disponibili

Forse cercavi *governo ellipses e mercato delle regole* ? [Altro](#)

2 risultati trovati. Ordinati per [rilevanza](#) | [data](#) | [titolo](#).

Visualizza Record: [Successivo](#)

**Titolo** **Governo dell'impresa e mercato delle regole scritti giuridici per Guido Rossi**

**Pubblicazione** Milano : Giuffrè, 2002

**Descrizione** 2 v. (XI, 1494 p. compl.) ; 25 cm

**Soggetto** Rossi, Guido, 1931-

Imprese -- Diritto commerciale

Mercati -- Regolamentazione

**ISBN** 8814097720 (set)

More info

Per eventuali informazioni aggiuntive utilizza le seguenti risorse (oppure fai click sul bottone **MORE INFO**):

Cerca riferimenti per *Governo dell'impresa e mercato delle regole* in [Google Scholar](#)



\*Indici  
\*Recensioni

Ubicazione	Collocazione	Stato	Note
Deposito Centrale 1 - Milano	X-III-H-415 vol. 1.	DISPONIBILE	SOLO CONSULTAZIONE
Deposito Centrale 1 - Milano	X-III-II-415 vol. 2.	DISPONIBILE	SOLO CONSULTAZIONE

URI Permanente del record

Info copie/volumi



Aiuto

Riassunto Breve / Italian Summary

Si tratta di una raccolta di oltre quaranta scritti giuridici, suddivisi in sei temi: l'impresa, governo dell'impresa, mercato, concorrenza, varia, i reati societari tra vecchie e nuove norme. Gli scritti sono in onore di Guido Rossi.

Terms of use

Descriptive content provided by Syndetics™, a Bowker service.