

Leveraged buy out: impatto sul bilancio e aspetti penali

di Filippo Cocco (*)

Leveraged Buy Out (LBO) da operazione pericolosa a operazione prediletta nel mondo delle acquisizioni societarie. Si analizzano i risvolti penali nell'evoluzione dell'istituto che ha portato uno strumento finanziario ad influenzare la vita imprenditoriale italiana. Inoltre, si esamina l'importante ruolo svolto dalla giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, che ha definito le sponde all'interno delle quali fare scorrere la finanza societaria con una particolare attenzione alla prognosi ex ante della fattibilità dell'operazione.

Premessa

Sempre più spesso, trattando di grandi operazioni finanziarie ascrivibili in generale al *Merger & Acquisition*, viene menzionato il *leveraged buy out*. È necessario rilevare sin da subito come la dottrina sia concorde nel ritenere che con tale termine si possano individuare "operazioni di acquisizione societaria molto differenti tra loro, sia per struttura finanziaria sia per le forme giuridiche attraverso le quali l'acquisizione viene perfezionata". A prescindere dagli aspetti critici che questo genere di operazione presenta, che, come meglio si esporrà, risultano legati soprattutto all'elevato livello di rischio intrinseco, non va dimenticato che essa è potenzialmente un importante motore di sviluppo. Dopo una fase iniziale in cui le operazioni di *leveraged* erano state attuate nei confronti di società di piccole dimensioni e dai fatturati contenuti, caratterizzate quindi da un basso tasso di rischio, e in ragione del successo da cui tali operazioni erano state caratterizzate, tale tecnica si diffuse, con un approccio sempre più spregiudicato, esponenzialmente. È in tale fase che le banche iniziarono a concedere finanziamenti anche non garantiti, valutando non più solo la consistenza patrimoniale delle società da acquisire ma anche, se non addirittura unicamente, la potenzialità di queste ultime di generare profitti che permettessero di ripianare velocemente l'esposizione debitoria. Negli ultimi decenni, poi, le operazioni di LBO hanno subito una continua evoluzione,

sia dal punto di vista dei settori merceologici interessati, sia per quanto concerne gli aspetti più prettamente tecnici-operativi. Non va taciuto che inizialmente - come del resto sarebbe accaduto successivamente in Italia - anche negli Stati Uniti e più in generale nei Paesi anglosassoni non mancarono le critiche a tale genere di operazioni, soprattutto con riferimento ai possibili effetti negativi che esse avrebbero potuto determinare sulle società coinvolte, come il rischio di insolvenza cui erano esposte le società bersaglio. Emblematiche, in proposito, le parole del presidente della SEC - *Securities Exchange Commission*, J. Shad, nel 1984: "*the more leveraged takeovers and buy out today, the more bankruptcies tomorrow*" - "più acquisizioni con leva finanziaria e *buy out* oggi, più fallimenti domani". Tale atteggiamento critico venne fatto proprio anche dalla giurisprudenza statunitense che, nei casi di eccessivo indebitamento, giunse a ravvisare ipotesi di *fraudulent conveyance* (ovvero di cessione in frode ai creditori). La giurisprudenza penale italiana ha iniziato a guardare al fenomeno in maniera piuttosto frammentata, fino a quello che recentemente può essere definita come la sentenza di merito spartiacque del diritto penale italiano sulle operazioni di LBO ed emessa dal Tribunale di Torino (1).

Note:

(*) *Avvocato penalista*

(1) IV Sez. pen. 18 giugno 2020 sentenza n. 1848/20 Presidente E. Gallino, Giud. Est. P. Giorgio, c.d. Seat Pagine Gialle S.p.A.

Il Leveraged buy out (LBO)

È una tecnica di acquisto di una partecipazione, sia in quota totalitaria che di controllo, di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (che costituisce il c.d. *target*), che ha come caratteristica quella di ricorrere all'accesso al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto. Il rimborso del debito così contratto è collegato quindi alla generazione di flussi di cassa e/o alla cessione di alcune attività del *target* di acquisto. Il LBO è utilizzato da aziende operanti nel *private equity*, specializzate in questo tipo di operazioni, nonché da gruppi industriali o finanziari in operazioni di crescita e ristrutturazione per vie esterne e anche da aziende familiari in operazioni di riassetto proprietario. In generale, l'operazione di LBO prevede, a cura del soggetto acquirente, la costituzione di una nuova entità societaria (*newco*) che, ricorrendo al credito, si indebita per realizzare l'operazione di acquisizione. Nelle situazioni in cui l'acquisto riguarda un'azienda, un suo ramo o un gruppo di attività (definiti *asset deal*), il debito dovrà essere remunerato e rimborsato dai flussi di cassa dell'azienda e/o dalla successiva cessione di attività (*target*). Se, invece l'operazione è volta all'acquisto di partecipazioni (definita *stock deal*), si può procedere o remunerando e rimborsando il debito della *newco*, con i dividendi della partecipata e la sua successiva cessione, oppure realizzando la fusione tra la società *target* e la *newco* e, quindi, ponendo i flussi di cassa della società *target* e le sue attività direttamente al servizio del debito contratto per la sua acquisizione, al fine di ripagare il debito stesso. L'ipotesi più problematica dal punto di vista del diritto penale è quella realizzata mediante fusione (definita *merger LBO*) ove è necessario, secondo l'ordinamento interno, perfezionare l'operazione ai sensi dell'art. 2501-bis Codice civile, indicando "le ragioni che giustificano l'operazione" e predisponendo "un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere". L'utilità della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è quella di consentire alla società incorporante di ottenere un finanziamento, che non sarebbe in grado di garantire con il proprio patrimonio, facendo leva sul patrimonio della società incorporata. L'assetto societario dell'operazione di

LBO può essere strutturato su più livelli, con la costituzione di una struttura societaria piramidale, per riflettere le posizioni delle diverse categorie di azionisti coinvolti. Anche la struttura del debito può prevedere l'articolazione in categorie differenziate per profilo di rischio e rendimento, si pensi al c.d. debito *revolving* (tra cui anticipi su crediti), a quelli *senior* e garantiti (c.d. *secured*), a loro volta distinti in partizioni con diversi ordini di garanzia, quali i debiti *junior*, che sono prestiti non garantiti o subordinati ed obbligazioni ad alto rendimento (c.d. *high-yield bonds*), ed i debiti c.d. mezzanino, ovvero convertibili. Nelle operazioni speculative tipiche di LBO, realizzate prevalentemente da fondi di *private equity* (con la partecipazione del *management* alle operazioni), il *focus* è quello di acquisire un'azienda, migliorarne sensibilmente il profilo strategico, operativo e finanziario, solitamente per il tramite di altre piccole acquisizioni satellite per aumentare le *performance* finanziarie, per poi cederla ad un prezzo più elevato dopo il periodo necessario a perseguire e consolidare (nell'EBITDA) tali miglioramenti. Per quanto la società *target* sia accuratamente selezionata dal fondo investitore e gli interventi sul *management* e sulla gestione attentamente governati in fase di pianificazione e realizzazione, il livello di rischio di queste operazioni è elevato, dato l'ampio utilizzo del debito. In tutti questi casi il rendimento atteso sull'*equity* è tendenzialmente molto alto, se non addirittura esponenziale, ed il rendimento realizzato piuttosto volatile (c.d. *Internal Rate of Return* o IRR). Dal punto di vista squisitamente finanziario l'acquisizione secondo modalità LBO prevede un ammontare di debito collegato sia al valore delle attività operative (*enterprise value*) che al reddito operativo (c.d. EBITDA - *Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization*, o EBIT quindi senza *Depreciation Amortization*) della società acquisita. L'"operazione perfetta" di LBO prevede l'individuazione di una società *target* operante in settori consolidati e limitatamente ciclici, con una posizione di mercato difendibile, e soprattutto con flussi di cassa stabili abbinati ad un basso livello di debito finanziario. Inoltre, la "società *target* modello" dovrebbe essere collocata nella parte bassa della propria *ramp up* di crescita nel mercato con forti prospettive di miglioramento operativo e di sviluppo. Per raggiungere questi risultati non si

può prescindere dal ruolo centrale del *management*, che può essere coinvolto nell'operazione di LBO con la sottoscrizione di azioni e/o opzioni sulle azioni della società *target* e/o della *newco*. A seconda che il *management* sia interno o esterno si parla di operazione in *Management buy out* (MBO), piuttosto che di operazione in *Management Buy In* (MBI).

L'evoluzione della normativa, della giurisprudenza e della dottrina

La Suprema Corte di cassazione (Cass. pen. n. 1372/2011) si è inizialmente pronunciata circa i rapporti tra LBO ed abuso di diritto proprio focalizzando l'aspetto connesso alla finalità prevalentemente e/o completamente fiscale dell'operazione. Tuttavia, la decisione citata ha escluso il carattere abusivo per la compresenza, non marginale, di ragioni *extra* fiscali con la conseguenza che una scelta aziendale non può dirsi elusiva solo perché caratterizzata da un regime fiscale più favorevole, principio questo poi ribadito più volte in numerosi contesti di merito. In estrema sintesi: la presenza di ragioni economiche imprenditoriali esclude l'abuso di diritto, la cui assenza però può portare contrariamente alla contestazione dell'ipotesi elusiva. D'altro canto, la Corte di cassazione, Sezione tributaria (Cass. Trib. n. 24434 del 30 ottobre 2013), ha poi precisato che in un'operazione di *merger leveraged buy out* gli interessi passivi relativi all'indebitamento originato per l'acquisto delle partecipazioni della società *target* non sono deducibili in virtù dell'operazione unitariamente esaminata e deve perciò essere verificato il rispetto del principio di inerenza con riferimento alle attività economiche svolte in concreto dalla società veicolo. Successivamente anche la giurisprudenza di merito, in particolare modo quella del capoluogo lombardo, ha proseguito in modo coerente; infatti, in modo particolare l'operazione di *merger leveraged buy out* supera il test dell'abuso del diritto se il cambio dei soci di riferimento risultante al termine della procedura di fusione sia reale e sostanziale. Si è anche affermato che la fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non può ritenersi atto in frode ai creditori, e non viola il divieto di sottoscrizione di azioni proprie, quando il controllo della stessa esisteva già prima del compimento dell'operazione. In sostanza, una compresenza non

marginale di ragioni *extra* fiscali che possono anche essere di natura organizzativa, di miglioramento strutturale e funzionale dell'azienda non rende illecita l'operazione di LBO. Ancora più recentemente, si è precisato che nell'operazione di LBO vi è elusione se nel complesso non vi è altro scopo che l'indebito vantaggio fiscale. La Suprema Corte di cassazione, con sentenza n. 16675 del 9 agosto 2016, in un analogo caso di LBO, ha avuto modo di precisare che spetti all'Amministrazione finanziaria dimostrare la prova del disegno elusivo e l'indebito vantaggio fiscale conseguito nonché che il nuovo concetto di abuso del diritto ha valore retroattivo essendo la norma di tipo interpretativo. Sempre secondo la Cassazione, ordinanza n. 19430/2018, la deducibilità degli interessi passivi è collegata al giudizio di inerenza, inerenza che, ai sensi dell'art. 109, comma 6, del T.U.I.R., non sarebbe sindacabile con conseguente esclusione del rischio di incorrere nell'abuso del diritto. Da ultimo, sempre la Suprema Corte, Sezione tributaria (sentenza del 16 gennaio 2019, n. 868) ha precisato che l'operazione di LBO, mediante indebitamento diretto, non è un'operazione elusiva qualora:

- l'operazione si inquadra in un più ampio progetto di ristrutturazione societaria;
- l'operazione non è finalizzata ad aggirare obblighi e/o divieti previsti dalla disciplina tributaria;
- non venga compromesso l'equilibrio economico e finanziario connesso alla fusione della società obiettivo nella *newco*, tale per cui il patrimonio della seconda sia in grado di garantire l'operazione di indebitamento bancario secondo quanto previsto dall'art. 2501-*bis* cc. (nello specifico l'esistenza di "valide ragioni economiche").

Quello sopra delineato può dirsi l'approdo recentissimo cui è giunta la giurisprudenza di legittimità. La giurisprudenza di merito, in ambito penale, era per parte sua chiamata ad intervenire prevalentemente in ambito di ipotesi di bancarotta, dove l'operazione ipotizzata si dovesse scontrare poi con lo stato di insolvenza derivante da una erronea prognosi di fattibilità. Si registrava un primo orientamento estremamente rigoroso, avallato anche dalla giurisprudenza di legittimità, che affermava l'illiceità penale *tout court* del *leverage buy out* perché in contrasto con l'art. 2358 c.c., la cui violazione integrava la fattispecie

di cui all'art. 2630 c.c. (Cass. pen. 15 ottobre 1999, D'Andria, ove si affermava in termini perentori, seppur a livello di mero *obiter dictum*, che "l'istituto del *leverage buy out* non è importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art. 2358 per il quale la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie. Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il LBO è perciò illecito in Italia, quanto meno nei limiti sovra esposti"). Una seconda impostazione, recependo valutazioni analoghe a quelle compiute in sede civile dal Tribunale di Milano nella sentenza del caso c.d. Trenno, invitava invece a distinguere caso per caso, valutando in concreto se l'operazione avesse come unico scopo quello di traslare il debito della *newco* sulla *target*, realizzando in tal modo un accollo cumulativo del debito derivante dall'acquisto delle proprie azioni (vietato, seppur indirettamente, dall'art. 2358 c.c.), oppure se l'operazione fosse giustificata da concrete ragioni imprenditoriali. In tale ipotesi, solo nel primo caso, vi sarebbe stata rilevanza penale della condotta, da escludersi invece nella seconda ipotesi (2). Una terza ricostruzione, invece, riteneva che le operazioni di LBO fossero sempre neutre dal punto di vista penalistico, e ciò in quanto l'operazione non contrasterebbe con l'art. 2358 c.c., posto che la *newco* sottoscriverebbe il contratto di finanziamento prima dell'acquisto della società *target* ed allo scoperto, mentre solo dopo l'acquisizione si costituirebbero le garanzie reali (3). I pregressi dubbi giurisprudenziali in merito alla legittimità nel nostro ordinamento delle operazioni di *leverage buy out* risultano tuttavia oggi superati a seguito della Riforma del Diritto Societario del 2003, la quale ha introdotto l'art. 2501-*bis* c.c. (rubricato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento"), che ha definitivamente legittimato le operazioni di LBO dettandone una compiuta disciplina positiva, in attuazione dell'art. 7, lett. d) della Legge delega n. 366/2001, che richiedeva al legislatore delegato 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 di sottoscrizione di azioni proprie, di cui rispettivamente agli artt. 2357 e 2357-*quater* c.c. e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di

cui all'art. 2358 c.c.". A seguito dell'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c. il *leverage buy out* costituisce istituto in linea di principio penalmente neutro; possono però residuare profili di rilevanza penale allorché l'operazione, pur posta in essere nel rispetto degli adempimenti formali previsti dagli artt. 2501-*bis* ss. c.c., difetti tuttavia delle condizioni sostanziali di validità, ossia manchi, al momento del compimento dell'operazione, un concreto progetto imprenditoriale tale da far ragionevolmente ritenere la sostenibilità finanziaria per la società dell'indebitamento conseguente all'operazione. In quest'ultimo caso l'operazione potrà qualificarsi quale "operazione dolosa" penalmente rilevante ai sensi dell'art. 223, comma 2, n. 2), l.f. In particolare, si tratta ora di accertare se ed in quale misura eventuali violazioni della disciplina di cui agli artt. 2501-*bis* ss. c.c. possano dar luogo al reato di cui all'art. 223, comma 2, n. 2), l.f. o, per converso, se, in caso di rispetto della disciplina civilistica, residui comunque un margine per l'autonoma configurabilità dalla fattispecie penale. A tal fine è tuttavia necessario, preliminarmente, ricostruire gli approdi della giurisprudenza di legittimità in tema di ricostruzione della previsione di cui all'art. 223, comma 2, n. 2), l.f., che, come noto, punisce la condotta degli amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori di società che "hanno cagionato con dolo o per effetto di operazioni dolose il fallimento della società". Mentre la prima delle due ipotesi (ossia l'aver cagionato con dolo il fallimento della società) non pone particolari problemi interpretativi, trattandosi di un chiaro caso di reato a forma libera che sanziona ogni condotta che cagioni volontariamente l'evento fallimento, il discorso si fa invece ben più complesso con riferimento alla seconda ipotesi, ovvero l'aver cagionato il fallimento della società "per effetto di operazioni dolose". A tal riguardo occorre anzitutto premettere come la giurisprudenza di legittimità abbia sposato una nozione particolarmente estesa di "operazione dolosa", facendovi rientrare non solo quegli atti degli amministratori estrinsecantisi in abusi dei

Note:

(2) Trib. penale di Milano, 9 ottobre 2002, in *Le Società*, 2003, pag. 863.

(3) Trib. Milano 14 maggio 1992, in *Foro It.*, 1992, I, 2829.

poteri di gestione o in infedeltà ai doveri inerenti alla carica ricoperta, ma anche, in termini più generali, “qualunque atto intrinsecamente pericoloso per la salute economica e finanziaria dell’impresa” (4). Ciò posto, l’aspetto che tuttavia ha creato più discussioni in dottrina ed in giurisprudenza è quello relativo alla struttura della fattispecie *de qua*. Secondo un primo orientamento la previsione in questione delineerebbe, al pari della prima ipotesi dell’aver “cagionato con dolo il fallimento della società”, una fattispecie a struttura interamente dolosa: la differenza tra le due ipotesi starebbe pertanto nel fatto che mentre la prima sarebbe punita a titolo di dolo diretto, la seconda lo sarebbe a titolo di dolo eventuale (cfr., in tal senso, Cass. pen. n. 11945/1999). Siffatta ricostruzione si espone tuttavia all’evidente obiezione che finirebbe per assimilare troppo le due ipotesi, rendendo sostanzialmente superflua la previsione della seconda (ossia quella relativa ad aver cagionato il fallimento “con operazioni dolose”), posto che ad analoghi risultati potrebbe giungersi applicando semplicemente l’ipotesi dell’aver cagionato il fallimento “con dolo”, costituendo il dolo eventuale una forma generale di manifestazione del dolo. Tali ragioni hanno indotto la dottrina prevalente a fornire una diversa ricostruzione della fattispecie dell’aver cagionato il fallimento “per effetto di operazioni dolose”, ravvisandovi un’ipotesi di bancarotta a struttura preterintenzionale: tale ricostruzione è stata peraltro accolta dalla stessa giurisprudenza di legittimità, ormai consolidata nell’affermare che “in tema di bancarotta fraudolenta, l’elemento soggettivo richiesto perché possa dirsi integrata l’ipotesi di cui al secondo comma n. 2, seconda parte dell’art. 223 l.f. (aver cagionato per effetto di operazioni dolose il fallimento della società) non è la volontà diretta a provocare lo stato di insolvenza, essendo sufficiente la coscienza e volontà dell’operazione che concretandosi in abuso o infedeltà nell’esercizio della carica ricoperta o in un atto intrinsecamente pericoloso per la salute economico-finanziaria della società - e come tale dunque ‘dolosa’ - dia luogo alla decozione” (Cass. n. 2413/1997; nello stesso senso Cass. n. 2905/1998). La ricostruzione della fattispecie in questione come ulteriore modello implicito di delitto preterintenzionale comporta, quale immediato corollario, la necessità di

individuare il criterio di imputazione dell’evento fallimento all’agente che ha posto in essere l’“operazione dolosa” (5).

Conclusioni

Appare tuttavia evidente, a parere di chi scrive, come una tale ricostruzione giurisprudenziale appaia incompatibile con il principio della personalità della responsabilità penale di cui all’art. 27 Cost. quale desumibile dalla giurisprudenza della Corte costituzionale (a partire dalla celebre sentenza n. 364/1988), da cui discende la necessità che tutti gli elementi costitutivi della fattispecie siano imputabili soggettivamente all’agente, quantomeno a titolo di colpa. Tali ragioni impongono pertanto di compiere, con riferimento alla fattispecie di bancarotta, un’operazione ermeneutica analoga a quella che la giurisprudenza di legittimità ha operato con riferimento alla fattispecie di cui all’art. 586 c.p. sin dalla sentenza n. 11055/1998, richiedendo, ai fini della punibilità dell’agente, che al momento del compimento dell’operazione dolosa, il fallimento rappresenti un evento concretamente prevedibile in conseguenza dell’azione. Tirando le fila del discorso, si deve pertanto ritenere, in definitiva, che integri il reato di cui bancarotta qualunque atto intrinsecamente pericoloso per la salute economica e finanziaria dell’impresa tale da rendere concretamente prevedibile, al momento della sua commissione, il fallimento della società. Così ricostruita la previsione di una bancarotta, risulta allora evidente come la stessa e la disciplina di cui agli artt. 2501-*bis* ss. c.c. finiscano per operare, sotto il profilo sostanziale, su piani sovrapponibili, sì da escludere che una medesima operazione possa essere legittima sotto il profilo civilistico ed al contempo integrare la

Note:

(4) Cfr., Cass. n. 2905/1998, secondo cui “in tema di bancarotta fraudolenta, la nozione di operazioni dolose di cui all’art. 223 comma 2 n. 2 del R.D. 16 marzo 1942 n. 267 prevede il comportamento degli amministratori che cagionino il dissesto con abusi o infedeltà nell’esercizio della carica ricoperta ovvero con atti intrinsecamente pericolosi per la salute economica-finanziaria dell’impresa”; nello stesso senso si vedano, altresì, Cass. pen. n. 12426/2013; Cass. pen. n. 29586/2014; Cass. pen. n. 47621/2014.

(5) Da Tribunale Collegiale di Torino, IV Sez. pen. 18 giugno 2020 sentenza n. 1848/20 Presidente E. Gallino, Giud. Est. P. Giorgio, c.d. Seat Pagine Gialle S.p.A.

fattispecie penale in questione. Si è visto infatti, come l'art. 2501-*bis* c.c. non si limiti a prescrivere semplici obblighi formali di informazione, ma faccia discendere da tali obblighi vere e proprie condizioni sostanziali di legittimità dell'operazione, ovvero l'esistenza di ragionevoli motivi imprenditoriali che la sorreggano e soprattutto la necessità della sostenibilità per la società dell'indebitamento conseguente all'operazione. Tali principi risultano solidamente fissati dalla sentenza di merito del Tribunale piemontese. Ma se è così, è allora evidente come tale normativa, laddove sancisce l'illegittimità dell'operazione di LBO allorché ne derivi un indebitamento insostenibile per la società *target*, sul presupposto che in questo caso l'operazione finirebbe per essere pregiudizievole per la salute dell'impresa, altro non fa che declinare, con riferimento alle operazioni di LBO, il generale divieto di compiere atti intrinsecamente pericolosi per la salute dell'impresa già penalmente sanzionato. Ne discende che delle due l'una: o l'operazione di LBO risulta fondata su di una analisi relativa alla sostenibilità finanziaria dell'operazione che sia, in base ad un giudizio da compiersi *ex ante*, ragionevole e quindi idonea a dimostrare, avuto riguardo delle circostanze del caso concreto, che la società potrà ragionevolmente sostenere

il maggior peso derivante dalla traslazione sul suo patrimonio del debito contratto dalla società acquirente per l'acquisizione, ed allora l'operazione stessa non potrà considerarsi intrinsecamente pericolosa per la salute dell'impresa e pertanto non potrà dar luogo al reato di bancarotta; oppure ed al contrario, l'operazione sarà tale da gravare la società *target* di un debito insostenibile, nel quale caso essa sarà intrinsecamente pericolosa per la salute dell'impresa e quindi, oltre ad essere illegittima sotto il profilo civilistico, integrerà gli estremi dell'"operazione dolosa". Analoghe considerazioni riguardano il presupposto consistente nella necessità che l'operazione sia espressione di un ragionevole progetto imprenditoriale, essendo evidente come in caso contrario l'operazione finirebbe per acquisire un carattere meramente speculativo e predatorio, tale da integrare anche in tal caso una "operazione dolosa" sicuramente penalmente rilevante. Da segnalare che la raccolta *private equity* e *venture capital* in Italia è stata pari a 1.591 milioni di euro nel 2019 per arrivare agli oltre 2.200 milioni di euro del 2021, indice di una forte crescita dello strumento partecipativo nelle operazioni societarie oggi saldamente regolamentato nel perimetro di liceità della norma.