

Le nuove false comunicazioni sociali: il punto di vista dell'economista aziendale*

*The New False Corporate Notices: a Business Economist's Perspective**

PAOLO GUALTIERI

Professore ordinario di economia del mercato mobiliare presso l'Università Cattolica di Milano

FALSE COMUNICAZIONI SOCIALI, BILANCIO, VALUTAZIONI,
RISPARMIO, INVESTIMENTI, INFORMAZIONE

FALSE CORPORATE NOTICES, FINANCIAL STATEMENTS,
SAVINGS, INVESTMENTS, INFORMATION

ABSTRACT

La recente legge sulle false comunicazioni sociali sembra essere il risultato della consapevolezza, da parte del legislatore, dell'importanza di un ambiente favorevole al fare impresa, che costituisce un obiettivo da perseguire sovraordinato alla protezione del risparmio in quanto funzionale allo sviluppo dell'economia. In quest'ottica, è possibile interpretare l'utilizzo dell'espressione "fatti materiali non rispondenti al vero" e l'eliminazione del riferimento alle valutazioni in precedenza contenuto nel testo oggi riformato. Il ricorso ai fondamenti economici consente di spiegare razionalmente la diversità di previsioni tra le società quotate e non quotate.

The recent law on false corporate notices appears to originate from the legislator's awareness that a business friendly environment aimed at fostering economic development is an overarching objective that transcends the protection of savings. It is in this context that the phrase "material facts not corresponding to the truth" and the deletion of the reference to appraisals included in the wording of the previous regulation should both be interpreted. The consideration of the economic underpinnings of the regulation provides a rational explanation of the difference between the rules applied to listed and non-listed companies.

* L'Autore è stato invitato a partecipare a questa tavola rotonda dalla direzione della rivista. Conseguentemente, il contributo non è stato sottoposto all'ordinaria procedura di peer review.

SOMMARIO

0. Premessa. – 1. Organizzazione economica e ordinamento giuridico. – 2. Valutazioni e false comunicazioni sociali. – 3. “Fatti materiali” e “fatti materiali rilevanti”. – 4. Conclusioni.

0.

Premessa.

La recente legge n. 69/2015, che ha modificato significativamente le fattispecie di false comunicazioni sociali, ha suscitato un vivace dibattito, in parte anche originato dalla sentenza della Cassazione penale, sezione V, del 30 luglio 2015, prima decisione di legittimità fondata sulle nuove disposizioni¹².

La materia del bilancio, com'è noto, è al confine tra il diritto e l'economia e perciò si presta a riflessioni multidisciplinari; di conseguenza, ho chiesto agli amici studiosi del diritto penale di far l'intruso per proporre l'angolo di visuale dell'economista aziendale, il quale può fornire ai giuristi i fondamenti economici cui la normativa sull'informazione societaria è agganciata, che possono aiutare nell'interpretazione della nuova disciplina in un'ottica sistematica.

Le questioni che, a mio parere, possono essere meglio dipanate ricorrendo all'analisi economica sono due:

1) il tema della rilevanza penale delle valutazioni alla luce della espressione “fatti materiali” utilizzata dalle norme, tenuto anche conto della sparizione dal testo della previgente locuzione “ancorché oggetto di valutazioni”;

2) le ragioni per le quali il legislatore ha utilizzato per alcune fattispecie soltanto la dizione “fatti materiali” e per altre ha ritenuto di aggiungere l'aggettivo “rilevanti”.

1.

Organizzazione economica e ordinamento giuridico.

La normativa sui bilanci delle imprese, alla quale certamente appartiene la disciplina penalistica in esame, è un tassello fondamentale dell'organizzazione sociale di un paese, perché contribuisce alla distribuzione delle informazioni tra gli agenti economici.

Il benessere dei cittadini, almeno quello materiale, dipende dal grado di sviluppo dell'economia in cui vivono. Il motore della crescita sono gli investimenti, che fanno progredire i fattori di produzione e consentono perciò di mettere a disposizione dei consumatori beni e servizi che soddisfano sempre meglio i loro bisogni.

Gli investimenti sono pensati e realizzati dalle imprese, che tuttavia, per attuarli, necessitano di capitali finanziari stabili e quindi devono attingere risparmio. Il problema che un sistema economico deve affrontare è la separazione tra le fonti del risparmio (le famiglie) e i luoghi dove originano gli investimenti (le imprese).

Questa separazione è la causa della distribuzione asimmetrica delle informazioni³: coloro che gestiscono le imprese dispongono di informazioni sulla qualità e i rischi degli investimenti che hanno programmato di realizzare mentre i risparmiatori, che sono lontani dalle fonti dell'informazione, non possiedono elementi per valutare la bontà degli investimenti.

Questa distanza fisica e informativa deve però essere colmata perché da un lato le aziende per lo svolgimento della loro attività hanno un fabbisogno strutturale di capitali, dall'altro i risparmiatori, che accantonano una parte del loro reddito per poterlo consumare nel futuro, hanno l'esigenza di allocare proficuamente il risparmio per almeno preservarne il potere d'acquisto.

I risparmiatori, che non posseggono gli elementi sufficienti per ricercare e selezionare gli investimenti migliori, si affidano al sistema finanziario che, attraverso le banche, i mercati e altre tipologie di intermediari, alloca i fondi alle iniziative produttive.

¹ Cass. pen., Sez. V, ud. 16 giugno 2015 – dep. 30 luglio 2015, n. 33774, Pres. Lombardi, Rel. Miccoli, ric. Crespi, in questa Rivista e in *Giur. it.*, 2015, 2211 ss., con nota di F. D'ALESSANDRO, *La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità: davvero penalmente rilevanti le valutazioni mendaci?*

² Come è noto, tra la data di pubblicazione *on line* di questo contributo (febbraio 2016) e quella di pubblicazione della rivista in forma cartacea è intervenuta la sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione 31 marzo 2016, n. 22474.

³ Sul tema, tra i tanti, A. MACCHIATI, *Decisioni finanziarie e mercati dei capitali*, Bologna, 1992.

Questo processo, definito di allocazione delle risorse, si alimenta dell'informazione, che costituisce la base per scegliere i migliori investimenti: il sistema finanziario infatti svolge, tra l'altro, il compito di ridurre le asimmetrie di informazione, cioè esplica la funzione di colmare la distanza tra risparmiatori e imprese.

I bilanci e le altre comunicazioni sociali sono il principale veicolo di trasferimento delle informazioni e sono perciò per coloro che devono concludere contratti di lungo termine con le aziende (banche, investitori in azioni e obbligazioni, ecc.) documenti di basilare importanza per comprendere le prospettive dell'impresa e per assumere poi le decisioni economiche ad essa relative.

Pertanto, un'informazione decettiva distorce le scelte degli agenti economici e impedisce un'allocazione efficiente del risparmio sino al punto, in taluni casi, da distruggere ricchezza e minare la fiducia dei risparmiatori nel sistema finanziario.

L'importanza della tutela del risparmio⁴, contenuta anche nella nostra Costituzione all'articolo 47, discende dalla funzione, brevemente descritta, che esso ha di propellente per lo sviluppo dell'economia reale.

Lo stesso ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari è sì a protezione della fiducia dei risparmiatori nel sistema finanziario ma lo è perché un efficiente funzionamento dei mercati e degli intermediari finanziari è fondamentale per la crescita dell'economia, dell'occupazione e quindi per il benessere dei cittadini.

Di conseguenza, la protezione del risparmio, da un punto di vista di politica economica, è un obiettivo intermedio, essenziale per conseguire il fine ultimo dello sviluppo.

In economia le relazioni tra variabili sono complesse e articolate e dunque il raggiungimento dei fini richiede di incidere su fattori diversamente importanti, che spesso producono effetti in contrasto tra loro. Tutto ciò costringe a identificare punti di equilibrio che contemperino la ricerca di obiettivi economici contrapposti, il cui riflesso è la difficoltà del legislatore di individuare un assetto dell'ordinamento che tenga adeguatamente conto del cosiddetto *trade-off* tra interessi in contrasto, tutti di per sé meritevoli di tutela la cui intensità deve essere però opportunamente graduata per evitare diseconomie che finiscono con l'allontanare il raggiungimento degli obiettivi economici ultimi che la tutela stessa ha alla sua radice.

Nel caso dell'informativa societaria, a fronte dei vantaggi di una normativa rigorosa e dettagliata e di un sistema di controlli e sanzioni pregnante, essenzialmente volti alla riduzione delle asimmetrie di informazione, esistono i costi della produzione e gestione delle informazioni e del rapporto con i destinatari di esse⁵.

Le analisi economiche non hanno ancora costruito modelli che consentano, con sufficiente grado di precisione, di stimare le diseconomie della regolamentazione e quindi di contribuire a identificare il ricordato punto di equilibrio, che dovrebbe essere in astratto quello in cui i benefici economici sono massimi al netto delle diseconomie (e trascurando in questo approccio considerazioni extra-economiche). Tuttavia, il tema dei costi della regolamentazione è diventato di grande rilievo in un mondo ad economie aperte in cui sono molti i paesi, e quindi gli ordinamenti giuridici, nei quali può essere conveniente fare impresa⁶.

Non a caso oramai non soltanto istituzioni come la Banca Mondiale⁷ ma anche gli uffici studi di grandi investitori professionali stilano classifiche dei diversi paesi che riflettono la qualità dell'ambiente per fare impresa. Queste classifiche influenzano non poco le decisioni dei grandi investitori professionali, indirizzano i flussi di risparmio e quindi incidono sulle capacità di crescita di un paese.

È noto che uno dei fattori importanti per esprimere un giudizio sulla qualità dell'ambiente per fare impresa è il sistema delle regole e quello con il quale esse vengono applicate.

I costi della regolamentazione hanno molteplice natura perché influiscono sui processi produttivi in senso economico-aziendale, sugli assetti organizzativi e sulle stesse scelte di investimento.

Per il tema che ci occupa è utile ricordare che le decisioni di investimento, al di là della complessità dei dati e dei modelli che si impiegano, si fondano sempre su una stima del ren-

⁴ C. PEDRAZZI, *In memoria del falso in bilancio*, in *Riv. soc.*, 2001, 1369 ss.

⁵ Tra gli altri, M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2004.

⁶ *Uncertainty over rules and regulations* nel volume H. KENT BAKER, H. KIYMAZ (a cura di), *Market microstructure in emerging and developed markets*, Hoboken (NJ, USA), 2013, 2001-2008; F. CANNATA, M. LIBERTUCCI, F. PIERSANTE, M. QUAGLIARIELLO, *L'analisi di impatto della regolamentazione in Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 78, dicembre 2010.

⁷ WORLD BANK GROUP, *Doing Business 2015* (la pubblicazione viene aggiornata ogni anno).

dimento e del rischio attesi. Quest'ultimo riflette il grado di incertezza del conseguimento dell'obiettivo di rendimento.

Nelle analisi economiche il grado di rischio atteso è un fattore molto rilevante per stabilire se effettuare un investimento e un'impresa, com'è noto, non è altro che un portafoglio di investimenti.

La certezza delle regole e del sistema con il quale vengono fatte applicare incide quindi in maniera determinante sulle scelte degli agenti economici perché influenza la stima del rischio atteso.

Le norme sull'informativa societaria sono di fondamentale importanza per lo sviluppo delle imprese perché contribuiscono a definire i flussi di comunicazione tra l'azienda e i suoi *stakeholders*⁸ e perciò concorrono alla formazione dell'immagine e della reputazione della società e dei suoi marchi e per questa via contribuiscono a determinare il suo posizionamento sul mercato.

In questa materia, forse più che in ogni altra, è perciò essenziale, per creare un ambiente favorevole al fare impresa, la certezza delle regole e degli adempimenti perché il costo di contestazioni o addirittura di contenziosi, peggio ancora se di natura penale, può essere altissimo, soprattutto per gli effetti reputazionali.

Il legislatore, perciò, su questi temi, per raggiungere l'obiettivo di favorire la crescita economica e quindi lo sviluppo, anche socio-culturale, del paese, deve accuratamente contemperare l'esigenza di tutelare il risparmio con quella di proteggere l'ambiente del "fare impresa".

2. Valutazioni e false comunicazioni sociali.

Se nell'interpretare le recenti modifiche degli articoli 2621 e 2622 del codice civile si procede partendo dal riflettere sui fondamenti economici della disciplina si può giungere a ritenere che il legislatore, a ragion veduta, abbia voluto escludere dal novero delle possibili fattispecie di false comunicazioni quelle informazioni che sono il risultato di un giudizio, ragionato e motivato, ma pur sempre un giudizio, per sua natura opinabile, degli amministratori. Può spiegarsi così il vocabolo "*materiali*" affiancato al termine "*fatti*" che letto in un'ottica semantica può apparire ridondante⁹ ma che, al contrario, se lo si inquadra nel contesto evolutivo della disciplina delle false comunicazioni sociali e nell'ambiente culturale nel quale si innesta, incline alla conservazione, diviene importante per sottolineare con forza che per aversi un delitto deve esservi falsità su fatti obiettivi e non su questioni opinabili scaturenti da giudizi.

Nello stesso senso può essere interpretata la sostituzione della espressione "*informazioni non rispondenti al vero*" – contenuta nel testo del disegno di legge sottoposto inizialmente al Senato dai proponenti della norma¹⁰ – con la ricordata locuzione "*fatti materiali non rispondenti al vero*".

Il termine informazione sarebbe stato infatti omnicomprensivo e il suo uso avrebbe dato spazio a possibili contestazioni su ogni tipologia di rappresentazione in bilancio, generando enormi incertezze per gli operatori economici che sarebbero stati esposti alle diverse valutazioni che *ex post* sarebbero state compiute da coloro che avessero ritenuto di contestare una rappresentazione che fosse scaturita, ad esempio, da un processo valutativo, sebbene condotto con rigore e diligenza.

Nella stessa logica deve quindi essere letta, a mio parere, l'espunzione della frase contenuta nel testo previgente "*ancorché oggetto di valutazioni*".

Il riscrivere le ipotesi di false comunicazioni a fatti concreti obiettivamente verificabili mi appare, inoltre, coerente con l'ampliamento delle fattispecie delittuose (non vi sono più limiti quantitativi), l'anticipazione della condotta punibile (reato di pericolo concreto e non più di danno) e l'inasprimento delle sanzioni, cambiamenti tutti dettagliatamente spiegati e

⁸ Sono definiti dagli economisti aziendali con il termine inglese *stakeholders* coloro che hanno un interesse (*stake*) all'evoluzione dell'impresa perché concludono contratti di lungo termine con l'azienda e quindi le loro sorti economiche dipendono dall'esito degli investimenti che l'impresa realizza.

⁹ F. MUCCIARELLI, *Le "nuove" false comunicazioni sociali: note in ordine sparso*, in questa Rivista, 18 giugno 2015.

¹⁰ SERVIZIO STUDI DEL SENATO, *Misure volte a rafforzare il contrasto alla criminalità organizzata e ai patrimoni illeciti*, gennaio 2015, n. 194/I.

analizzati dai colleghi studiosi del diritto penale¹¹.

La scelta del legislatore discende, a mio giudizio, dalla precisa e decisa volontà di creare un ambiente migliore “per il fare impresa”. Si tratta per il vero di una necessità, perché il livello di disoccupazione, soprattutto giovanile, sta diventando insostenibile e sta creando rischi di scontri sociali che potrebbero divenire ancor più problematici per la difficoltà, in assenza di una sufficiente crescita economica, di assorbire nella nostra società gli strutturali flussi migratori.

Lo sviluppo della nostra economia è, oggi più che in passato, l’obiettivo principale di politica economica e vi è, direi finalmente, nel nostro paese una più diffusa consapevolezza che per conseguirlo occorrono investimenti che possono solo in parte essere realizzati dai governi e che possono essere sviluppati solo creando condizioni favorevoli per le imprese. C’è la necessità di cambiare e diventare un paese più moderno e la normativa in esame va in questo senso ed è figlia di un mutato sentire da parte del legislatore derivante da differenti priorità economico-sociali rispetto a quelle che erano state definite ai tempi in cui furono scritte le norme previgenti.

Il bilancio, e più in generale ogni rappresentazione dell’evoluzione economica, patrimoniale e finanziaria di un’azienda, comporta l’effettuazione di stime essenzialmente fondate su ipotesi relative a eventi futuri. Le stime e le previsioni, sempre, anche se effettuate con metodologie scientificamente corrette, richiedono scelte che hanno un ineliminabile grado di soggettività¹². Lasciare gli amministratori esposti a contestazioni su condotte che non sono altro che l’espressione di un giudizio o di un’opinione, genera per le imprese un rischio che può avere costi altissimi non solo direttamente economici ma anche reputazionali. E non si può fondare il buon funzionamento del sistema affidandosi solo alle decisioni giurisprudenziali di giudici preparati ed equilibrati ma deve essere l’ordinamento stesso che alla radice esclude la possibilità di contestazioni non basate su fatti obiettivamente verificabili e misurabili. Solo un ambiente di questo tipo può essere ritenuto, anche dagli operatori e investitori internazionali, adatto a fare impresa.

Né mi appare fondata la preoccupazione, pur espressa da taluni commentatori¹³, che essendo numerose le poste di bilancio di natura valutativa la nuova norma potrebbe aver depotenziato la possibilità di punire condotte ingannatrici.

Il bilancio e gli altri documenti contabili rappresentano i fatti aziendali esponendoli numericamente in specifiche voci, normativamente stabilite, in cui sono iscritti valori patrimoniali, economici ed anche finanziari. L’articolato divenire della gestione aziendale è perciò descritto da numeri, valori quantitativi che sintetizzano informazioni spesso piuttosto complesse. Nella nota integrativa poi questi numeri sono anche spiegati mediante descrizioni dei fatti e delle valutazioni che li originano e talvolta specificati con dettagli quantitativi. Pertanto, a ben vedere, ciò che può essere tacciato di falsità è un numero (o più numeri) che rappresenta un valore economico o patrimoniale; quel numero, ovviamente, non è né un fatto materiale né una valutazione ma riflette fatti e valutazioni. Ad essere precisi, salvo poche eccezioni¹⁴, tutti i valori di bilancio si formano sulla base di fatti e di valutazioni che concorrono alla determinazione del valore iscritto. Di conseguenza, sebbene la nuova normativa richieda che l’errore nel numero sia dipeso da “fatti materiali non rispondenti al vero” e non da giudizi, anche poste che implicano valutazioni possono essere il risultato di condotte che integrano il delitto di false comunicazioni perché alla formazione di un valore stimato concorrono sempre anche fatti, non fosse altro perché il bilancio rappresenta i fatti aziendali la cui espressione numerica può poi essere, e spesso è, anche il risultato di stime e financo di congetture.

In ogni caso, i criteri da applicare per le valutazioni di ciascuna voce di bilancio sono stabiliti nel nostro ordinamento nella Sezione IX del codice civile in particolare nell’articolo 2426 e nei principi contabili nazionali e IAS/IFRS che oramai si ritengono “fonte” di disciplina anche per l’ordinamento contabile italiano. La mancata osservanza dei criteri prescritti costituisce,

¹¹ F. MUCCIARELLI, *op. cit.*; R. BRICCHETTI, L. PISTORELLI, *La lenta “scomparsa” del diritto penale societario italiano*, in *Guida dir.*, 2015, f. 26, 53 ss.; M. GAMBARELLA, *Il “ritorno” del delitto di false comunicazioni sociali: tra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità*, in *Cass. pen.*, 2015, 1738 ss.

¹² Sulle valutazioni per il bilancio, tra gli altri, si vedano L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, 2009, Milano, 2009, 803 ss.; A. PALMA (a cura di), *Il bilancio di esercizio*, Milano, 2008; A. CORTESI, S. FURLAN, P. TETTAMANZI, *Contabilità e bilancio. Rilevazioni, valutazioni, analisi*, Milano, 2011.

¹³ R. BRICCHETTI, L. PISTORELLI, *op. cit.*; F. MUCCIARELLI, *op. cit.*

¹⁴ Non implica valutazioni, ad esempio, la voce cassa ma persino la voce capitale, nel caso si sia formata con un conferimento scaturisce da una stima.

nella mia visione di economista aziendale, un fatto, inteso come realtà oggettiva verificabile dall'osservatore, che permette un'analisi della dicotomia vero/falso e che si contrappone a concetti quali opinione, giudizio, supposizione, ipotesi, ecc.¹⁵

Inoltre, occorre chiarire che tutte le valutazioni di bilancio, nessuna esclusa, implicano ipotesi su eventi futuri e incerti e quindi hanno un ineliminabile grado di soggettività¹⁶. Infatti, tutte le volte che una posta è rappresentata con il criterio del *fair value*, cioè del valore di mercato per dirla con il linguaggio della tradizione ragioneristica italiana, è necessario stimare il cosiddetto *exit price*, cioè il prezzo al quale potrebbe essere scambiata l'attività o la passività, la qual cosa comporta una previsione di prezzo che ha un elevato grado di attendibilità e oggettività se gli scambi possono avvenire in un mercato liquido in cui i prezzi sono osservabili ma altrimenti richiede la formulazione di ipotesi che, a seconda dei casi, hanno un diverso livello di opinabilità.

Il ricorso ad alcuni esempi che discendono dall'esperienza professionale aiuta a chiarire il mio pensiero¹⁷.

1. Nel caso delle banche la voce "crediti", che riflette le rettifiche ad essa applicate, è una componente maggiore dell'attivo patrimoniale e la sua evoluzione incide in misura rilevante sull'andamento economico periodico. Anche per questa ragione, com'è noto, è stata oggetto, soprattutto negli anni recenti, di contestazioni e procedimenti penali.

Il valore d'iscrizione dei crediti verso la clientela di un ente creditizio è certamente una posta cosiddetta valutativa, perché occorre rappresentare le esposizioni al valore di presumibile realizzo, cioè di recuperabilità, che dipende da previsioni sull'evoluzione delle capacità di adempimento del debitore e del valore di escussione di eventuali garanzie, tutti fattori la cui stima richiede ipotesi che presentano un ineliminabile grado di opinabilità. Tuttavia, la stima di questo valore si basa su "fatti materiali": l'esistenza stessa del credito e l'importo nominale, la condizione giuridica del debitore (*in bonis* o in procedura concorsuale), la situazione delle garanzie, che possono essere valide giuridicamente o non e possono avere un valore di escussione che a sua volta dipende da fatti (si pensi ad esempio al prezzo possibile di vendita di un immobile ipotecato la cui asta è andata deserta).

Per una voce, come quella in esame, di carattere eminentemente valutativo, la scelta del legislatore sembra ben contemperare la finalità di tutelare gli *stakeholders* da censurabili comportamenti che influiscono sulle loro scelte economiche fuorviando, con l'obiettivo di dare certezza all'impresa bancaria ed evitare così il sorgere di costi, soprattutto reputazionali, del tutto ingiustificati.

Infatti, mentre la rappresentazione di un numero non corretto generato dal non aver considerato elementi obiettivi può essere punita (e deve esserlo) senza che vi sia il rischio di influenzare le scelte gestionali del management e degli amministratori, la rappresentazione che fosse ritenuta in astratto non corretta a causa di previsioni non condivisibili sul valore di recupero dei crediti non deve essere sanzionata, ma neppure contestata, perché altrimenti si distorce il "fare impresa".

La recuperabilità di un credito, infatti, dipende da numerosi fattori, tra i quali anche le modalità dell'azione di recupero: il valore può essere molto diverso se la banca decide di vendere il credito a terzi o se decide di mantenerlo in portafoglio e gestire il recupero con le proprie strutture. I prezzi di vendita poi sono differenti in funzione delle tipologie di operazioni che vengono realizzate (cartolarizzazioni, cessioni in blocco, cessioni con parziale mantenimento dei rischi) e nel tempo, perché diverse sono le attese di rendimento degli acquirenti, investitori professionali.

E naturalmente il *management* deve essere libero di fare le proprie scelte e modificarle anche in funzione delle opportunità che si presentano sul mercato, senza essere condizionato dalle valutazioni contabili che in precedenza potrebbe aver fatto.

Genera enormi incertezze ed è deleterio per la nostra economia lasciare spazio a contestazioni fondate su opinioni formulate *ex post* relativamente a previsioni che hanno determinato

¹⁵ La sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione richiamata alla nota 2 ha affermato la sindacabilità da parte del Giudice delle valutazioni di bilancio proprio facendo riferimento al cosiddetto vero legale che è costituito dal rispetto delle norme civilistiche di redazione del bilancio e dai principi contabili.

¹⁶ A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, 280.

¹⁷ Per un'interessante analisi di casi, si veda A. ALESSANDRI (a cura di), *Un'indagine empirica presso il tribunale di Milano: le false comunicazioni sociali*, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2011.

il valore di recupero di un portafoglio crediti. Al contrario, è utile allo sviluppo economico, perché costituisce un efficace deterrente, la punibilità penale di condotte che hanno determinato l'esposizione di valori non corretti riferiti a fatti obiettivamente osservabili e misurabili negli effetti.

2. L'altra componente di maggior rilievo dell'attivo delle banche è il portafoglio titoli. In concreto i problemi possono sorgere per i titoli non quotati e neppure negoziati in mercati nei quali possono essere rilevati prezzi relativi a scambi realizzati tra operatori tra loro indipendenti.

Per quei titoli per i quali non vi sono prezzi affidabili si procede alla stima del loro valore mediante modelli che si fondano talvolta su dati e parametri a loro volta osservabili sul mercato (*level 1-level 2* secondo i principi IAS/IFRS), talaltra anche su parametri stimati (*level 3*).

È di tutta evidenza che discutere della condivisibilità dei modelli scelti per le stime di bilancio e delle ipotesi adottate per applicarli può essere interessante per accademici ed esperti della professione ma non dovrebbe avvenire nelle aule giudiziarie nell'ambito di procedimenti penali se non si vuole infliggere un *vulnus* al fare impresa nel nostro paese, perché è incontrovertibile che *ex ante* gli operatori economici in questo campo non sarebbero in grado di discernere con certezza le condotte legittime da quelle illecite.

Anche in questo caso non viene però meno la capacità repressiva della nuova normativa, perché alla base delle stime di valore dei titoli vi sono anche elementi obiettivi che se non considerati possono condurre a rappresentazioni di bilancio errate. Di recente, ad esempio, mi è capitato di analizzare un titolo di debito emesso nell'ambito di una cartolarizzazione che aveva la peculiarità di non prevedere alcun rimborso e il cui valore nominale era solo un riferimento per il calcolo della remunerazione: la non considerazione di questa caratteristica del titolo ai fini della valutazione in bilancio costituisce certamente un elemento obiettivamente verificabile e i cui effetti sono misurabili, come a mio parere sembra richiedere la nuova normativa per aversi un delitto.

3. La maggior parte delle contestazioni di false comunicazioni riguarda società industriali, sia perché sono più numerose, sia perché gli intermediari finanziari sono vigilati da autorità indipendenti. Inoltre, questi ultimi presentano nella gran parte dei casi una condizione di separatezza tra proprietà e controllo della gestione che da un lato riduce l'interesse al compimento di alterazioni contabili, dall'altro ne diminuisce le possibilità per la presenza di numerosi controlli, anche indiretti.

Per tal ragione, in questa analisi di esempi/casi professionali val la pena di riflettere anche su voci economico-patrimoniali delle imprese non finanziarie.

Una posta di bilancio che è stata non di rado oggetto di contestazioni di falsità è il magazzino (definito in maniera più tecnica rimanenze finali). Anche in questo caso la non correttezza del valore iscritto può dipendere da fatti (l'inesistenza dei prodotti, il deperimento di essi che li rende inutilizzabili, l'obsolescenza, ecc.) e da stime del valore di mercato.

Pure questo tipo di stima impone di fare previsioni sui prezzi ai quali potrebbero essere venduti i manufatti e anche in questo caso probabilmente i valori cambiano a seconda delle ipotesi che possono essere fatte sulle modalità di vendita (si pensi al caso dei capi di abbigliamento il cui prezzo di mercato cambia se sono venduti al dettaglio nei normali punti vendita, o negli outlet, o ancora all'ingrosso e così via).

La nuova norma coglie nel segno anche per queste fattispecie che risulterebbero punibili se il valore falsamente rappresentato discende dalla non considerazione di fatti obiettivamente verificabili mentre non lo sarebbero se il valore iscritto dipende da ipotesi, sempre opinabili, sui prezzi di mercato dei prodotti a magazzino. Gli imprenditori e i manager sarebbero esposti a gravi incertezze se *ex post* nelle aule giudiziarie penali si potesse contestare il valore del magazzino dell'impresa sulla base di differenti ipotesi e opinioni sui prezzi di mercato dei beni che lo formavano al tempo della rappresentazione in bilancio.

Se si prosegue ad osservare le voci che compongono il cosiddetto capitale circolante, la casistica registra la non corretta iscrizione di crediti e debiti commerciali e finanziari dovuta a "fatti materiali". Sono numerose le contestazioni di false comunicazioni sociali, abbinate a contestazioni di bancarotta, che hanno avuto ad oggetto crediti inesistenti per la mancanza delle operazioni commerciali sottostanti, utilizzati per ricevere anticipazioni finanziarie dalle banche, e non di rado ho analizzato casi nei quali non erano stati iscritti debiti.

Pertanto, per le voci del capitale circolante (magazzino, crediti e debiti) la preoccupazione dell'ineffettività della nuova norma nel reprimere le condotte delittuose non ha ragion d'essere.

4. Un maggior numero di voci eminentemente di tipo valutativo è contenuto nell'area delle immobilizzazioni, nella quale sono registrate, tra le altre, le partecipazioni, gli avviamenti e le altre immobilizzazioni immateriali come marchi e brevetti.

Anche per questi valori, iscritti nei bilanci a seguito di necessari processi di stima, è possibile che il dato rappresentato risulti non corretto a causa della mancata o errata considerazione di fatti.

Nel caso, ad esempio, del valore di una partecipazione, vi sono state contestazioni di falsità del bilancio e di bancarotta perché, sebbene la partecipata avesse un patrimonio netto negativo, era stato iscritto un rilevante valore economico. Una tale scelta non rispettava i criteri prescritti nell'articolo 2426 del codice civile perché, se è pur vero che in astratto è possibile che una società con patrimonio netto negativo abbia un valore positivo del suo capitale economico corrispondente al costo di acquisto, è certo che questo valore non può essere conseguito se il deficit patrimoniale non viene coperto e il suo capitale sociale aumentato.

In casi simili l'errore nel numero indicato in bilancio origina da un fatto verificabile. All'opposto, sarebbe del tutto imprevedibile una giustizia penale che dovesse sindacare i metodi e i parametri posti a base della stima economica svolta dagli amministratori per verificare il valore d'iscrizione di una partecipazione.

Riflessioni analoghe possono essere fatte anche per gli avviamenti, la cui tenuta contabile, com'è noto, per le aziende che adottano i principi IAS/IFRS, deve periodicamente essere verificata mediante appositi processi stimativi.

Il risultato di questi esercizi valutativi dipende sia da elementi fattuali, osservabili e misurabili, sia da ipotesi e giudizi. Si pensi, ad esempio, al caso di proiezioni economiche utilizzate per applicare un metodo di stima finanziario (*discount cash flow*) che non avessero tenuto conto della scadenza di una concessione. In un caso di questo tipo, che per la verità ha dato luogo a contestazioni da parte dell'Autorità di vigilanza ma non, a quel che mi consta, a procedimenti penali, i rilievi sono stati fondati "su fatti materiali".

Anche per altre voci della categoria "immobilizzazioni immateriali" (ad esempio marchi, brevetti, diritti di immagine) le stime di valore si fondano su elementi fattuali, dei quali i principali sono i diritti di utilizzo stabiliti nei contratti¹⁸. Vi sono stati casi di contestazioni dei dati rappresentati in bilancio per queste voci proprio perché le proiezioni dei redditi attesi non avevano tenuto conto dell'effettiva durata dei contratti di utilizzo né di facoltà di recesso attribuite alle controparti.

Dunque, anche nel caso di poste di bilancio prettamente valutative l'errore nel numero può dipendere da elementi fattuali per i quali è possibile l'analisi della dicotomia vero/falso.

5. Dal lato del passivo, una voce che implica per sua natura un giudizio da parte degli amministratori è quella degli accantonamenti per rischi e oneri.

Sebbene le scelte di rilevazione e di quantificazione siano prevalentemente fondate su ipotesi prospettiche quasi sempre caratterizzate da un livello di incertezza alto, possono configurarsi e sono accaduti casi in cui eventi non sono stati rappresentati né nel corpo del bilancio né in nota integrativa. Mi consta, ad esempio, di contestazioni ad una banca per la mancata registrazione di garanzie di rendimento riconosciute ad alcuni clienti che avrebbero potuto determinare perdite stimabili e di rilievi ad una società industriale per la mancata rilevazione di impegni all'acquisto di un ramo d'azienda. Si tratta di "fatti materiali" non considerati nella redazione del bilancio.

In conclusione, osservando casi professionali che hanno riguardato le più diverse voci del bilancio, mi sembra si possa ritenere che la delimitazione del delitto di false comunicazioni sociali alle sole condotte che riguardino "fatti materiali non rispondenti al vero" non implichi che le voci di natura valutativa non possano essere oggetto di contestazioni dinanzi al giudice penale ma soltanto che esse lo possano essere qualora l'errore del valore registrato sia riconducibile alla non corretta considerazione di un fatto verificabile e misurabile.

Non mi appare perciò depotenziata la capacità repressiva della disciplina, che trova soltan-

¹⁸ A. RENOLDI, *Hard e soft intangibles di mercato*, Milano, 2010.

to un limite, deciso e condivisibile, nella necessità di dare certezze agli operatori economici in ordine al confine tra comportamenti leciti e illeciti.

Mutuando quanto scritto nei PIV 2015¹⁹, la valutazione non è un dato di fatto ma una stima di una specifica configurazione di valore che richiede una dose significativa di giudizio da parte di chi la compie. Non esiste, in quanto non è oggettivamente determinabile, il valore giusto o il valore vero di un bene; ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e pertanto è sempre una quantità approssimata e non esatta.

Ne consegue che non è possibile fondare contestazioni, soprattutto di natura penale, sul confronto di giudizi, cioè di opinioni, se non si vuole rendere l'ambiente economico poco adatto al fare impresa.

3.

“Fatti materiali” e “fatti materiali rilevanti”.

La normativa nell'art. 2621 riferito alle società non quotate richiede che i “fatti materiali non rispondenti al vero”, sia esposti sia omessi, debbano essere anche “rilevanti” mentre nell'art. 2622 riferito alle società quotate richiede che siano “rilevanti” solo i fatti omessi e non quelli esposti.

Questa difformità di previsione tra le fattispecie ha suscitato perplessità tra gli interpreti del diritto penale che non ne scorgono la ragione²⁰.

Ricorrendo ai fondamenti economici della disciplina è forse possibile individuare una spiegazione della diversità di previsioni tra le società quotate e non.

La riduzione delle asimmetrie di informazione tra il *management* delle imprese e gli altri *stakeholders*, e in particolare i finanziatori, nel caso delle società non quotate avviene attraverso un rapporto personalizzato, articolato in più canali informativi; il caso più emblematico è il rapporto banca-impresa, che si fonda su un flusso informativo dall'impresa debitrice agli istituti finanziari alimentato da numerosi documenti, ulteriori rispetto a quelli contabili, e da colloqui periodici. Il bilancio e le altre comunicazioni sociali sono quindi solo una parte del flusso informativo e rivestono un'importanza attenuata dalla circostanza che molti dettagli sull'evoluzione della gestione aziendale sono acquisiti dagli *stakeholders* con altre modalità.

Tenuto conto di ciò, è ben possibile che fatti marginali non siano esposti nei bilanci o che siano esposti in maniera non completamente precisa senza che ciò provochi un depauperamento del quadro informativo perché il trasferimento delle informazioni è completato e precisato in altre occasioni e documenti e di ciò sono consapevoli gli imprenditori, i *managers* e gli *stakeholders*. Ed infatti le banche non fondano le loro analisi di merito creditizio soltanto sui bilanci delle società debtrici.

Di converso, nelle società quotate, che si rivolgono ai mercati mediante l'emissione di strumenti finanziari, la riduzione delle asimmetrie di informazione avviene attraverso le comunicazioni sociali e, per garantire la parità di trattamento tra tutti gli investitori e gli *stakeholders*, non può fondarsi sul trasferimento di informazioni in altre forme di tipo personalizzato.

Questa circostanza ha come conseguenza che le società quotate debbano attrezzarsi con risorse e procedure adeguate a garantire un'informazione tempestiva, precisa e completa rivolta alla generalità degli investitori e dei finanziatori.

Le diversità nel processo di riduzione delle asimmetrie di informazione, e quindi di allocazione del risparmio agli investimenti produttivi, giustificano un livello di tolleranza maggiore nella valutazione, sotto il profilo della punibilità in sede penale, delle condotte del *management* delle società non quotate rispetto a quello delle quotate perché nel caso di comportamenti dagli effetti minori è molto differente il grado di pericolosità in concreto per il funzionamento dell'economia.

Resta da chiedersi per quale ragione il legislatore per le società quotate abbia ritenuto di distinguere le condotte commissive da quelle omissive precisando solo per queste ultime che i fatti materiali non rispondenti al vero debbano essere “rilevanti”.

La spiegazione, a mio parere, può essere anche in questo caso ritrovata nella volontà del legislatore di creare un ambiente favorevole al fare impresa cui è informata la nuova disciplina delle false comunicazioni sociali. Infatti, mentre l'espone un fatto non rispondente al vero

¹⁹ ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi Italiani di Valutazione 2015*, Milano, 2015, 3.

²⁰ F. MUCCIARELLI, *op. cit.*

richiede una precisa volontà, l'omissione, soprattutto a causa della numerosità degli adempimenti di legge e regolamentari cui sono sottoposte le società quotate, può essere causata da errori umani, malfunzionamenti delle procedure e non perfetto funzionamento dei sistemi di *compliance*. Mi constano, ad esempio, casi, provocati da errori umani, di mancata segnalazione del superamento di soglie di partecipazione rilevanti o di operazioni con parti correlate di marginale importanza per gli investitori ma in sé certamente in violazione delle norme. Come per il caso delle società non quotate, sebbene per altri motivi, è razionale nell'interesse di creare un ambiente favorevole alle imprese introdurre una tolleranza nella valutazione della punibilità penale delle condotte omissive in modo che simili situazioni non siano sottoposte al vaglio del giudice penale e siano così evitati costi superflui per il sistema economico²¹.

Un'ultima questione che mi pare utile precisare, dal punto di vista di un economista aziendale, è come dovrebbe essere interpretato, nella concreta applicazione delle norme, l'aggettivo "rilevanti".

A mio parere, l'interprete dovrebbe valutare se quel fatto inveridico ha un'influenza rilevante, notevole, sul processo decisionale del fruitore dell'informazione, al punto che lo avrebbe modificato. La veridicità, correttezza, completezza e chiarezza delle informazioni, infatti, non sono un bene in sé, ma lo sono nella misura in cui consentono agli agenti economici di assumere consapevolmente decisioni²².

In questa logica, la diversa disciplina per le società quotate è ancor più comprensibile perché per esse la comunicazione di informazioni fattuali false, ancorché non incidenti in maniera significativa sul processo decisionale, provoca al sistema il pericolo concreto di determinare sfiducia nel processo di riduzione delle asimmetrie di informazione che in quel caso poggia, come abbiamo ricordato, soltanto sulle comunicazioni sociali. Vi è perciò l'interesse a tutelare il generale meccanismo di riduzione delle asimmetrie di informazione sul quale si fonda il funzionamento dei mercati finanziari a prescindere dal *vulnus* specifico prodotto dalla condotta.

4.

Conclusioni.

Gli obiettivi di politica economica che sono all'origine della tutela del bene giuridico dell'informazione societaria sono il risparmio e la qualità dell'ambiente nel quale "fare impresa", che è presupposto per realizzare lo sviluppo economico.

Questo secondo obiettivo è sovraordinato sotto il profilo economico a quello della protezione del risparmio, che trova ragione nella circostanza che quest'ultimo costituisce il propellente degli investimenti e quindi della crescita.

Se l'ambiente nel quale "fare impresa" non è conforme alle attese degli investitori, il propellente non viene utilizzato e se ne va verso ambienti più favorevoli. Questo è quello che è avvenuto nel nostro paese negli ultimi 20 anni.

Di ciò il legislatore, a mio parere, con la nuova disciplina sulle false comunicazioni sociali mostra di essere consapevole, avendo espresso la precisa e decisa volontà che le modalità di tutela dell'informativa societaria non generino condizioni di incertezza per gli agenti economici e difficoltà di individuazione dei comportamenti corretti di amministrazione delle imprese e sembra aver voluto dare una concreta risposta all'accusa che nei consessi economici internazionali viene rivolta al nostro paese di avere una "giustizia imprevedibile".

²¹ Occorre probabilmente riflettere sul raccordo con le norme relative alla manipolazione informativa.

²² F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014.