

### “HOLDOUT” DEGLI AZIONISTI, RISTRUTTURAZIONE DI IMPRESA E DOVERE DI FEDELTÀ DEL SOCIO \*

JUANA PULGAR EZQUERRA

Catedrático di Derecho Mercantil, Università Complutense di Madrid

**Abstract:** L'articolo esamina le nuove relazioni tra diritto societario e diritto concorsuale a seguito della evoluzione del quadro giuridico europeo, con particolare riferimento agli strumenti intesi a potenziare la ristrutturazione, anche in contrasto con l'eventuale volontà contraria dei soci. L'autore, dopo aver analizzato i differenti approcci di ristrutturazione adottati rispettivamente con riferimento alle imprese finanziarie ed a quelle non finanziarie, descrive gli scenari contenuti nella "Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti".

Alla luce dei principi fatti propri nella proposta, viene esaminata la modalità con cui l'ordinamento spagnolo ha già dato attuazione ad alcuni di quelli, ponendo in particolare evidenza la speciale responsabilità prevista per i soci che abbiano rifiutato l'adozione di misure per la ristrutturazione, interpretando tale responsabilità come una violazione del dovere di lealtà.

---

*The study focuses on new relationships between company law and bankruptcy law following the european legal framework evolution, with special regard to the instruments aimed to foster restructuring, even against shareholders' intent. The author, after analyzing the different approaches adopted to restructure respectively financial and no financial enterprises, provides an outline of the "Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures".*

*In the light of the principles set out in that proposal, it is provided an overview of the Spanish way to enforce them, focusing on the special liability affecting those shareholders who rejected restructuring resolutions. That kind of liability is explained as a breach of loyalty duty.*

---

---

\* Il presente lavoro, realizzato nell'ambito del progetto di Ricerca su *Reestructuración Empresarial y Derecho de la Competencia* (DER 2015-68733-P), raccoglie, ampliandolo, l'intervento nel Seminario tenutosi il 4 maggio 2017 presso il Tribunale di Giustizia dell'Unione Europea in Lussemburgo, organizzato dal Dipartimento di *Derecho Mercantil* della *Universidad Complutense* di Madrid in collaborazione con il Tribunale. È stato pubblicato nel numero 27 della *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* (La Ley-Wolters-Kluwer). È stato altresì presentato nel convegno *Imprese e banche dopo la crisi*, organizzato dalla cattedra di diritto commerciale dell'Università di Napoli "Federico II" e svoltosi in Napoli nei giorni 16 e 17 maggio 2017 e sarà inserito nei relativi atti, in corso di pubblicazione. La traduzione in lingua italiana dall'originale spagnolo è di Giovanni Falcone.

Sommario: 1. I rapporti tra diritto societario e diritto fallimentare: un cambiamento di paradigma. – 2. Il sacrificio di soci e azionisti nella ristrutturazione delle imprese del settore finanziario: “burden share”/ “bail-in”. – 3. Il sacrificio di soci e azionisti nella ristrutturazione delle imprese non finanziarie: la proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva. – 4. Il modello spagnolo: responsabilità concorsuale dei soci per copertura del *deficit* patrimoniale. – 4.1. L’adattamento tempestivo dell’ordinamento spagnolo al paradigma della ristrutturazione delle imprese in crisi. – 4.2. Capitalizzazione del debito e presunzione di concorso colpevole: l’eventuale responsabilità dei soci. – 4.2.1. L’introduzione di incentivi negativi nel modello spagnolo. – 4.2.2. Gli elementi che configurano la responsabilità concorsuale dei soci. – 4.2.3. La modulazione della responsabilità concorsuale dei soci. – 4.3. Il fondamento della responsabilità concorsuale dei soci. – 4.3.1. Altri casi di responsabilità del socio per debiti sociali nelle società di capitali. – 4.3.2. I doveri di fedeltà del socio nell’ambito della ristrutturazione.

## 1. I rapporti tra diritto societario e diritto fallimentare: un cambiamento di paradigma

Assistiamo, già da qualche tempo, ad un processo di costruzione di un diritto europeo della ristrutturazione di imprese in difficoltà finanziarie: un processo che ha avuto inizio con la Raccomandazione della Commissione europea del 12 marzo 2014 e che ci si prefigge di ulteriormente proseguire, con obiettivi di armonizzazione, attraverso la proposta di Direttiva del Parlamento europeo su ristrutturazione preventiva, seconda opportunità e misure per incrementare l’efficacia dei procedimenti di esdebitazione, insolvenza e ristrutturazione delle imprese in crisi del 22 novembre 2016.

Con ciò sembrano invece per ora abbandonati gli sforzi diretti ad una armonizzazione sostanziale del diritto dell’insolvenza in Europa: si è pervenuti, con successo, ad una armonizzazione in ambito processuale con il Regolamento UE n. 2015/848 sui procedimenti di insolvenza; ma di armonizzazione ora si parla non con riferimento all’insolvenza, bensì con riferimento alla ristrutturazione delle imprese in crisi.

La ristrutturazione preventiva delle imprese in crisi comporta uno spostamento nella finalità del diritto fallimentare: da una finalità prioritariamente liquidatoria delle imprese insolventi – alla luce del principio della soddisfazione prioritaria dei creditori<sup>1</sup> – ad una finalità di ristrutturazione, che prende in considerazione non soltanto gli interessi dei creditori al soddisfacimento dei propri crediti, ma anche interessi inerenti all’attività di impresa (il che, come si evidenzierà, non sempre esclude soluzioni liquidatorie talora considerabili come conservative).

Si tratta, tuttavia, di uno spostamento meno innovativo di quanto potrebbe apparire a prima vista: da un lato, gli ordinamenti anglosassoni, già dagli anni ’60-’70 del secolo passato, hanno regolamentato procedimenti di riorganizzazione (e in quest’ambito si collocano il “*receivership*” del Regno Unito e la “*reorganization*”

---

<sup>1</sup> I. TIRADO MARTI, *Reflexiones sobre el concepto de interés concursal (ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)*, in *ADC*, tomo LXII, 2009, pp. 1055-1103.

regolata nel *Chapter 11 del Bankruptcy Code* nordamericano del 1978<sup>2</sup>); dall'altro, tale spostamento non è neppure estraneo alla evoluzione del diritto fallimentare continentale, potendo citarsi a tal fine modelli come quello francese, che già dagli anni '80 del secolo scorso regolava i procedimenti di "*sauvegarde*".

L'elemento veramente innovativo è da ricercarsi, in questo momento, da un lato, nel passaggio dalla riorganizzazione alla ristrutturazione e, in quest'ultimo ambito, nel nuovo assetto delle relazioni tra diritto societario e diritto concorsuale implicate dalla ristrutturazione, che comporta la necessità di superare concetti tradizionali del diritto societario presenti nella II Direttiva Europa del diritto delle società, ancorata ai tradizionali principi del capitale sociale<sup>3</sup>.

In effetti, il concetto di "ristrutturazione", rispetto a quello di "riorganizzazione", richiama necessariamente le difficoltà finanziarie più che quelle economiche, e comporta implicitamente, come presupposto oggettivo, la vitalità dell'impresa da un punto di vista strutturale e operativo, anche se in presenza difficoltà finanziarie; al contrario, la riorganizzazione suscitava controversie intorno al presupposto oggettivo al quale ricollegarla<sup>4</sup>.

Allo stesso modo, la ristrutturazione si collega in ultima istanza alla istituzionalizzazione delle società di capitali e all'incremento del settore terziario economico, legato alle capacità individuali di un determinato soggetto, non essendo perciò stesso commercializzabili isolatamente, diversamente da quanto accade nel settore secondario (mobili, immobili), strutturato su attivi commercializzabili. In questo ambito, la ristrutturazione permette di separare unità produttive da quelle che non lo sono, approfittare del cosiddetto "*fond du commerce*" o dell'"avviamento" italiano (valori immateriali dell'impresa) e, soprattutto, di adeguare l'organizzazione societaria alle necessità imprenditoriali che cambiano quando ricorrono difficoltà economiche. In definitiva, promuovere efficacemente la ristrutturazione di imprese in crisi comporta la ristrutturazione finanziaria e operativa, affinché l'impresa possa eventualmente, in combinazione con cambiamenti strutturali, continuare la propria attività economica e mantenere l'impiego, soddisfacendo i creditori per mezzo di una massimizzazione del valore degli attivi e proteggere e nel contempo massimizzare la posizione degli azionisti.

Perciò, si ristruttura per mezzo della adozione di misure proprie del diritto societario quali aumento o riduzione del capitale sociale, capitalizzazione dei debiti, modifiche strutturali, alienazioni di unità produttive: questo determina una convergen-

---

<sup>2</sup> Mi sono occupata ampiamente di tali temi in J. PULGAR EZQUERRA, *La reforma del derecho concursal español y comunitario. Nuevos institutos concursales y reorganizativos*, Madrid, 1994, pp. 53-220.

<sup>3</sup> T. RICHTER, *Reconciling the European registered capital regime with a modern corporate reorganization law: experience from the Czech Insolvency Law Reform*, in *European Company and Financial Law Review*, 2009, pp. 358-369.

<sup>4</sup> J. PULGAR EZQUERRA, *op. ult. cit.*, p. 273 ss.

za tra diritto societario e diritto della ristrutturazione. All'interno di tale convergenza ci troviamo sempre di fronte ad una struttura triangolare, al cui vertice superiore si colloca il debitore, e in ciascuno dei vertici inferiori, rispettivamente i soci e i creditori. In effetti, tale ristrutturazione comporta una rimodulazione del passivo, la cui ordinata realizzazione il debitore non può o prevede di non potere realizzare e in virtù della quale i creditori accettano forme di regolamento del passivo (remissioni e/o moratorie, capitalizzazioni, ecc.).

Ma, oltre alla ristrutturazione del passivo, si pone la ristrutturazione della società come impresa, influenzata dalla decisione in merito alla adozione di tali misure. Un rilevante numero di ordinamenti continentali europei attribuisce l'adozione di queste ai soci riuniti in assemblea, mentre nei modelli anglosassoni è l'organo di amministrazione ad essere munito di un più ampio margine di discrezionalità in relazione alle misure da adottare quando la società attraversa difficoltà, sotto la protezione della "*business judgement rule*".

Tutto questo comporta un nuovo sistema di relazioni che collega diritto della ristrutturazione, diritto societario e *corporate governance*, profilandosi una nuova concezione del diritto dell'insolvenza o della pre-insolvenza come "*insolvency governance*"<sup>5</sup>, dal momento che la società, nella decisione cruciale tra liquidare o ristrutturare, avrà bisogno di riunire i titolari del capitale (soci) e del passivo (creditori) per mezzo dell'amministratore, al fine di adottare una decisione eventualmente capace di condurre alla rifondazione della società (per esempio, nei casi di conversione di debito in capitale).

Effettivamente, in una prospettiva tradizionale, inserita in un modello di economia di mercato basato sulla proprietà e sulla libera iniziativa, nell'ambito di una concezione monista dell'interesse sociale identificato con l'interesse del capitale – dando quindi prevalenza agli interessi degli apportatori di capitale, cioè dei soci – si è in questo ambito realizzata una assoluta separazione tra diritto societario e diritto preconcorsuale e concorsuale. In questa prospettiva, ai soci spettava di adottare, riuniti in assemblea, le misure riguardanti il capitale sociale nell'ambito del diritto societario, decidendo su eventuali remissioni e postergazioni del passivo dal punto di vista del diritto concorsuale o preconcorsuale. Pertanto, soci e creditori costituivano ciascuno un compartimento stagno che adottava le sue decisioni alla luce dei propri esclusivi interessi, ciò che in taluni casi poteva "zavorrare" l'efficacia dei meccanismi di risoluzione della crisi o di difficoltà economiche imprenditoriali.

Tuttavia, nell'ambito della evoluzione verso un diritto della ristrutturazione delle

---

<sup>5</sup> H. EIDENMULLER, *Comparative corporate insolvency law*, Working Paper n. 319, 2016. Nella letteratura spagnola, A. THERY MARTI, *Reestructuraciones e insolvencias: la encrucijada de la armonización europea*, in *RcP*, n. 24, 2016, p. 395 ss.; e ID., *Crossroads in EU harmonization on restructuring and insolvency: towards a market-based system or one where the senior takes it all*, in AA.VV., *Reimagining rescue*, Nottingham, 2016.

imprese in crisi, questo paradigma cambia e si rende necessaria la progressiva configurazione di un nuovo tipo di relazioni tra diritto societario e diritto concorsuale che “sopporti” il cambio di funzioni – cui si è accennato – degli istituti concorsuali e preconcorsuali, producendosi talora uno “scorrimento del societario dal concorsuale”<sup>6</sup>, e perseguendosi la promozione integrale degli interessi coinvolti nella crisi economica, non soltanto di quelli dei creditori, allo scopo di evitare, o quanto meno di minimizzare i distinti conflitti di interesse che in tale ambito possono manifestarsi.

Il fatto è che in questo campo possono manifestarsi almeno tre gruppi di conflitti di carattere interno ed esterno. Da una parte, un conflitto tra proprietà e gestione, vale a dire tra i soci apportatori di risorse per l’attività economica della società e gli amministratori, che tendenzialmente, per lo meno nell’ambito europeo comparato e nordamericano, sono venuti consolidando il proprio potere nell’impresa societaria<sup>7</sup>. Il differente interesse degli uni e degli altri si manifesta proprio nelle situazioni di difficoltà economica e può rendersi evidente ancor più intensamente, dal momento che i soci possono promuovere gestioni arrischiate con il fine<sup>8</sup> di massimizzare la propria posizione economica ed ottenere i dividendi, in un contesto di difficoltà economiche, a fronte di atteggiamenti più conservatori degli amministratori, volti a proteggersi da una eventuale responsabilità per la gestione della crisi. È proprio in relazione a questo argomento che, progressivamente, va configurandosi nel blocco continentale europeo un importante contesto di doveri degli amministratori nei confronti dei creditori, ciò che è venuto a costituire una caratteristica dei modelli anglosassoni, sia per quanto attiene al diritto positivo (*wrongful trading*) che a quello giurisprudenziale in connessione con i doveri fiduciari (modello nordamericano) e sulla cui convenienza, d’altra parte, si insiste nel Principio B.2 della Banca Mondiale, redatto dalla *Insolvency Task Force*<sup>9</sup>.

Un secondo tipo di conflitti che può prodursi nell’impresa societaria, nel momento in cui attraversa difficoltà economiche, è quello interno tra i soci che, come è risaputo, non costituiscono una categoria omogenea, ma si distinguono per tipologie (soci a breve o a lungo termine, soci di controllo, soci investitori, maggioritari, minoritari, ecc.). In questo ambito, saranno frequenti i conflitti tra i soci che posseggono il controllo della società, grazie alla propria quota di partecipazione nel capita-

---

<sup>6</sup> K. SCHMIDT, *Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, debt-to-equity swap y take over*, trad. di Borja Alcazar Perez, in *RcP*, n. 22, 2015, p. 303 ss.

<sup>7</sup> Nella terminologia economica, tale conflitto generale, tipico di società con capitale disperso è noto come problema agenzia principale-agente.

<sup>8</sup> F. MARIN DE LA BARCENA, *Responsabilidad concursal*, in *ADCo*, n. 20, 2013, pp. 103-157; E. RECAMÁN GRAÑA, *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, in *RcP*, n. 17, 2012, pp. 311-330.

<sup>9</sup> *Principles for insolvency and creditor/debtorregimes*, in connessione con le Raccomandazioni della Guida sull’insolvenza di Uncintrial (revisione di gennaio 2015).

le, e i soci minoritari, in relazione alle misure che debbano essere adottate al fine di superare le difficoltà economiche. Il fatto è che talora queste misure possono “diluire” la posizione dei soci nella società, e questa “diluizione” può incidere particolarmente sui soci di minoranza con riferimento ai casi di conflitti endosocietari soggiacenti, talora estesi nel tempo: ciò che potrebbe produrre, eventuali abusi di maggioranza nei confronti della minoranza, in occasione della ristrutturazione dell’impresa societaria.

Effettivamente, nella ristrutturazione delle imprese in crisi possono adottarsi delle decisioni per maggioranza dei soci riuniti in assemblea che, per quanto possano risultare positivi ai fini della ristrutturazione della società, ledano in modo diretto la minoranza relativamente a diritti che costituiscono la loro posizione giuridica di soci, potendo prodursi “abusi di maggioranza” recentemente tipizzati nel diritto societario spagnolo come causa di impugnazione delle delibere assembleari (art. 204.1, par. 2 LSC).

A sua volta, in un contesto di eventuali conflitti endosocietari e relativamente alla adozione di decisioni sociali di ristrutturazione, possono evidenziarsi talora quelli che potremmo chiamare “abusi della minoranza” per mezzo di condotte ostruzionistiche o astensionistiche nell’esercizio, da parte delle minoranze, dei propri diritti in assemblea, segnatamente nelle società chiuse, nelle quali risulta inesistente per il socio un mercato liquido di disinvestimento e nelle quali i meccanismi societari non gli permettono di svincolarsi unilateralmente dalla società (le cause di recesso sono tipizzate). Ciò favorisce talora – soprattutto quando la società va incontro a squilibri patrimoniali – la paralisi nella assunzione di decisioni in assemblea come strumento da parte del minoritario per “forzare” la acquisizione della sua partecipazione. Pertanto, quando si realizza un processo di ristrutturazione in ultima analisi l’interesse del socio minoritario consisterebbe non tanto nella non adozione della decisione, quanto, piuttosto, nel disporre di un meccanismo efficace di disinvestimento e di collocamento delle sue azioni, specialmente in quei modelli come quello spagnolo, nel quale in questi casi non sono previsti meccanismi di acquisto forzoso delle partecipazioni da parte della società<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> È il caso specifico dell’ordinamento spagnolo rispetto a quello inglese. Si veda J. ALFARO AGUILA-REAL, *Conflictos intra societarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)*, in *RDM*, n. 22, 1996, pp. 1084-1085; M.A. ALCALA DIAZ, *El conflicto de interés socios-sociedad en las sociedades de capital*, in *RdS*, n. 9, 1997, pp. 89-141; J.F. DUQUE DOMINGUEZ, *Tutela de la minoría: impugnación de acuerdos lesivos*, Valladolid, 1957, p. 154 ss.; J. JUSTE MENCIA, *Tutela de la minoría*, in *RdS*, numero straordinario, 1994, pp. 271-288; Id., *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Pamplona, 1995; J. PULGAR EZQUERRA, *Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías*, in *RDBB*, n. 129, gennaio-marzo 2013, pp. 8-34; J. MEGIAS LOPEZ, *Abuso de mayoría y de minoría en las sociedades de capital cerradas*, in *RDBB*, n. 132, 2013, pp. 7-50. P.J. RUBIO VICENTE, *Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima*, in *RdS*, n. 21, 2003, pp. 89-90.

Un terzo ambito di conflitti di interessi potrebbe essere di tipo esterno tra i soci e gli “*stakeholders*” rilevanti dell’impresa, tra i quali figurano i creditori nelle loro differenti tipologie, dal momento che, come accadeva relativamente ai soci, questi non costituiscono una categoria unica (è diversa la posizione del creditore titolare di passivo finanziario, da quella di un creditore pubblico, e da quella di un creditore commerciale). In questo ambito si collocherebbero anche i lavoratori, che rivestirebbero una posizione particolare come creditori, in quanto sarebbero non soltanto creditori aventi diritto alla retribuzione, ma anche titolari di un posto di lavoro che, almeno tendenzialmente, li indurrebbe a perseguire la conservazione dell’impresa a fronte di altri interessi, che potrebbero perseguire i soci, a massimizzare la redditività del proprio investimento.

Orbene, in questo ambito si può dire che il diritto della ristrutturazione risulterà efficace soltanto nella misura in cui contempra meccanismi di risoluzione dei conflitti di interesse tra i soci e gli amministratori, così come tra creditori e soci, o tra questi e quelli tra di loro.

Perciò, si pone la necessità ineludibile di coinvolgere il capitale nella ristrutturazione finanziaria della società al fine di renderla possibile, capitale che talora potrebbe soffrire dei sacrifici in vista della ristrutturazione. Se tali sacrifici sono assunti dai soci/azionisti volontariamente, si può parlare di una “ristrutturazione volontaria” o di “ristrutturazione condivisa”. Ma questa è una ipotesi più teorica che reale, dal momento che in linea di principio coloro che rivestono una posizione di soci/azionisti potranno e manifesteranno di fatto una “resistenza” alla eventuale diluizione della propria posizione giuridica di soci che la ristrutturazione può comportare, e questa situazione potrebbe prendere le forme del rifiuto di adottare le necessarie decisioni di ristrutturazione in assemblea.

È proprio per questo motivo che si può profilare quella che potremmo chiamare “ristrutturazione forzosa”, imposta ai soci contro la loro volontà, una situazione che fino ad ora è stata contemplata espressamente in provvedimenti normativi comunitari e realizzata in pratica nelle ristrutturazioni finanziarie per mezzo del cosiddetto “*burdens haring/bail in*”, ma non nell’ambito delle ristrutturazioni non finanziarie. Si tratterebbe di costringere i soci a lasciarsi coinvolgere nella ristrutturazione, o sostituendo alla volontà dei soci riuniti in assemblea una decisione assunta da un giudice (modello tedesco) o da un organo amministrativo – ciò che comporterebbe un cambio nella struttura delle competenze della società – o “forzando” in qualche modo tali soci ad adottare le decisioni (per es. nel modello spagnolo viene previsto un regime di responsabilità “*ad hoc*” dei soci che impediscano la ristrutturazione per mezzo della conversione di debito in capitale quando la alternativa sia ristrutturare o liquidare).

Tale possibilità di imporre a soci e azionisti una “ristrutturazione forzosa” nell’ambito della ristrutturazione non finanziaria avrebbe, da un lato, una giustificazione economica e, dall’altro, potrebbe trovare sostegno nel diritto societario.

In effetti, da un punto di vista economico, quando l'“*equity*” è pari a zero non c'è sostegno né sostrato economico per l'esercizio dei diritti amministrativi che integrano la posizione giuridica del socio, ciò che si collega con la relazione di rischio centrata sull'investimento che vincola il socio con la società. Ciò si traduce nella disciplina di diritto societario della “quota di liquidazione del socio”, nell'ambito delle norme che regolano la liquidazione delle società. In questo modo si stabilisce che i soci avranno diritto alla propria quota di liquidazione a patto e a condizione che i creditori siano stati integralmente soddisfatti nell'importo dei propri crediti o tale importo sia stato depositato (art. 391.2 LSC), e questo conferisce ai soci la condizione di creditori residuali della società. In effetti, l'azionista si trasforma nei confronti della società in un creditore che non ha diritto di esecuzione ma solo un diritto residuale di credito alla quota di liquidazione.

Tuttavia, vi è la possibilità che i soci/azionisti, nella loro qualità di creditori residuali, possano non percepire la propria quota di liquidazione, perdendo il proprio investimento, o anche che non soltanto perdano tale quota, ma che per di più debbano contribuire alla ristrutturazione, sopportando sacrifici che possono comportare la diluizione della propria posizione di soci all'interno della società e dei propri diritti amministrativi, o farli personalmente responsabili dei debiti sociali.

Tale tema, di grande complessità, è precisamente il cambio di paradigma che ci si propone di raggiungere nel progettato diritto europeo delle ristrutturazioni di impresa per mezzo della proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva delle imprese, del 22 novembre 2016, il cui asse principale a mia opinione consiste nel modo di vincere o di trattare la “resistenza” (“*holdout*”) di soci/azionisti, richiedendosi agli Stati membri di regolare la cosiddetta “ristrutturazione forzosa”.

Sono dell'opinione che la proposta di Direttiva sia influenzata dal modello anglosassone (Diritto nordamericano/Regno Unito), essendo chiamata la trasposizione di tale Direttiva, eventualmente – se la sua tramitazione si concluderà con successo – ad alterare le basi del modello di diritto societario in alcuni paesi del Blocco Continentale Europeo, e tra questi la Spagna, su temi tanto rilevanti come la caratterizzazione della relazione giuridica che vincola il socio alla società e i limiti all'esercizio da parte dei soci dei propri diritti amministrativi ed economici, in particolare in assemblea; in connessione con tutto ciò, viene ad essere alterato anche, in qualche modo, lo stesso concetto di interesse sociale.

Il fatto è che nella proposta di Direttiva si manifesta il passaggio dalla tradizionale caratterizzazione della relazione giuridica tra socio e società dalla teoria della proprietà (“*shareholder ownership*”) – che concepisce il socio come proprietario dell'impresa, soddisfacendosi attraverso l'esercizio del diritto di voto la sua posizione come tale all'interno della società<sup>11</sup> – alla teoria del socio come creditore resi-

---

<sup>11</sup> Si veda in lavoro pubblicato nel 1970 da M. FRIEDMAN, *Capitalización y libertad*, Madrid, 1966 e, successivamente, il testo pubblicato nel *The New York Times Magazine*, nel quale sosteneva che, dal



duale della società (“*the residual claimants*”)<sup>12</sup>. Si tratterebbe di un passaggio che comporterebbe, a sua volta, un correlativo cambiamento a livello di diritto positivo nei paesi del Blocco Continentale Europeo, nella concezione della clausola generale dell’“interesse sociale”. Così, da “concezioni contrattualiste” che, prendendo le mosse dalla relazione di proprietà che unisce società e socio, identificano il fine sociale con l’interesse dei soci alla massimizzazione e all’incremento dei benefici che come soci percepiscono dalla relativa “proprietà”, a “concezioni istituzionaliste” di integrazione plurale di interessi, in cui viene preso in considerazione non soltanto l’interesse dei soci, ma anche degli altri gruppi di interesse societariamente rilevanti (*stakeholders*), tra i quali si situerebbero i creditori, lavoratori, fondi, ecc.<sup>13</sup>. Nel citato Blocco giuridico Continentale Europeo, l’avvicinamento ad una nozione istituzionale del concetto di interesse sociale si era prodotto in paesi come la Spagna non tanto a livello di diritto positivo, quanto piuttosto per effetto di una etica economico-imprenditoriale a livello di categorie diffuse, nell’osservanza volontaria della cosiddetta “responsabilità sociale dell’impresa” (RSE) o nella “creazione del valore tollerante”. Tuttavia, come si evidenzierà in relazione alla proposta di direttiva sulla ristrutturazione preventiva, alcuni tra i paradigmi introdotti da quest’ultima potranno attuarsi soltanto attraverso un passaggio di diritto positivo al concetto istituzionale di interesse sociale o per lo meno a “concezioni contrattualiste evolutive”, e questo comporterà anche, prevedibilmente, un cambiamento di attribuzioni di competenze tra l’assemblea e l’organo di amministrazione.

È proprio questo l’oggetto del presente contributo, vale a dire cercare di conseguire un primo approccio al fondamento e alla costruzione della possibilità di una ristrutturazione forzosa non soltanto nel settore finanziario ma anche in quello non finanziario e, in questo ambito, dei doveri dei soci/azionisti nella ristrutturazione, a partire dalla reinterpretazione del tradizionale dovere di fedeltà dei soci tra di loro e nei confronti della società.

---

momento che gli azionisti sono i proprietari dell’impresa, l’interesse sociale troverebbe fondamento nell’incrementare i loro benefici. *The social responsibility of business is to increase its profits*, in *N.Y. Times*, May/September 13, 1970, pp. 32-33 e pp. 122-126.

<sup>12</sup> In qualche maniera, con riferimento alla ristrutturazione delle imprese in crisi, si riproduce e si riattiva il dibattito classico sulle concezioni della clausola generale dell’interesse sociale e della natura del vincolo tra socio e società. Già nel 1932 restò famoso il dibattito pubblicato nella *The Harvard Law Review* tra due esperti di diritto societario (il professor Adolf A. Berle e il Professor Merrick Dodd della *Harvard Law School*), nel quale si poterono confrontare la tradizionale concezione dei soci come proprietari (“*shareholders*”) e come “*residual claimants*” nell’ambito della “*shareholder primacy*”, dibattito che ad oggi non può ancora dirsi risolto. Si veda L. STOUT, *Band and not-so-bad arguments for shareholder primacy*, in *75 S. Cal. L. Rev.*, n. 1189, 2001-2002. Disponibile in *Heinonline* (<http://heinonline.org>).

<sup>13</sup> F.H. FASTERBROOK-D.R. RISCHER, *The economic structure of corporate law*, n. 36-39, 1991 (scuola di Chicago), che adottano il concetto di società come unione di contratti tra i soci/azionisti ed altri “*corporate participants*” (es. lavoratori, gestori, creditori in relazione ad altri contratti, ...).

Perciò, analizziamo sommariamente, in primo luogo, il modo in cui il tema è stato affrontato relativamente alla ristrutturazione forzata del settore finanziario, per poi passare al trattamento che tale ristrutturazione forzata riceve nella proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva del settore non finanziario. Da ultimo, analizzeremo il modello fino ad ora fatto proprio dall'ordinamento spagnolo, che, con certa tempestività rispetto ad altri paesi, si è adattato ai nuovi paradigmi di ristrutturazione inizialmente contenuti nella Raccomandazione della Commissione europea su un nuovo approccio alla crisi di impresa, del 12 marzo 2014, e, successivamente, nella proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva, del 22 novembre 2016.

## 2. Il sacrificio di soci e azionisti nella ristrutturazione delle imprese del settore finanziario: "burden share"/"bail-in"

Come è noto, la ristrutturazione del settore finanziario europeo, motivata in gran misura dalla crisi finanziaria internazionale verificatasi tra il 2007 e il 2015, ha prodotto nell'ambito della Unione Europea un diritto della concorrenza "eccezionale", alla luce del regime europeo di concessione di aiuti pubblici<sup>14</sup>.

Ciò troverebbe la propria giustificazione di politica legislativa nella finalità di favorire la ristrutturazione di tale settore, ottenendo di evitare, per quanto possibile, la dichiarazione di un procedimento concorsuale e l'eventuale liquidazione di tali enti. Tutto questo alla luce della protezione della stabilità del sistema finanziario, che costituisce una finalità di interesse generale, evitando il rischio sistemico e di contagio che potrebbe comportare la liquidazione di tali enti.

In questo settore sono venute in rilievo – e non poteva essere diversamente – le connessioni e, talora, le interferenze non soltanto tra la ristrutturazione e diritto della concorrenza – in particolare attraverso la necessità di stabilire talora delle eccezioni al regime europeo degli aiuti di Stato – ma anche le relazioni tra diritto societario e partecipazione al capitale (soci/azionisti) in relazione all'adozione di misure che risultano chiave nella ristrutturazione del sistema finanziario, come gli aumenti di capitale/ricapitalizzazioni o la conversione di debito in capitale, alla luce di eventuali situazioni di inadempimento dei requisiti del capitale regolatorio nelle entità di credito.

---

<sup>14</sup> F. URÍA FERNÁNDEZ, *Crisis financiera, mecanismos de apoyo a la solvencia de crédito en dificultades y Derecho de la Competencia*, in <http://www.bde.es/ffwebbde/secciones/publicaciones/informes/BoletinRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/May/Fic/ref0518.pdf>. Si veda, sulle misure destinate al settore finanziario, A. ESTOA PÉREZ, *Ayudas de estado y crisis actual: orientaciones de la Comisión y ayudas al sector financiero español*, in *Revista Española de Derecho Europeo*, n. 34, 2010, p. 11 ss. A. TAPIA HERMIDA, *Las crisis bancarias*, in *RcP*, n. 24, 2012, pp. 67-81. Successivamente, *Ayudas de estado en los bancos en el contexto de la crisis financiera*, in *STJUE*, 19 luglio 2016, caso C-526/14 *Kotnik y otros*, *La Ley Union Europea*, n. 41, ottobre 2016.

Orbene, in tale ambito del sistema finanziario, la giustificazione, così come i limiti e i principi che reggono la partecipazione e il sacrificio del capitale nella ristrutturazione sono stati affrontati dalla legge e dalla giurisprudenza in un ambito comunitario europeo. In effetti, il sacrificio di soci, azionisti e obbligazionisti nella ristrutturazione è stato ammesso espressamente nei testi comunitari, regolando il “fondamento” di tale sacrificio e il percorso attraverso il quale questo si struttura, mentre la sua applicazione pratica è stata modulata dal Tribunale di Giustizia dell’Unione Europea nell’esercizio delle proprie funzioni di controllo di legalità e di interpretazione delle norme in un ambito europeo. In tale ambito, occorre evidenziare che l’intervento del Tribunale di Giustizia in relazione alla ristrutturazione del sistema finanziario è stata definitiva, avendo valutato la tradizionale caratteristica del socio come proprietario della società attraverso la sua azione e la sua condizione di creditore residuale e le esigenze di interesse pubblico a preservare la “stabilità del sistema finanziario”.

In realtà, la disciplina europea sulla ristrutturazione e la risoluzione del sistema finanziario, che si propone di affrontare e di modulare i problemi centrali delle crisi economiche degli enti finanziari, si collega in ultima istanza con il finanziamento delle crisi bancarie e con la alternativa tra finanziare queste crisi con risorse pubbliche o private. In questa prospettiva, in ambito comunitario si è optato prioritariamente per il salvataggio interno di tali entità (“*bail-in*”), piuttosto che per ricapitalizzazioni esterne per mezzo di apporti provenienti da terzi non soci (“*bail-out*”). Ciò comporta la necessità che gli azionisti e gli altri titolari di strumenti ibridi di capitale (obbligazionisti, creditori e depositanti) “sopportino un sacrificio” in ciò che è conosciuto come “riparto dei carichi” (“*burden share*”) prima che, eventualmente, si produca un intervento pubblico (interventi di salvataggio), che comporterebbe il corrispondente sviamento di risorse pubbliche con conseguente carico per i contribuenti<sup>15</sup>.

Il fondamento economico del principio del “*burden share*” nell’ambito di una ricapitalizzazione interna (“*bail-in*”) si può comprendere soltanto se viene contestualizzato nell’ambito della normativa europea sugli aiuti di Stato. Allo stesso modo, esso è legato al carattere speculativo di partecipazione in negozi di rischio e di attività non produttiva che svolgono gli azionisti e gli ulteriori titolari di strumenti ibridi di capitale, ciò che giustificherebbe eventualmente la assunzione da parte loro delle eventuali perdite del settore finanziario nel quale hanno investito.

Tuttavia, da un punto di vista giuridico, l’opzione a favore della ricapitalizzazione interna investe o può investire i diritti dei soci, e così è venuto accadendo tradizionalmente in pratica, dal momento che l’azionista, talora volontariamente, as-

---

<sup>15</sup> Non dimentichiamo, però, che paesi come l’Islanda optarono per l’applicazione di procedure concorsuali alle entità finanziarie in difficoltà economiche, senza ricorrere al salvataggio per mezzo di aiuti pubblici, né a una ristrutturazione, ed il paese uscì dalla crisi economica.

sume il rischio della diluizione della sua posizione in caso di difficoltà economiche del settore finanziario.

Peraltro, la novità che viene introdotta dalla normativa europea su ristrutturazione e risoluzione finanziaria non sta tanto nel fatto che i soci/azionisti e gli altri titolari di strumenti ibridi di capitale possano dover sopportare sacrifici in casi di ricapitalizzazione, quanto piuttosto nel fatto che tale “diluizione” della posizione di tali soggetti nella società può essere loro imposta e non deve fare affidamento necessariamente sulla loro volontà, nella prospettiva della già conosciuta alternativa che si è trasformata in regola nella ristrutturazione del settore finanziario: “capitalizza o liquida”.

È tale visione che emerge dalla Comunicazione del 30 luglio 2013 sulla applicazione, a partire dal 1° agosto 2013, della normativa sugli aiuti di Stato alle misure di sostegno a favore delle banche nel contesto di crisi finanziaria (Comunicazione Bancaria 2013/C216/01), e nella Direttiva 2014/59/UE (artt. 35 e 54). In questo contesto, e con la prospettiva di limitare gli aiuti di Stato e diminuire il peso delle crisi bancarie sul contribuente, si stabilisce che non si provvederà a nessun aiuto di Stato fino a quando soci, azionisti e obbligazionisti non abbiano fatto i sacrifici loro spettanti; vale a dire: la concessione dell’aiuto è subordinata al previo assorbimento delle perdite da parte del capitale e alla contribuzione dei creditori subordinati (punti da 41 a 44 della Comunicazione della Commissione)<sup>16</sup>.

Il fondamento di tale scelta si radica nella necessità di preservare la stabilità del sistema finanziario vista come finalità di interesse generale, con l’adeguamento alla normativa europea in materia di aiuti di stato, ma con un giusto equilibrio tra il conseguimento di tale fine ed i diritti dei soci<sup>17</sup>.

Allo stesso modo, viene fissato il modo con cui nella ristrutturazione finanziaria prenderà corpo il sacrificio del capitale: si opta non già per incentivi negativi fondati su una eventuale responsabilità degli azionisti che non accettino la ricapitalizzazione, ma per la espressa attribuzione ad un organo amministrativo della facoltà di intervenire e adottare decisioni in materie che costituiscono competenza dell’assemblea.

Ciò comporta una potenziale collisione con la Direttiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, che, come è noto, disciplina il diritto degli azionisti

---

<sup>16</sup> A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie: quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015.

<sup>17</sup> Si osservi che questo giusto equilibrio sarà dato dalla normativa interna di ciascuno Stato membro che recepisca la Direttiva 2014/59 UE. In questo ambito, risulta interessante il modello italiano, nel quale, per mezzo del D.Lgs. n. 181/2015, si è stabilita questa ponderazione di interesse sulla base di un particolare adattamento della nota regola “*the best interest of creditors*” a quella “*the best interest of shareholders*”. Così, si stabilisce che il limite dal sacrificio imposto all’azionista nell’ambito della ristrutturazione finanziaria non potrà essere superiore al sacrificio che soci e azionisti dovranno sopportare in un procedimento liquidatorio.

a decidere aumenti o riduzioni di capitale, nonché il loro diritto a partecipare a qualunque nuova emissione di azioni e la protezione del creditore in casi di riduzione di capitale: circostanza che viene ammessa espressamente nel *Considerando* 121 della Direttiva 2014/59/UE.

Tuttavia, il Tribunale Superiore di Giustizia di Lussemburgo ha ritenuto che tali sacrifici non sono da considerarsi espropriativi – sempreché venga stabilito un giusto equilibrio tra il diritto di proprietà degli azionisti e le esigenze dell’interesse pubblico<sup>18</sup>. Tale equilibrio si manifesta, nella evoluzione della giurisprudenza del Tribunale, laddove ricorra la ragionevolezza o la necessità della misura adottata, in maniera che questa sia l’unica che possa garantire il risanamento, avendo come fondamento l’urgenza e il rischio di destabilizzazione del sistema finanziario e ammettendosi, a fronte della decisione amministrativa, il ricorso alla autorità giudiziaria competente.

Proprio in virtù della trasposizione della normativa comunitaria, l’ordinamento spagnolo ammette nell’art. 64.2 della *Ley* n. 11/2015 (che segue la *Ley* n. 9/2012) che il FROB come organismo pubblico abbia la facoltà, nell’ambito della risoluzione degli enti finanziari, di realizzare operazioni di aumento o di riduzione di capitale, di conversione di strumenti di capitale o di ricapitalizzazione interna, non trovando applicazione i limiti e i requisiti normalmente richiesti nella disciplina delle società di capitali o nella disciplina delle cooperative di credito<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Nella evoluzione della giurisprudenza del Tribunale Supremo di Giustizia in relazione alla possibilità di imporre una ristrutturazione forzosa ai soci nell’ambito della ristrutturazione finanziaria e la compatibilità di tale soluzione con la II Direttiva Europea in materia di società, si possono distinguere due diversi periodi: prima della sentenza sul caso *Dowling* (caso C-41/15) e dopo di questa.

Prima di tale sentenza, la giurisprudenza non era uniforme, avendo il tema la sua origine il caso *Fortis*, che aveva a che fare con il rifiuto, da parte della assemblea generale nel 2008 alla trasmissione dell’impresa bancaria esercitata in Belgio da BNP Paribas, ciò che impedì il suo risanamento. Prima, in relazione alla Grecia, che in questa materia ha dato luogo ad una abbondante giurisprudenza, la sentenza del TSJ del 12 marzo 1996, nel caso *Pafitis e altri*, l’avvocato generale ritenne che la competenza esclusiva dell’assemblea generale degli azionisti per la modifica del capitale sociale fosse di carattere assoluto ed inderogabile, sostenendo il primato dell’art. 25 della Seconda Direttiva societaria, applicabile anche a imprese assoggettate a regime speciale, come nel caso delle imprese finanziarie.

Questa stessa posizione fu mantenuta anche nel caso *Capital Bank AD c. Bulgaria*, e nella sentenza 1° aprile 2004 *Camberrow MMSAD c. Bulgaria*. Tuttavia, un cambio di paradigma si è prodotto con la sentenza del Tribunale sul caso *Dowling e altri* contro la risoluzione del Ministro delle Finanze dell’Irlanda, nella quale il Tribunale sostenne che l’interesse pubblico generale, che ha come oggetto la stabilità del sistema finanziario, soggiace alla Direttiva 2014/59 UE, deve prevalere sui diritti individuali degli azionisti tutelati dalla Direttiva 2012/30 UE. Si veda con ampiezza su questi temi L. HERNANDO CEBRIA, *El arreglo de capital como medida de recuperación de las entidades de crédito en crisis: tensiones entre el interés público y los derechos de los socios (una revisión de la doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea)*, in *RcP*, n. 27, 2017.

<sup>19</sup> Nell’ordinamento spagnolo vi è stato un particolare “*bail-in*” con riferimento alla ristrutturazione del Banco Popular, commentato nel suo blog da A. TAPIA HERMIDA, *La resolución de la crisis del Banco*

### 3. Il sacrificio di soci e azionisti nella ristrutturazione delle imprese non finanziarie: la proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva

Ancorché, come si è anticipato, il sacrificio di capitale nell'ambito della ristrutturazione nel settore finanziario sia stato oggetto di regolazione a livello comunitario ed oggetto di elaborazione da parte del Tribunale di Giustizia dell'Unione Europea, come si è anticipato, tutto questo non è peraltro ancora accaduto, fino ad ora, relativamente alla ristrutturazione delle imprese non finanziarie.

In effetti, la proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva delle imprese in crisi e sulla seconda opportunità, del 22 novembre 2016, costituisce il primo testo europeo nel quale venga esplicitata chiaramente la necessità che gli Stati membri regolino le modalità attraverso le quali il capitale (soci/azionisti) parteciperà alla ristrutturazione delle imprese non finanziarie in situazione di difficoltà economica. Allo stesso modo, fino ad ora e per quanto io sappia, non si è posto, davanti al Tribunale di Giustizia di Lussemburgo, il tema del sacrificio degli azionisti nella ristrutturazione di imprese non finanziarie, a fronte di quanto abbiamo invece evidenziato essere accaduto in relazione alla partecipazione di soci ed azionisti nella ristrutturazione nel settore finanziario.

È pertanto un tema "in costruzione", nel quale viene evocato il fondamento di tali sacrifici: fondamento che può risultare discutibile dal momento che non si "appoggia", a differenza di quanto accade nel settore finanziario, ad un fine di interesse generale, quale la stabilità del sistema finanziario.

Tuttavia, l'evitamento del rischio sistemico che comporterebbe la eventuale liquidazione di un intermediario finanziario potrebbe manifestarsi anche con riguardo a grandi imprese in crisi, secondo il tradizionale paradigma del "too big to fail". Effettivamente, ancorché tale paradigma sia stato quanto meno oggetto di revisione, almeno nell'ambito del settore finanziario, con la crisi di "Lehman Brothers", cessando di essere un paradigma assoluto comunque operante, continua ad essere mantenuto nella pratica, sebbene come "tema aperto" da valorizzare caso per caso. Inoltre, occorre rilevare che continuano ad essere approvate riforme alle quali è sottesa l'idea di impedire la liquidazione di grandi imprese in settori concreti e determinati (per esempio, nel settore aeronautico).

Tuttavia, come si evidenzierà più oltre, la ristrutturazione che si vuole armonizzare a livello europeo non ha come destinatarie soltanto le grandi imprese, dal momento che ha ad oggetto anche le pmi, settore nel quale (per quanto l'Europa sia un continente in cui le pmi creano quattro posti di lavoro su cinque) sembra non manifestarsi così chiaramente un rischio sistemico di destabilizzazione del sistema tale da poter costituire un fondamento della ristrutturazione forzata di tali imprese.

---

*Popular mediante su venta al Banco Santander. Del "bail-out" al "bail-in". El primer paso de un largo camino.*

Dall'altra parte, viene evocato anche il “modo” con il quale tali soci ed azionisti contribuiranno alla ristrutturazione: tema che, come è stato evidenziato, nell'ambito del settore finanziario è stato risolto mediante l'intervento di un organo amministrativo. Si tratta di temi, tutti, che devono essere affrontati nell'ambito della proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva del 26 novembre 2016.

Il fatto è che tale proposta è chiamata a rappresentare un passo decisivo nella armonizzazione europea del diritto della ristrutturazione preventiva delle imprese in crisi, nell'ambito del rafforzamento della cultura del salvataggio delle imprese nell'area UE. Tale proposta è stata preceduta dalla comunicazione della Commissione europea del dicembre 2012, relativa a un “un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza”, in cui veniva espressa la necessità di un approccio graduale alla armonizzazione delle normative sull'insolvenza e, successivamente, dalla Raccomandazione della Commissione europea su un nuovo approccio al fallimento delle imprese del 12 marzo 2014, che ha avuto un seguito diverso nei vari Paesi membri<sup>20</sup>.

Non evocheremo qui ancora le ragioni di politica legislativa per le quali la opzione di armonizzazione è ricaduta non tanto sul diritto dell'insolvenza, armonizzata soltanto a livello processuale per mezzo del Regolamento Europeo sull'Insolvenza transfrontaliera (Regolamento UE n. 2015/848, nella nuova versione del 20 maggio 2015), quanto piuttosto sul diritto della ristrutturazione: ciò che è stato dovuto, in ultima analisi, all'esistenza di differenze troppo grandi tra i vari sistemi giuridici degli Stati membri<sup>21</sup>.

È peraltro vero che tale proposta in grande misura risponde e si giustifica alla luce della costruzione di un mercato unico dei capitali europeo sempre più interdipendente (2015: Libro Verde *Capital Markets Union Plan*), che intende eliminare i principali ostacoli alla libera circolazione di capitali, servizi e lavoratori, finalità per la quale risulta essenziale la regolazione di un quadro prevedibile ed efficace di ristrutturazione delle imprese in crisi.

Perciò è fondamentale realizzare un livello armonizzato di ristrutturazione, in particolare del debito finanziario, dal momento che solo se vengono creati efficaci e prevedibili meccanismi di ristrutturazione tale costruzione potrà essere realizzata. Così si evinceva dal citato Libro Verde, che fu preceduto dal “*Parere dei cinque presidenti*” del 22 giugno 2015, intitolato “*Realizzare la Unione Economica e Moneta-*

---

<sup>20</sup> Si veda la *Evaluación de la aplicación* della Raccomandazione della Commissione europea del 12 marzo 2014, su un nuovo approccio alla insolvenza e all'insuccesso imprenditoriale, del 30 settembre 2015.

<sup>21</sup> H. EINDEMULLER-K. VAN ZWIETEN, *The future of restructuring law in Europe: great erharmonisation, but at what cost?*, Oxford, 13 dicembre 2016, discute anche delle ragioni per le quali l'unificazione non si è focalizzata in un ambito contrattuale in una visione contrattualista del problema dell'insolvenza, ciò che, a mio modo di vedere, ha come principale ostacolo il fatto che non tutti i crediti hanno una origine contrattuale, ma talora anche extracontrattuale (la cosiddetta decisione involontaria) che risulterebbe al di fuori della proposta di armonizzazione dell'insolvenza per la via contrattuale.

ria Europea”, che individuava nella legislazione sull’insolvenza uno dei principali ostacoli alla integrazione dei mercati di capitali nella zona euro e fuori, e dal quale si poteva comprendere che gruppi rappresentanti di interessi tanto diversi come banche, sindacati, associazioni di imprenditori o imprese di investimento appoggiavano la armonizzazione sostanziale delle regolazioni sulla ristrutturazione<sup>22</sup>.

È tuttavia da evidenziare che ci troviamo di fronte ad una proposta di armonizzazione minima, che sembra l’unica opzione possibile attualmente se si vuole che la armonizzazione si affermi e che persegua non tanto l’obiettivo di unificare soluzioni, quanto piuttosto quello di fare in modo che negli Stati membri i temi essenziali relativi alla ristrutturazione, che sono quelli indicati nella proposta di Direttiva, vengano affrontati.

La idea che anima la proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva delle imprese in crisi e sulla seconda opportunità è la promozione integrale degli interessi coinvolti (e non soltanto di quelli dei creditori) in una impresa in situazioni anteriori alla insolvenza (“*likely insolvency*”), ma realizzabili a livello di un piano di fattibilità, per mezzo della ristrutturazione alla quale tale promozione, come si è detto, è ontologicamente e strutturalmente consustanziale.

Così si evince dalla esposizione dei motivi della proposta di Direttiva, nella quale, con riferimento all’“obiettivo della proposta”, paragrafo I, si stabilisce che l’obiettivo della proposta di armonizzazione in tema di ristrutturazione precoce è “aiutare ad incrementare l’investimento e le opportunità di impiego nel mercato unico, ridurre la liquidazione non necessaria di imprese vitali, evitare una perdita di posti di lavoro, impedire che vengano accumulati prestiti non produttivi, facilitare operazioni di ristrutturazione transfrontaliere e ridurre i costi ed aumentare le opportunità per gli imprenditori onesti di riprendere la propria attività”; tali obiettivi sono ribaditi nel *Considerando* (12) della proposta di Direttiva.

Da ciò si deduce che si tratta di proteggere non soltanto gli interessi dei creditori, che vengono menzionati soltanto indirettamente tra gli obiettivi della proposta, o dei soci, nelle situazioni prossime alla insolvenza, ma anche quelli di altri gruppi di interesse (“*stakeholders*”) coinvolti dall’esercizio della attività imprenditoriale, e conseguentemente, dalle difficoltà economiche che questa attraversa.

Il modello è di chiara ispirazione anglosassone, il che spiega perché si punti su soluzioni di ristrutturazione preconcorsuale per le imprese prossime all’insolvenza (“*likely insolvency*”) con un intervento giudiziale o amministrativo minimale, similmente a quanto accade per gli “*schemes of arrangements*” e nel modello nordamericano, che è seguito in Europa dall’ordinamento tedesco, nel quale la ristrutturazione viene affrontata in sede concorsuale, sostanzialmente influenzata dal *Chapter 11* del

---

<sup>22</sup> J. PULGAR EXQUERRA, *Derecho europeo de reestructuraciones empresariales y derecho de la competencia*, in *Revista Espanola de Derecho Europeo*, n. 60, ottobre-dicembre 2016, pp. 13-47.



*Bankruptcy Code* statunitense, ancorché ispirata nella forma e nella “preconcorsualità” della ristrutturazione dagli “*schemes of arrangement*” del Regno Unito.

È proprio questa influenza anglosassone che spiega come, in questo ambito di rafforzamento di una cultura del salvataggio, venga data rilevanza essenziale, da un lato, alle norme relative al dovere di diligenza degli amministratori in situazioni di insolvenza (*Considerando* 36 della proposta) e, dall’altro, alle norme sui diritti e il ruolo degli azionisti nella ristrutturazione (*Considerando* 28), che costituiscono i due punti chiave del diritto anglosassone sulla prevenzione e sul trattamento delle difficoltà economiche.

Si parte dalla necessità di un comportamento diligente degli amministratori della società nella individuazione e nella prevenzione delle difficoltà economiche, e dalla necessità che essi proteggano anche gli “interessi legittimi dei creditori” in un giusto equilibrio con gli interessi degli azionisti. Gli amministratori, nella proposta di Direttiva, vengono fatti “responsabili della assunzione di decisioni relative alla gestione dell’impresa”: questo viene evidenziato nell’art. 18 all’interno del Capitolo 5 della proposta.

Ciò comporterà un importante cambiamento ed una alterazione del tradizionale regime di distribuzione delle competenze tra l’assemblea e l’organo di amministrazione negli ordinamenti del blocco continentale europeo, nei quali, come in quello spagnolo, non sono stati previsti tradizionalmente doveri degli amministratori sociali nei confronti dei creditori, ma soltanto nei confronti dei soci.

Un cambiamento ancora maggiore di paradigma comporteranno le previsioni relative alla partecipazione degli azionisti nella ristrutturazione di imprese, prendendosi come punto di partenza il *Considerando* 28 e l’art. 12 della proposta di Direttiva, e la considerazione che gli “azionisti non possono bloccare senza ragione l’adozione di piani di ristrutturazione che permetterebbero al debitore di recuperare la normalità della sua attività commerciale”. Tale affermazione si fonda su di una considerazione economica alla quale abbiamo fatto riferimento in precedenza: quando sulla base di una valutazione dell’impresa i titolari di partecipazioni (azionisti/obbligazionisti) non riceverebbero alcun pagamento né alcuna altra retribuzione (quota di liquidazione) se venisse applicata la normale gerarchia delle priorità nella liquidazione societaria, l’adozione del piano di ristrutturazione non deve essere condizionata al consenso di tali soggetti.

È questo il principio che si intende armonizzare, sebbene vengano lasciati alla scelta di ciascuno Stato membro “i differenti mezzi per realizzare tale obiettivo”, enumerandosi a titolo esemplificativo due possibilità: da un lato, l’esclusione, in tali casi, di un diritto di voto degli azionisti sul piano di ristrutturazione, senza alterazione delle competenze ma alterando eventualmente i requisiti relativi alla assemblea e al diritto di prelazione, con le conseguenti riforme del diritto societario; dall’altro, la possibilità che un organo giurisdizionale o una autorità amministrativa approvi un piano di ristrutturazione senza il consenso dei soci, per mezzo di un meccanismo di

ristrutturazione forzosa, con la conseguente alterazione delle competenze. In ogni caso, si parte dalla divisione dei creditori in classi e dalla considerazione dei soci come di una classe di creditori, introducendosi la cosiddetta regola del “*cramdown*” e “*cross-class cramdown*”, tratto tipico del diritto nordamericano, la cui trasposizione negli ordinamenti interni europei comporterà importanti modifiche del diritto societario. In questo senso, viene previsto espressamente nella esposizione dei motivi della proposta, alla luce della “coerenza con le disposizioni esistenti nella stessa politica di settore” che il diritto societario – e, in particolare gli artt. 19, parr. 1, 29, 34, 35, 40, par. 1, lett b), 41, parr. 1 e 41 della Direttiva 2012/30/UE, di cui si annuncia una possibile revisione – non deve costituire un ostacolo alla ristrutturazione.

In virtù del “*cramdown*” (art. 11 della proposta) si permette di coinvolgere i creditori dissidenti o non partecipanti, all’interno di ciascuna classe di creditori, giacché il cosiddetto “*cross-class-cramdown*” permette di approvare un piano senza l’accettazione di tutte le classi di creditori, compresa quella dei soci, purché venga rispettata la cosiddetta “*absolute priority rule*”. Sulla base di questa regola, come si apprende dall’art. 2 della proposta di Direttiva, “una classe dissidente di creditori deve essere integralmente soddisfatta prima che una classe di rango inferiore possa ricevere qualunque pagamento o mantenere qualsiasi partecipazione nel capitale sotto il piano di ristrutturazione”: principio questo che, d’altra parte, regge le ristrutturazioni forzose nel diritto nordamericano (*Chapter 11*)<sup>23</sup>.

Tuttavia, questa ristrutturazione forzosa viene consentita dalla proposta di Direttiva purché il processo si svolga sotto la supervisione giudiziale e non in procedimenti privati con minimo o nessun intervento giudiziale: e questa è una prima contraddizione interna che si percepisce nella proposta di Direttiva, che sembrava avere optato per modelli di ristrutturazione preventivi, stragiudiziali o con minimo intervento giudiziale.

Questa peraltro non è l’unica contraddizione interna avvertibile all’interno della proposta di Direttiva. In effetti, si vuole propiziare una uscita dalle difficoltà finanziarie per mezzo della ristrutturazione non soltanto con riguardo alle grandi imprese – come era tradizionale nel paradigma “*too big to fail*” – ma anche con riguardo alle pmi, alla luce del fatto che in Europa quattro su cinque posti di lavoro sono generati da micro, piccole o medie imprese<sup>24</sup>.

Così viene indicato nel *Considerando* 13 del *memorandum* della proposta: ma, discutibilmente, questa dichiarazione di principi non è sviluppata nell’articolato della proposta, che non contiene nessuna previsione relativa alle pmi.

---

<sup>23</sup> Sul modo con cui si articola questa regola, A. THERY, *Los marcos de reestructuración en la propuesta de directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016*, in RCP, 2017.

<sup>24</sup> Si veda il *Report on the treatment of MSME Insolvency*, World Bank Group (Working Group on the treatment of MSME Insolvency), 2017.

Il fatto è che il tema del sacrificio dei soci nella ristrutturazione di impresa non può essere affrontato in modo assoluto ed astratto: il fondamento e le modalità con le quali potrebbe imporsi forzosamente al capitale sarà in grande misura determinato non soltanto dal settore cui appartenga l'impresa da ristrutturare (finanziario/non finanziario), ma anche dalle sue dimensioni. Così la ristrutturazione pone problemi e necessità nell'ambito delle grandi imprese, con un elevato numero di azionisti che si finanziano ricorrendo al mercato dei valori, ricorrendo al risparmio per mezzo di società quotate nelle quali si produce una dissociazione tra proprietà e controllo; problemi e necessità diversi da quelli che si pongono per le pmi, che hanno una base generalmente personalista.

Tuttavia, nella proposta di Direttiva le modalità con le quali vengono regolati gli incentivi alla ristrutturazione non vengono differenziate in funzione delle dimensioni dell'impresa, mentre invece la ristrutturazione forzata per mezzo del “*cramdown*” e del “*cross-class-cramdown*” – che costituisce il nucleo essenziale della proposta – è pensata essenzialmente per le grandi imprese e non tanto per le pmi.

In effetti, il “*cramdown*” ha un senso nelle grandi imprese, nelle quali la liquidazione comporta una importante perdita di valore, e non tanto invece nelle pmi, nelle quali una liquidazione efficace, rapida, e con pochi appesantimenti “burocratici” amministrativi è talora la soluzione migliore.

Perciò, è importante segnalare che il destinatario o l'ambito soggettivo di applicazione della progettata Direttiva, in pratica, sarà dato dalle grandi imprese, specialmente quotate, e in minore misura dalle pmi, anche se queste non sono escluse dall'ambito di applicazione. Ciò, in pratica, potrà comportare, tra gli altri, il rischio dell'uso di meccanismi di ristrutturazione con finalità diverse da quelle inizialmente perseguite dalla norma: e questo è importante alla luce del fondamento di politica legislativa che giustifichi l'eventuale sacrificio che potrebbe essere imposto agli azionisti<sup>25</sup>.

#### 4. Il modello spagnolo: responsabilità concorsuale dei soci per copertura del *deficit* patrimoniale

##### 4.1. *L'adattamento tempestivo dell'ordinamento spagnolo al paradigma della ristrutturazione delle imprese in crisi*

L'ordinamento spagnolo, con singolare rapidità rispetto agli altri ordinamenti europei ha fatto proprio, a partire dal 2009 e particolarmente nel periodo 2012-2015, il

---

<sup>25</sup> Si ricordi, in Germania, il caso della Editoriale Surkan. K. SCHMIDT, *Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades?*, cit., p. 304 ss., affrontando il tema dell'eventuale utilizzo strumentale dei meccanismi di ristrutturazione come meccanismo di risoluzione dei conflitti intrasocietari.

nuovo paradigma di ristrutturazione europeo delle imprese in crisi, nel contesto della Raccomandazione europea del 12 marzo 2014, il cui recepimento in Europa, come si è già evidenziato, è stato abbastanza irregolare.

In quel contesto, è stato aggiornato e migliorato il regime giuridico degli accordi preconcorsuali di ristrutturazione, introdotto nel 2009, e sono stati superati, prevalentemente alla luce della Raccomandazione, paradigmi classici del diritto privato, finché anticipando alcune previsioni che avrebbero successivamente costituito l'asse centrale della proposta di Direttiva del 2016. Così, in materia di accordi di rinegoziazione, con o senza omologazione (che costituisce una nuova tipologia di tutela giudiziale) l'ordinamento spagnolo ha superato il principio di relatività del contratto (art. 1258 c.c.), regolando l'estensione del contenuto dell'accordo a creditori dissenzienti o non partecipanti, inclusi i titolari di diritti reali di garanzia, prevedendo criteri di valutazione della garanzia che successivamente sono stati "esportati" al "convenio" concorsuale. Allo stesso modo, l'ordinamento spagnolo ha protetto la negoziazione degli accordi di ristrutturazione per mezzo della comunicazione dell'inizio delle negoziazioni ex art. 5-bis LC, che comportava il blocco delle azioni esecutive ("stand still" legale)<sup>26</sup>. È stato inoltre introdotto un "cramdown" implicito, considerando ammissibili dei piani di fattibilità con "trascinamento" di classi quando nella DA 4°, ap. 3 LC si ammette che i creditori finanziari garantiti possano – se vantano crediti sufficienti – imporre un accordo di rinegoziazione ai creditori non garantiti contro la loro volontà, sebbene senza una determinazione legale di classi di creditori: in questo modo non soltanto allineando l'ordinamento alle previsioni della Raccomandazione, ma anche anticipando quelli che sarebbero stati istituiti centrali nella proposta di Direttiva.

Tuttavia, nonostante l'importanza di tali innovazioni, l'aspetto forse più importante della adesione dell'ordinamento spagnolo al modello paradigma di ristrutturazione è stato – sebbene il tema venga affrontato "flebilmente" nella Raccomandazione, mentre nella proposta di Direttiva assume carattere essenziale – la regolazione della necessità di coinvolgere nella ristrutturazione i detentori del capitale: questo avviene non in modo generalizzato ma con riferimento alla conversione di debito in capitale che è uno dei contenuti più frequenti del piano di ristrutturazione, a causa della forte leva finanziaria delle imprese che ricorrono agli accordi di rinegoziazione.

Tuttavia, a fronte dell'eventuale "holdout" degli azionisti, non si è introdotta, come invece nel diritto nordamericano o in quello tedesco (e come si prevede nella proposta di Direttiva), una divisione legale dei creditori in classi, né i soci vengono considerati come una classe di creditori che deve accettare il piano di ristrutturazione: non è previsto che il giudice possa, al ricorrere di determinate circostanze, sosti-

---

<sup>26</sup> Mi sono occupata di questi argomenti in J. PULGAR EZQUERRA, *Preconcurso y reestructuración de empresas*, 2ª ed., Madrid, 2016.

tuirsi alla volontà dei soci riuniti in assemblea (“*cramdown*” legale). Ciò, probabilmente, perché nel modello spagnolo gli accordi omologati non sono accordi puramente giudiziali, rappresentando piuttosto una istanza intermedia tra la extragiudizialità e la giudizialità, vale a dire una nuova tipologia di tutela giudiziale molto vicina alla giurisdizione volontaria, ma non equiparabile a quest’ultima; nel modello tedesco, invece, i processi di ristrutturazione delle imprese in crisi, quando si innestano in un procedimento concorsuale, hanno carattere giudiziale.

Perciò, nella proposta di Direttiva si insiste sulla necessità della presenza di un organo giudiziale o amministrativo per poter introdurre ristrutturazioni forzose (art. 11 della proposta di Direttiva).

In questo quadro, l’opzione fatta propria dalla Spagna è stata quella, discutibile e poco efficace, di prevedere incentivi negativi al fine di fare in modo che i soci riuniti in assemblea deliberino l’aumento di capitale per mezzo di compensazione dei crediti che tale capitalizzazione dei debiti comporta.

Infatti, da un lato, sono stati resi più “leggeri” i requisiti previsti in sede societaria per l’adozione di tale delibera di aumento di capitale, producendosi così uno “spostamento” del diritto societario dalla regolazione preconcorsuale degli accordi di ristrutturazione<sup>27</sup>. E ciò allo scopo di favorire l’adozione della delibera<sup>28</sup>, non facendosi più riferimento a quanto previsto per l’approvazione, da parte dell’assemblea, della delibera di modifiche statutarie, ma al regime più semplice previsto per l’approvazione delle delibere ordinarie (abbassamento delle maggioranze richieste)<sup>29</sup>.

Dall’altro lato, in relazione ai crediti oggetto di compensazione, essi si considerano liquidi, scaduti ed esigibili, mentre in confronto l’art. 301 LSC esige che almeno il 25% dei crediti siano scaduti, liquidi ed esigibili. Tuttavia, sembra da intendersi che ciò sia previsto solo allo scopo di anticipare nell’ambito di accordi di ristrutturazione i requisiti ai quali il diritto societario condiziona la possibilità di compensare crediti con azioni o partecipazioni di nuova emissione. Ciò significa che non si produrrebbe la scadenza anticipata dei crediti a tutti gli effetti, che si verifiche-

---

<sup>27</sup> K. SCHMIDT, *Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades?*, cit., pp. 303-314.

<sup>28</sup> A. DIAZ MORENO, *Sobre el aumento de capital por compensación de créditos*, in AA.VV., *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltran, Liber Amicorum*, II, Valencia, 2015, p. 1445 ss. Mi sono occupata dell’aumento di capitale per compensazione dei crediti da un punto di vista societario in J. PULGAR EZQUERRA, *El acuerdo de la junta de aumento de capital por compensación de créditos en el marco de las sociedades de capital*, in *Rds*, n. 34, 2010, p. 38 ss., dove bibliografia sul punto.

<sup>29</sup> Si veda, ponendo in discussione il fatto che la deroga in questi casi della maggioranza rafforzata risulti compatibile con il diritto europeo (Direttiva per le delibere di aumento di capitale con esclusione del diritto di prelazione), ritenendo che la norma che il *Real Decreto-Ley* avrebbe dovuto dichiarare inapplicabile avrebbe piuttosto dovuto essere il quorum costitutivo dell’assemblea, A. RECALDE CASTELLS, *Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deuda en capital*, in *ADCo*, n. 33, 2014, p. 45.

rebbe soltanto quando, dichiarato il concorso, si aprisse la fase di liquidazione (art. 146 LC)<sup>30</sup>.

Allo stesso modo, si è escluso che il soggetto che capitalizza sia considerato persona con relazioni “speciali” con il debitore e che sia considerato come amministratore di fatto (art. 93.2.2 in connessione con l’art. 92.5 LC).

Ma soprattutto nel modello spagnolo, senza arrivare alla previsione di una “capitalizzazione forzata” né per i soci né per i creditori (potendo questi ultimi scegliere tra la conversione e una remissione), si incentivano i soci ad adottare la delibera sotto la “minaccia” di una loro eventuale responsabilità concorsuale per la copertura del deficit patrimoniale in un eventuale successivo concorso che dovesse essere successivamente dichiarato.

Si tratta di una delle possibili opzioni che sono “suggerite” nella proposta di Direttiva, che lascia gli Stati membri liberi rispetto al modo attraverso il quale “forzare” o incentivare i soci a coinvolgersi nella ristrutturazione convertendo il debito in capitale. Tuttavia, sebbene la opzione fatta propria dall’ordinamento spagnolo si muova nell’ambito della proposta di Direttiva, bisogna anticipare, da un lato, come si vedrà tra poco, che si tratta di una opzione non scevra di problemi quanto al suo fondamento (dal momento che è più facile giustificare l’intervento di un organo giudiziale o amministrativo a questo livello, piuttosto che un regime di responsabilità illimitata dei soci che distorce le caratteristiche tipiche di una società di capitali); dall’altro che si tratta di una soluzione poco “efficace” in pratica, che si fonda sulla possibilità a posteriori che si apra una “eventuale” fase di qualificazione di un “eventuale” concorso, non raggiungendosi lo scopo prefisso, vale a dire quello di favorire la ristrutturazione dell’impresa: infatti si può sostenere che la vera virtualità della opzione consisterebbe in un ambito preventivo, propiziando l’adozione di misure societarie preventive per i soci, non essendosi verificato in pratica, fino ad ora, nessun caso di responsabilità.

Analizziamo qui di seguito i presupposti e le questioni che possono essere sollevate con riferimento a questo regime di responsabilità.

#### 4.2. Capitalizzazione del debito e presunzione di concorso colpevole: l’eventuale responsabilità dei soci

##### 4.2.1. L’introduzione di incentivi negativi nel modello spagnolo

Nel modello spagnolo, il riformatore della *Ley Concursal* n. 22/2003, nel periodo compreso tra gli anni 2012 e 2015 (Ministero dell’Economia), avvertì chiara-

---

<sup>30</sup> Sulla applicazione materiale di tale regime, J. PULGAR EZQUERRA, *Capitalización y refinanciación de deuda: incentivos legales*, in *Cuadernos de Derecho y Comercio (CDC)*, numero straordinario, 2016, pp. 25-27.

mente che per favorire la capitalizzazione del debito era necessario minimizzare il rischio di “*holdout*” degli azionisti, che a volte non hanno interesse alla capitalizzazione, dal momento che possono vedere diluita la loro posizione attraverso “prese o acquisti di controllo” da parte dei concorrenti, ciò che può rendere più difficile l’adozione di una delibera di aumento di capitale per compensazione dei crediti, necessario per procedere alla capitalizzazione del debito.

Come si è anticipato, nel modello spagnolo, al fine di incentivare i soci ad adottare tale delibera, sono stati introdotti degli “incentivi negativi” ex art. 165.2 LC, per mezzo di una presunzione “*iuris tantum*” di concorso colpevole (e che perciò ammette la prova contraria), relativamente a quei soci che rifiutino, senza una causa ragionevole, la capitalizzazione dei propri crediti o una emissione di valori o strumenti convertibili, nei termini dell’art. 71-*bis*.1 o nella DA 4° LC, frustrando il raggiungimento di un accordo di ristrutturazione. Allo stesso modo, tali soci saranno considerati, eventualmente, persone “colpite” dalla qualificazione ex art. 172.2.1 LC, potendo il giudice estendere anche a questi, quando la fase di qualificazione si sia aperta o riaperta a seguito dell’apertura della liquidazione, il regime di responsabilità concorsuale per deficit patrimoniale previsto per gli amministratori o i liquidatori di diritto o di fatto e rappresentanti generali della persona fisica (art. 172-*bis* LC). Da tale presunzione sarebbero esclusi, tuttavia, ex art. 172.2.1 in fine LC, gli amministratori che abbiano “raccomandato” la capitalizzazione basata su una causa ragionevole, ancorché sia stata poi rifiutata dai soci.

Viene pertanto regolata nelle condizioni appena passate in rassegna una presunzione “*iuris tantum*” di concorso colpevole, con cui si vuole “punire” il socio, non tanto per non accettare l’accordo di ristrutturazione, quanto piuttosto per non adottare la delibera di aumento di capitale per compensazione dei crediti alla base della capitalizzazione, contenuto dell’accordo di ristrutturazione, frustrando in tal modo la esecuzione dell’accordo, nel senso di “adempimento” dello stesso.

Sembrerebbe trattarsi di una sanzione per i soci, che possono eventualmente diventare persone “colpite” dalla sentenza di qualificazione in ragione di un “disinteresse” mostrato nella adozione precoce di misure societarie, prima che la società entri in uno stato di insolvenza, e alla luce delle informazioni fornite dagli amministratori ai soci riuniti in assemblea sulla situazione economica che la società sta attraversando.

Tuttavia – e discutibilmente – questa presunzione non opera quando il rifiuto dei soci abbia luogo nell’ambito di un “*convenio*” concorsuale<sup>31</sup>: la ragione di fondo di

---

<sup>31</sup> Sui dubbi generati da questo nuovo regime di responsabilità dei soci, in relazione alla capitalizzazione del debito, J.A. FERNANDEZ DEL POZO, *El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto Ley 4/2014*, in *La Ley Mercantil 2014*, n. 1, pp. 11-19 (versione digitale). V. CORTES-N. DELGADO, *Capitalización de créditos y calificación concursal*, in *Diario La Ley*, versione elettronica, n. 8.357, 18 luglio 2014.

questo diverso trattamento pare essere l'idea che è nell'ambito preconcorsuale che si deve soprattutto incentivare la conversione di credito in capitale, al fine di evitare la dichiarazione di concorso e i conseguenti costi economici, di tempo e reputazionali che ciò comporta: finalità che viene meno quando il concorso sia stato già dichiarato, nonostante il possibile contenuto di ristrutturazione che può inerire al “*convenio*” concorsuale.

#### 4.2.2. *Gli elementi che configurano la responsabilità concorsuale dei soci*

Sono vari gli elementi che integrano la presunzione di concorso colpevole prevista dall'art. 165.2 LC e che possono comportare la responsabilità concorsuale dei soci per il deficit patrimoniale:

– Rifiuto della capitalizzazione dei crediti o di una emissione di valori o di strumenti convertibili. In tale previsione può rientrare un'ampia gamma di comportamenti tanto positivi (voto contrario) o omissivi (per es.: assenza del socio di maggioranza che impedisce il raggiungimento del *quorum* costitutivo) e situazioni di blocco equiparabili in linea di principio a condotte negative di carattere omissivo<sup>32</sup>.

– Tuttavia il rifiuto della capitalizzazione non è sufficiente per rendere operativa la presunzione, dal momento che si esige che con questo si “sia frustrato il raggiungimento di un accordo di ristrutturazione” previsto o nell'art. 71-*bis* 1 o nella Disposizione Addizionale 4°: vale a dire accordi collettivi di ristrutturazione con o senza omologazione, senza che la presunzione di riferisca a accordi individuali “*de puerto seguro*” di cui all'art. 71-*bis* 2 LC, trovandosi tuttavia ricompresi all'interno di questo ambito, per espressa previsione di legge, gli accordi stragiudiziali di pagamento.

– Si esige, inoltre, che il rifiuto frustri la esecuzione dell'accordo di ristrutturazione, senza che ricorra una “causa ragionevole”, criterio che ricorda l'istituto della impugnazione delle delibere societarie per abuso di maggioranza di cui all'art. 20 LSC, nel quale pure si allude alla “ragionevolezza della causa” nella adozione della delibera per escludere, nel caso, un eventuale abuso di maggioranza<sup>33</sup>. In questo ambito, la presentazione del parere dell'esperto indipendente, designato ai sensi dell'art. 71-*bis* LC e che viene previsto nella DA 4° LC, che i creditori potrebbero aver richiesto, facilita la prova sulla causa ragionevole – potendo i soci, a loro volta, pre-

---

<sup>32</sup> Si veda la *Conclusión VI* delle *Conclusiones della Reunion de Magistrados de lo Mercantil di Madrid*, del 7 e 21 novembre 2014, sulla unificazione dei criteri di applicazione delle riforme della *Ley Concursal* n. 22/2003 ad opera delle *Leyes* nn. 11/2014 e 17/2014.

<sup>33</sup> Mi sono occupata di questo argomento in J. PULGAR EZQUERRA, *Impugnación de acuerdos sociales, en particular abusos de mayoría*, in AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, diretto da F. RODRIGUEZ ARTIGAS e altri, I, Navarra, 2016, pp. 303-331.



sentare un altro parere di un esperto che accrediti l'esistenza di una causa ragionevole per rifiutare la capitalizzazione<sup>34</sup>. Tuttavia, ciò non comporta "a contrario" che si possa dedurre che nel caso in cui tale parere non sia allegato non sussista una causa ragionevole: semplicemente, in questo caso occorrerà dare per altri mezzi la prova della causa ragionevole della capitalizzazione<sup>35</sup>.

Allo stesso modo, la presunzione di concorso colpevole continuerebbe ad operare ex art. 165.2 LC, anche se non venga prodotto il parere di un esperto relativamente alla causa ragionevole per la capitalizzazione, dal momento che il dolo o la colpa riconnessi alla assenza di capitalizzazione possono essere dimostrati altrimenti.

In ogni caso, si tratta di un requisito la cui valutazione è molto complessa e che, in ultima istanza, come si evidenzierà più oltre, è legato al concetto stesso di interesse sociale, dal momento che la "causa ragionevole" immaginiamo che sia riferita al rifiuto del socio, dovendo valutare in questo ambito fino a che punto è "ragionevole" che il socio consideri il fatto che ciò che può essere un beneficio per la società e per altri gruppi di interesse ("stakeholders") può non esserlo per lui.

A tale proposito, ritengo che ricorra una "causa ragionevole" quando il rifiuto dei soci sia riferito non tanto alla capitalizzazione – che può essere ragionevole per ristrutturare la società – quanto piuttosto alle condizioni alle quali l'organo di amministrazione ha pattuito la capitalizzazione: occorrerebbe quindi analizzare se gli stessi risultati di ristrutturazione avrebbero potuto essere raggiunti laddove la capitalizzazione fosse stata pattuita a condizioni "più ragionevoli" dal punto di vista del socio, dal momento che in questo ambito possono manifestarsi eventuali abusi di maggioranza ai danni della minoranza nella adozione di una delibera assembleare, sviando dalle finalità perseguite con la capitalizzazione verso una "diluizione" non necessaria dei soci di minoranza<sup>36</sup>.

In questo senso, ritengo che la presunzione di concorso colpevole può essere superata quando i soci che rappresentino le percentuali richieste dalla Legge sulle Società di Capitali impugnino con successo la delibera societaria di aumento di capitale per compensazione di crediti per abuso di maggioranza ex art. 204.1, par. 2 LSC in relazione alle condizioni decise dalla maggioranza per realizzare la compensazione (per es.: la capitalizzazione può rispondere ad una ragionevole necessità, ma

---

<sup>34</sup> Nell'art. 71-bis, par. 4 LC si legittimano soltanto il debitore e i creditori – e non i soci – a richiedere la relazione di tale esperto. Tuttavia, tale possibilità sarebbe implicitamente ammessa nell'art. 165.2 LC, dove si stabilisce che se vi fosse più di una relazione, la maggioranza delle relazioni formulate dovranno coincidere in tale apprezzamento: e tale pluralità di relazioni può provenire non soltanto dal debitore e dai creditori, ma anche dai soci, non essendovi nessuna previsione espressa contraria a tale possibilità.

<sup>35</sup> Si veda, sulla convenienza della relazione dell'esperto, J. SANCHEZ CALERO, *Refinanciaciones y plan de viabilidad: conveniencia del informe de experto, autoría, contenido y responsabilidad*, in *RcP*, n. 22, 2014.

<sup>36</sup> V. CORTES-N. DELGADO, *op. cit.*, pp. 1-17.

non sono ragionevoli le condizioni alle quali tale capitalizzazione viene pattuita). Il successo dell'impugnazione comporterebbe una "causa ragionevole" per il rifiuto, da parte del socio, alla conversione di debito in capitale<sup>37</sup>.

– Infine e comunque, alla luce di quanto viene disposto dall'art. 165.2, par. 2 LC, la presunzione di concorso colpevole è vincolata al fatto che l'accordo di ristrutturazione attribuisca ai soci della società debitrice un diritto di prelazione rispetto a "azioni, partecipazioni, valori o strumenti convertibili sottoscritti dai creditori in conseguenza della capitalizzazione o emissione proposta, in caso di alienazione ulteriore da parte degli stessi". Con ciò sembra escludersi, da un punto di vista di politica legislativa, il diritto di sottoscrizione dei soci in una prima trasmissione, ciò che può essere discutibile<sup>38</sup>, ma da un punto di vista di politica legislativa viene rimosso il dibattito sulla ricorrenza di tale diritto di preferenza, giustificando tutto ciò con il fine di favorire "modifiche nel controllo". È previsto, peraltro, un diritto di acquisizione "ex post", vale a dire in una eventuale seconda trasmissione, costituendo pertanto causa ragionevole del rifiuto della conversione la assenza di un diritto "ex post" di acquisto da parte dei soci.

In definitiva, si tratta di un tema di "governance", dal momento che l'entrata dei creditori come soci nella società obbedisce a ragioni di ristrutturazione del debito; ma se il creditore/finanziatore intende trasferire a terzi le proprie azioni, il socio deve avere un diritto di prelazione.

Un tema diverso è se il socio possa eludere la qualificazione di colpevolezza, in un eventuale concorso, quando è risultato escluso dalla società, per non essergli stato riconosciuto un diritto di prelazione in caso di ulteriore alienazione di azioni, partecipazioni, valori o strumenti convertibili sottoscritti dai creditori in conseguenza della capitalizzazione o della emissione proposta.

#### 4.2.3. La modulazione della responsabilità concorsuale dei soci

I soci che abbiano rifiutato senza un motivo ragionevole la capitalizzazione o l'emissione di valori convertibili risponderanno soltanto "in funzione del proprio grado di contribuzione alla formazione della maggioranza necessaria al rifiuto della decisione": siamo pertanto nell'ambito di una responsabilità per danno.

Tale previsione di graduazione della responsabilità, in funzione della partecipazione al capitale sociale, da un lato, si inserisce nel binomio proprietà-responsabilità nel quale sembra un principio lineare, una azione un voto, legandosi ai limiti nel-

---

<sup>37</sup> J. PULGAR EZQUERRA, *Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*, in *RdS*, n. 44, 2015, p. 69 ss.

<sup>38</sup> A. RECALDE CASTELLS, *La tutela de los socios en los acuerdos de refinanciación mediante la conversión en capital de la deuda de la sociedad*, in AA.VV., *Liber Amicorum Prof. Luis Fernandez de la Gandara*, Navarra, 2016, pp. 823-847.

l'esercizio da parte del socio del suo diritto di voto come diritto amministrativo. Ciò con la specifica problematica in caso di dissociazione del diritto di voto, quando il titolare formale dell'azione non ha potere di decisione, e con la necessità di distinguere tra il socio apparente e il socio reale, riaprendosi così la questione se il diritto di voto (e la correlativa responsabilità) sia legato alle azioni o agli azionisti, senza dimenticare i casi nei quali sia lo stesso socio – nel quale ricorra anche la condizione di creditore – a convertire il suo credito in capitale.

Parlando di dissociazione, un particolare problema comporterà la determinazione della responsabilità nei casi di delega di voto ad un terzo, in particolare ad un intermediario finanziario, o la “depurazione” da responsabilità in funzione del grado di partecipazione nei casi in cui sussistano dei patti di sindacato<sup>39</sup>.

Dall'altra parte, con la previsione di graduazione della responsabilità in funzione del grado di partecipazione, si riconosce il pluralismo societario nel quale essere socio di controllo o socio minoritario non è la stessa cosa; tuttavia, tale previsione comporterà problemi pratici, dal momento che la norma non specifica se la graduazione di responsabilità opererà in funzione della partecipazione del socio nel capitale, o se deve intendersi che coloro che di per sé non possano raggiungere la maggioranza necessaria (socio minoritario) possano escludere la propria responsabilità allegando tale circostanza.

In linea di principio, a tutto questo fa da presupposto l'idea che possono essere sanzionati soltanto coloro che possano “bloccare” la capitalizzazione e lo facciano – e di qui la esclusione della responsabilità per l'amministratore laddove raccomandi la capitalizzazione: e questo accadrebbe sempre per il socio di maggioranza che voti contro, mentre per il socio di minoranza occorrerebbe distinguere caso per caso. In questo senso, la soluzione è di capire se era in grado di bloccare la decisione, dal momento che se è vero che per se stesso non ha la capacità di approvare o di impedire l'adozione della delibera di aumento di capitale per compensazione<sup>40</sup>, è altrettanto vero che in alcuni casi il comportamento della minoranza potrebbe nondimeno essere decisivo (es.: soci titolari di un 40%, in contrasto con un altro 40%, mentre il voto del 20% del socio di minoranza sarebbe di per sé minoritario per decidere l'adozione della delibera).

In definitiva, ci troviamo di fronte ad una “eventuale” responsabilità dei soci per copertura del deficit patrimoniale che costituisce un incentivo negativo che opera

---

<sup>39</sup> I. PEINADO GARCIA, *La capitalización en los acuerdos de refinanciación*, in AA.VV., *Estudios jurídicos en recuerdo del profesor Emilio Beltran, Liber Amicorum*, II, Valencia, 2015, pp. 1427-1444, evidenziando che se i soci hanno tenuto condotte coordinate potrebbero essere tutti sanzionati nella misura in cui il contributo congiunto alla formazione della maggioranza necessaria per il rifiuto sia stata di importanza capitale.

<sup>40</sup> A. ALONSO UREBA, *Comentario al art. 172-bis LC*, in AA.VV., *Comentario a la Ley Concursal*, diretto da J. PULGAR EZQUERRA, *La Ley*, 2016; F. MARIN DE LA BARCENA, *Comentario al art. 165 LC*, *ibidem*.

“*ex post*” nella “eventualità” che venga dichiarato un concorso e che quest’ultimo venga qualificato come colpevole. Questa dichiarazione del concorso, cui viene condizionata la responsabilità concorsuale dei soci, non avverrà necessariamente in ogni caso, dal momento che l’inadempimento al quale condurrebbe la mancata operatività dell’accordo di ristrutturazione dipendente dal rifiuto della capitalizzazione non comporta automaticamente la dichiarazione di concorso, diversamente da quanto accade nel caso di inadempimento dell’accordo stragiudiziale di pagamento (art. 241.3 LC).

Allo stesso modo, a queste “eventualità” si aggiunge che, anche nel caso in cui questa responsabilità dovesse farsi effettiva, ciò non conseguirebbe il raggiungimento del fine perseguito, vale a dire che la delibera di aumento di capitale per compensazione di crediti che comporta qualsiasi capitalizzazione possa essere adottata e con ciò rendere possibile la ristrutturazione dell’impresa.

In questo ambito, pertanto, sembra più efficace la soluzione introdotta nell’ordinamento tedesco, che facoltizza il giudice a sostituirsi in determinate circostanze alla volontà dei soci riuniti in assemblea, quando l’alternativa sia “liquidare o ristrutturare”.

Tuttavia, nell’ordinamento tedesco questo accade all’interno di un procedimento concorsuale giudiziale, ciò che non accade con riferimento agli accordi di ristrutturazione spagnoli, che si situano nella preconcorsualità, e che vengono concepiti con un carattere stragiudiziale: e questo si è rivelato essere in pratica uno dei principali motivi del successo di tali accordi, cosa che dovrebbe essere oggetto di riflessione.

Sembra quindi opportuno un dibattito sulla struttura degli accordi di ristrutturazione, se l’intento è quello di incentivare la partecipazione del capitale nella ristrutturazione: bisognerebbe valutare i vantaggi e gli svantaggi che comporterebbe il dotarli di un carattere procedimentale giudiziale in luogo del loro attuale carattere stragiudiziale.

Ma questo non è tutto, dal momento che la opzione compiuta nell’ordinamento spagnolo, oltre a risultare poco efficace dal punto di vista dell’incentivo alla ristrutturazione, presenta un problema di fondamento, dal momento che stabilire un regime di responsabilità che trasforma i soci di una società di capitali in responsabili per la copertura del deficit patrimoniale nei confronti dei creditori, oltre il limite della propria quota di partecipazione alla società, deformerebbe uno degli elementi tipici delle società di capitali.

### 4.3. *Il fondamento della responsabilità concorsuale dei soci*

#### 4.3.1. *Altri casi di responsabilità del socio per debiti sociali nelle società di capitali*

Nelle società di capitali tradizionalmente la responsabilità limitata dei soci è considerata un elemento essenziale, e questo è stato inteso dalla dottrina maggiorita-

ria come assenza di responsabilità dei soci nei confronti dei terzi<sup>41</sup>, il che implica che il patrimonio della società costituisce il riferimento obiettivo per i creditori sociali.

Orbene, questo paradigma classico del diritto societario è derogato dalla già descritta previsione di una responsabilità per copertura del deficit patrimoniale. Tuttavia, anche se questo regime costituisce una novità, non è peraltro l'unico caso in cui viene prevista una responsabilità personale e individuale dei soci per i debiti sociali, poiché si prevedono altri casi in cui, al fine di proteggere i creditori sociali, anche i soci rispondono dei debiti sociali in un ambito di liquidazione societaria, riduzione di capitale o inadempimento degli obblighi di pubblicità nel caso di società unipersonale.

In effetti, nell'art. 399.1 LSC viene stabilita, con riferimento alle società anonime e a responsabilità limitata, la responsabilità solidale dei soci tra di loro per le passività sopravvenute dopo la cancellazione della società dal registro, fino al limite rappresentato da quanto percepito come quota di liquidazione.

D'altra parte, nell'art. 331.1 LSC, per la tutela dei creditori, in casi di riduzione del capitale, viene disciplinata nelle società a responsabilità limitata la responsabilità solidale tra di loro e con la società dei soci ai quali fosse stato restituito, totalmente o parzialmente, il proprio conferimento in società, con riferimento al pagamento dei debiti contratti prima che la riduzione fosse stata resa opponibile ai terzi, fino al limite di quanto ricevuto a titolo di restituzione dell'apporto in società.

Infine, nell'art. 14.1 LSC viene stabilito, trascorsi sei mesi senza iscrizione della società unipersonale nel registro mercantile, un regime di responsabilità personale, illimitata e solidale per i debiti sociali contratti durante il periodo di tempo durante il quale ha avuto luogo la unipersonalità.

Nei casi appena passati in rassegna si rompe il paradigma della responsabilità limitata dei soci di società di capitali: e questo con una chiara giustificazione di politica legislativa. infatti, la responsabilità del socio per le passività sopravvenute dopo la cancellazione della società dal registro si limita a quanto percepito a titolo di quota di liquidazione e si inquadra in quanto stabilito dall'art. 391.2, che antepone la soddisfazione dei creditori alla devoluzione al socio da parte della società della sua quota di liquidazione, che percepirà soltanto in quanto siano stati integralmente soddisfatti tutti i creditori, il che evidenzia la condizione del socio come di creditore residuale. Sarebbe un ingiusto arricchimento quello del socio che riceva la sua quota di liquidazione risultando delle passività insoddisfatte: pertanto, se sopravvenissero passività dopo la cancellazione dal registro, egli dovrà rispondere nel limite di quanto ricevuto a titolo di quota di liquidazione nei confronti dei creditori<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> J. GIRON TENA, *Derecho de sociedad de anonimas (segun la Ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid, 1952, p. 67, evidenziando che non si tratta del fatto che il socio risponda limitatamente, ma che non risponda dei debiti della società nei confronti dei terzi.

<sup>42</sup> J. PULGAR EZQUERRA, *La cancelación registral de las sociedades de capital*, Madrid, 1992 (e dottrina relativa ivi citata).

Argomenti simili possono essere addotti nei casi di riduzione del capitale per devoluzione dei conferimenti, con riferimento ai soci ai quali totalmente o parzialmente fossero stati restituiti i loro apporti in società: essi pure risponderanno in un modo limitato, fino al limite di quanto percepito a titolo di devoluzione del proprio apporto, in ciò che comporta una liquidazione parziale che unisce il socio alla società, risultando applicabile anche in questo caso l'art. 391.2, che antepone il soddisfacimento dei creditori a quello dei soci.

Nei casi di società unipersonale, il regime di responsabilità del socio, che in questo caso non è limitato al suo apporto in società, ma ha carattere illimitato, si giustifica in ragione della protezione del traffico come sanzione per l'assenza di pubblicità della condizione di unipersonalità, che potrebbe dare luogo alla confusione socio-società.

Tuttavia, nel caso di responsabilità concorsuale del socio per copertura del deficit patrimoniale *ex art. 165.1 LC*, non è chiaro il fondamento di questa previsione, che per di più non si limita alla partecipazione del socio nella società.

In effetti, anche se può sostenersi che anche in sede concorsuale possono applicarsi i precetti societari che regolano la liquidazione della società e che antepongono il soddisfacimento dei creditori a quello dei soci, ciò opererebbe in sede di classificazione concorsuale, considerando il socio come creditore residuale tra i creditori subordinati (art. 92.5 e 93.2.1 LC) in relazione alla propria quota di liquidazione o al suo diritto di rimborso della sua partecipazione, avendo come ultima conseguenza, eventualmente, che il socio non percepisca la propria quota.

Tuttavia il tema di cui stiamo dibattendo è diverso, poiché stiamo parlando di un regime di responsabilità che ha come conseguenza, eventualmente, non il fatto che il socio non percepisca la propria quota di liquidazione, ma che egli possa essere condannato in modo illimitato a corrispondere ai creditori ciò che non percepiscano all'interno di un procedimento concorsuale.

Per giustificare tale previsione si potrebbe ricorrere a argomenti estranei al diritto societario, come per esempio la funzione sociale dell'impresa, così "in voga" negli anni '70-'80 del secolo scorso: argomento che potrebbe essere utilizzato, come si è anticipato, eventualmente (e non senza difficoltà dogmatiche) relativamente alle imprese la cui dichiarazione di concorso (e, eventualmente, la cui liquidazione) potrebbe comportare effetti sistemici paralleli in qualche modo a quelli immaginabili con riferimento alle imprese del settore finanziario ("*too big to fail*"). Ma questo stesso argomento difficilmente potrebbe essere speso per le pmi pur considerando che in paesi come la Spagna esse generano quattro posti di lavoro su cinque, mentre anche a queste società si applica la presunzione di colpevolezza del concorso prevista nell'art. 165.1 LC, con il conseguente eventuale regime di responsabilità.

Tuttavia, sembra che il tema possa ricollegarsi meglio alla considerazione della natura contrattuale della società e del vincolo che unisce il socio alla società, nell'ambito delle norme generali sulle obbligazioni e i contratti, e, in concreto, con la costruzione di un dovere di fedeltà dei soci tra di loro e nei confronti della società. In

questa prospettiva, l'incentivo alla partecipazione dei soci alla ristrutturazione della società sembra ravvivare nel nostro ordinamento – come del resto è accaduto in quello tedesco – il dibattito (peraltro già classico) relativo alla costruzione di tale dovere di fedeltà, non privo di problemi, però questa volta in uno scenario concreto come quello della ristrutturazione, come nuovo paradigma europeo di trattamento delle difficoltà finanziarie delle imprese.

#### 4.3.2. I doveri di fedeltà del socio nell'ambito della ristrutturazione

La proposta di “spiegare” i doveri dei soci nella ristrutturazione delle imprese non finanziarie in difficoltà alla luce di un generico dovere di fedeltà ha il suo precedente nell'ordinamento tedesco<sup>43</sup>, e il suo fondamento di politica legislativa nella stessa base della natura giuridica della società come contratto<sup>44</sup>. Tuttavia, la costruzione dogmatica può risultare complessa e determinare costi molto alti, vista in particolare la sua mancanza di esplicita tipizzazione fino ad ora nel diritto societario spagnolo e la sua ineludibile connessione con il concetto di interesse sociale non delimitato nell'ordinamento spagnolo e suscettibile, come noto, di costruzioni contrattualiste e istituzionaliste. Fino a questo momento la dottrina e la giurisprudenza spagnola si sono orientate per un primo approccio contrattualista all'interesse sociale, ciò che può essere limitativo del contenuto del dovere di fedeltà, ma non sono mancate costruzioni evolutive, così come sfumature ed evoluzioni nel campo del volontarismo dell'etica imprenditoriale, attraverso la cosiddetta “responsabilità sociale corporativa” o la teoria della creazione di valore tollerante (“*creating shared value*”).

In effetti è vero che il dovere di fedeltà del socio è privo fino ad ora nell'ordi-

---

<sup>43</sup> Nell'ordinamento tedesco, la costruzione di un dovere di fedeltà del socio nel risanamento o nella ristrutturazione dell'impresa in sede concorsuale è stata opera della giurisprudenza, in particolare del Tribunale Supremo Tedesco e, in minor misura, della dottrina (K. SCHMIDT, *Insolvenzordnung*, Munich, 2013). Così, tradizionalmente vengono citati STS Tedesco caso “Girmes” BGH, 20.30.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, in cui, nell'ambito di una società di persone, i soci venivano fatti responsabili per il risarcimento dei danni che dalla loro eventuale condotta ostruzionistica alla ristrutturazione sarebbero potuti derivare. Allo stesso modo (BGH, 19.10.2009 – II ZR 240/08, BGHZ 183, 1 = NJW 2010, p. 65), il Tribunale pose il dilemma tra “risanamento o dismissione”, obbligando il socio che non decise la misura dalla quale dipendeva il risanamento a svincolarsi completamente dalla società. Bisogna ricordare anche in questo ambito la sentenza del OLG di Munich, 16 gennaio 2014. Più recentemente, bisogna citare la STS Tedesco del 12 aprile 2016, in cui in relazione ad una società a responsabilità limitata, anche se non in relazione ad un processo di ristrutturazione, si affronta il dovere di fedeltà che ricade sul socio maggioritario (*Treuepflicht*), imponendogli, a certe condizioni, di votare in un determinato senso. Si veda, sul dovere di fedeltà nell'ordinamento tedesco, M. IRIBARREN, *La posición del socio mayoritario de una limitada ante una serie de propuestas en materia de gestión formuladas por la minoría*, in *Almacen de Derecho*, settembre 7, 2016.

<sup>44</sup> Per una visione critica M. SAEZ LACAWE, *Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control en sociedades cotizadas*, in *InDret*, n. 1, 2016.

namento spagnolo di tipizzazione legale, a fronte di quanto accade con il dovere di lealtà all'interesse sociale che fa capo all'amministratore nell'esercizio della sua carica, disciplinato nell'art. 227 LSC, che deve modulare il suo comportamento e nel quale si situa il criterio per arbitrare i conflitti di interesse tra socio e società<sup>45</sup>.

Pur in mancanza di tipizzazione legale, c'è una certa coincidenza di vedute tra giurisprudenza e dottrina sul fatto che il socio, oltre al dovere di realizzare il suo apporto e eventualmente adempiere le obbligazioni accessorie, ha anche un dovere di fedeltà nei confronti della società e degli altri soci<sup>46</sup>.

Orbene, la questione essenziale che si pone è analizzare quale sarebbe, da un punto di vista dogmatico, il fondamento di politica legislativa che permetta di "costruire" un dovere di fedeltà che fino ad ora non è tipizzato legalmente, come si è anticipato.

Talora si sono distinte, come se si trattasse di compartimenti stagni, due sedi per situare questo fondamento: una contrattuale e una societaria. Così, si invoca a volte il tema generale dell'adempimento di obbligazioni e contratti e il dovere generale di diritto privato di esercitare, eseguire e interpretare diritti e contratti secondo buona fede disciplinato negli artt. 1258 e 1107 c.c.<sup>47</sup> e, altre volte, in sede societaria, il conseguimento del fine comune<sup>48</sup>.

Tuttavia, riteniamo che è necessario, per porre un fondamento dogmatico al dovere di fedeltà del socio, fare riferimento simultaneamente sia all'ambito societario che al dovere generale di diritto privato di esercitare, eseguire e interpretare diritti e contratti secondo buona fede: il che significa che è necessario realizzare un collegamento tra buona fede e fine comune, che in pratica si realizza nell'interesse sociale.

In effetti, se analizziamo la natura giuridica della relazione tra socio e società – vale a dire, ciò che costituisce la posizione giuridica di socio – ci troviamo di fronte ad una relazione singolare e soprattutto contrattuale (art. 1665 c.c.: "la società è un contratto"), caratterizzata dalla dottrina come "relazione singolare di cooperazione" in

---

<sup>45</sup> C. PAZ-ARES, *Anatomía del deber de lealtad*, in AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, cit., pp. 425-459.

<sup>46</sup> J. GIRON TENA, *Derecho de sociedades anonimas*, cit.; *Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho de la Universidad de Valladolid*, Valladolid, pp. 198-199; J.F. DUQUE DOMINGUEZ, *op. cit.*, pp. 53-55; L. FERNANDEZ DE LA GANDARA, *La atipicidad en el derecho de sociedades*, Zaragoza, 1977, pp. 157 (303); J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, cit., p. 142 ss.; J. ALFARO AGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, 1995, p. 33 ss.; M.A. ALCALA DIAZ, *op. cit.*, p. 89 ss.; L. HERNANDO CERBIA, *Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada*, in *RdM*, n. 283, 2012, p. 276 ss.; J. MEGIAS SANCHEZ, *La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa* (in stampa), pp. 2-4; J. PULGAR EZQUERRA, *Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías*, in *RDBB*, n. 129, gennaio-marzo 2013, pp. 15-20.

<sup>47</sup> Così, in giurisprudenza, SAP Gerona, 27 dicembre 1999.

<sup>48</sup> Così SAP Baleares, 21 gennaio 2001. C. PAZ ARES, *Comentario al art. 1665 c.c.*, in AA.VV., *Comentario del Código Civil*, II, Madrid, 1991, p. 1299 ss.



relazione ad un fine comune e di durata, trattandosi di un “contratto proiettato al futuro”, dal momento che si sviluppa nel tempo, non esaurendosi con un solo atto, come accade nei contratti di scambio<sup>49</sup>. In questa prospettiva, il socio “coopera” con la società inizialmente tramite la sua adesione con il suo apporto economico in cambio del quale riceve una azione o una partecipazione, variando durante la vita della società l’ambito di cooperazione economica e politica (diritto di voto) che il socio mantiene con la società, obbligandosi, sulla speciale base contrattuale di cooperazione che lo unisce alla società, ad esercitare in buona fede i suoi diritti economici (dividendo) e amministrativi (voto), cooperando alla realizzazione del fine comune, che in pratica è l’interesse sociale.

In questo senso riteniamo, in base alla citata base contrattuale speciale di cooperazione, che il dovere di fedeltà potrebbe essere predicato – sebbene con sfumature e differenze – relativamente a qualunque socio, indipendentemente dalla sua tipologia, e potrebbe essere predicato non soltanto con riferimento alle grandi società aperte in forma di società quotata – dove ovviamente questo dovere assume una rilevanza particolare con riferimento al socio di controllo – ma anche con riferimento alle piccole società, con struttura chiusa o non quotate<sup>50</sup>, e non soltanto in situazioni di prosperità economica della società ma anche – e forse con maggiore intensità – quando la società attraversa o è prossima ad attraversare difficoltà economiche.

Allo stesso modo, il dovere di fedeltà risulterebbe esigibile in un ambito ampio relativamente all’esercizio da parte dei soci dei propri diritti nella società, ma specialmente in quanto attiene alla partecipazione del socio nell’assemblea generale: ambito nel quale, nonostante l’ampio margine di autonomia di cui godono i soci nel votare, si suole invocare l’adempimento di questo dovere, specie con riferimento all’esercizio del diritto di voto, dal momento che tale dovere opera come limite all’esercizio del diritto in caso di eventuale conflitto o danno all’interesse sociale<sup>51</sup>.

Orbene, costruito dogmaticamente il fondamento del dovere di fedeltà del socio, in vista del conseguimento del fine comune, attraverso condotte positive che lo facilitino e omettendo condotte che possano pregiudicarlo<sup>52</sup>, la sua realizzazione nell’ordinamento spagnolo, relativamente al suo contenuto ed ai doveri che comporta

---

<sup>49</sup> J. GIRON TENA, *Derecho de sociedades anonimas*, cit., p. 296.

<sup>50</sup> J. MIQUEL RODRIGUEZ, *Reflexiones sobre los deberes de fidelidad de socios y accionistas*, in AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del professor Anibal Sanchez Andres*, Madrid, 2010, pp. 454-455. In giurisprudenza, si veda STS, 12 luglio 2002, evidenziando che il dovere di fedeltà vincola non solo la maggioranza degli azionisti ma anche la minoranza.

<sup>51</sup> CARRASCO PERERA, passando in rassegna la giurisprudenza in materia, in [https://www.researchgate.net/publication/257200035racionalidad\\_economica\\_y\\_deber\\_de\\_lealtad\\_en\\_socios](https://www.researchgate.net/publication/257200035racionalidad_economica_y_deber_de_lealtad_en_socios). V. A. RECALDE CASTELLS, *Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil*, in *La Ley*, 1993, I, p. 308.

<sup>52</sup> J. GIRON TENA, *Derecho de Sociedades*, I, *Parte General. Sociedades colectivas y comanditarias*, Madrid, 1976, pp. 296-297.

per il socio nell'ambito della ristrutturazione di impresa, sarà data dall'interesse sociale, nel quale in pratica si manifesta il fine comune.

Quando facciamo riferimento all'"interesse sociale" ci troviamo di fronte ad un concetto giuridico indeterminato nel diritto societario, non definito né concretizzato legalmente ed al quale "laconicamente" si allude nella Legge sulle Società di Capitali spagnola con l'espressione "interesse della società" (art. 227 LSC), in relazione al dovere di lealtà degli amministratori o anche con quella "interesse sociale" nell'art. 204.1 LSC, con riferimento alle cause di impugnazione delle delibere sociali. In entrambi i casi, da un lato, non sono delimitati i soggetti ricompresi nel concetto, e, dall'altro, non viene delimitato il contenuto materiale dell'interesse: il che, come è noto, è stato inteso dalla dottrina in un modo evolutivamente distinto, sulla base delle cosiddette "tesi contrattualiste" o "tesi istituzionaliste" del concetto di interesse sociale.

Se ci atteniamo a ricostruzioni tradizionali in base a tesi contrattualiste (che sono quelle maggioritariamente seguite dalla dottrina e dalla giurisprudenza spagnole) con la formula dell'interesse sociale si alluderebbe all'interesse comune dei soci, poiché ricomprienderebbe unicamente gli interessi esclusivi di coloro che apportano il capitale alla massimizzazione del valore economico dell'impresa. Per converso, le concezioni istituzionaliste delle società di capitali, come forme di impresa, identificano l'interesse sociale con una nozione astratta aperta di conservazione e di redditività delle imprese e rappresentano una revisione del tradizionale modello societario orientato esclusivamente o prioritariamente al soddisfacimento dell'interesse dei soci, ritenendo che la società come impresa deve essere il luogo non soltanto della realizzazione degli interessi dei soci ma anche degli altri gruppi coinvolti nell'impresa, tradizionalmente denominati "stakeholders" (lavoratori, investitori, ecc.). La attuale redazione della LSC ha eluso il riferimento all'"interesse dei soci", che avrebbe comportato l'opzione per la tesi contrattualista, così come quello all'"interesse dell'impresa", che avrebbe fatto scivolare chiaramente il modello spagnolo verso le tesi istituzionaliste, facendo riferimento talora all'interesse sociale (art. 204.1) talaltra a quello della società (art. 227 LSC): ciò sembra indicare la scelta di una tesi intermedia, che suppone una concezione della società come di entità monistica, che incorpora il riconoscimento di un pluralismo intrasocietario di interessi<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> G. ESTEBAN VELASCO, *Responsabilidad social corporativa: delimitación, relevancia jurídica e incidencia en el Derecho de Sociedades y en el gobierno corporativo*, in AA.VV., *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias Prada*, Madrid, 2014, p. 284 ss. In precedenza, in *Interes social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa*, in AA.VV., *Responsabilidad social corporativa*, I, Castellón de la Plana, 2005, pp. 13-62; A. ALONSO UREBA, *El gobierno de las grandes empresas*, in AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, diretto da E. Velasco, Madrid, 1999, pp. 105-106; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la limitación o supresión del derecho de suscripción preferente*, in AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a Giron Tena*, Madrid, 1991, pp. 41-45. J. MEGIAS SANCHEZ, *op. cit.*, analizzando l'evoluzione dell'ordinamento spagnolo in materia di interesse sociale.

Vero è che, pur riconoscendo le carenze di una concezione strettamente contrattualista dell'interesse sociale, nell'ordinamento spagnolo allo stato non esiste una disciplina della compatibilità tra interesse sociale e interesse degli “*stakeholders*” diversi dagli azionisti, forse per una “prevenzione” a fronte di eventuali abusi che in questo ambito potrebbero prodursi rispetto ai soci di controllo: dottrina e giurisprudenza si orientano verso una concezione contrattualista dell'interesse sociale e ricadendo il rischio di “antigiuridicità”, con il conseguente regime di responsabilità per le decisioni di impresa nelle quali si intenda rendere compatibili entrambi gli interessi<sup>54</sup>.

Ciò potrebbe rendere difficoltosa – dal punto di vista di posizioni strettamente contrattualiste e in prima approssimazione – la costruzione di alcuni doveri di fedeltà dei soci rispetto ad un interesse sociale che in linea di principio si identifica soltanto con gli interessi degli stessi soci e non incorpora interessi di altri “*stakeholders*”, come accade nella ristrutturazione d'impresa.

Indubbiamente è possibile ricorrere da una prospettiva economica – in un quadro di volontarietà di etica di impresa – alla cosiddetta “responsabilità sociale dell'impresa” o “responsabilità social-corporativa” (per riferimento alle grandi imprese in forma di società anonima singolarmente quotate) o alla teoria anglosassone della “creazione del valore condiviso”<sup>55</sup>, per superare in qualche maniera le carenze della evoluzione del diritto positivo verso concezioni istituzionaliste dell'interesse sociale, e potere così fondare l'interesse sociale su tale concetto di promozione integrale di interessi<sup>56</sup>. Ma in questo modo ci muoviamo in un ambito di volontarietà che permette di fondare un dovere di fedeltà su tale interesse sociale soltanto a condizione che si accettino tali teorie, non permettendo per altro verso di costruire questo dovere con carattere generale.

Tuttavia, riteniamo che, senza dover ricorrere a tali teorie, e pur in mancanza dell'evoluzione del diritto positivo, si possa costruire un dovere di fedeltà del socio rispetto alla ristrutturazione, sulla base di quella che potremmo definire una “teoria contrattualista evolutiva”, per la quale sembra propendere la LSC nella sua formulazione attuale quando fa riferimento all’“interesse sociale” e non all’“interesse dei soci”. In questa prospettiva, riteniamo che il contenuto dell'interesse sociale dovrà essere determinato in relazione alla causa del contratto di società, intesa come funzione economico-sociale della società in termini di massimizzazione sostenuta del

---

<sup>54</sup> J. MEGIAS SANCHEZ, *op. cit.*

<sup>55</sup> G. ESTEBAN VELASCO, *op. cit.*, pp. 271-310; J. MEGIAS SANCHEZ, *op. cit.*

<sup>56</sup> Si veda la Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo sulla rinnovata strategia dell'UE per il 2011-2014, sulla responsabilità sociale corporativa (RSE) nella quale si definisce questa come “la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società”, mettendosi in evidenza, in relazione alle pmi, che, in funzione della dimensione della impresa e dell'indole delle sue operazioni, è probabile che per queste il processo di RSE sia “formale e intuitivo”.

valore di impresa: ciò che, in situazioni prossime a “disordini economici” (squilibri patrimoniali, perdite, ecc.), dovrebbe identificarsi con la sopravvivenza della società, alla luce del principio della conservazione dell’impresa<sup>57</sup>.

Se partiamo da queste premesse, il dovere di fedeltà del socio/azionista risulterebbe leso non soltanto quando il socio ottiene dei vantaggi per sé a danno della società, ma anche quando adotta condotte che, ancorché non gli arrechino un beneficio diretto, risultino pregiudizievoli per la società<sup>58</sup>: in ultima analisi, il contenuto del diritto di fedeltà del socio consisterebbe nell’aver cura dell’interesse sociale e di omettere ciò che possa pregiudicarlo.

In questa prospettiva, sarebbe contrario al dovere di fedeltà il voto del socio in assemblea che non permetta la massimizzazione del valore economico dell’impresa che in situazioni di insolvenza o prossime a questa sarebbe da identificare con la sopravvivenza della società per mezzo della adozione di misure di ristrutturazione, ciò che a lungo termine massimizzerà anche il valore della partecipazione per il socio.

Orbene, diventa a questo punto importante determinare quali sarebbero le conseguenze della violazione, da parte del socio, dei propri doveri di fedeltà nel quadro della ristrutturazione di impresa. È proprio a questo proposito che, per mezzo della *Ley Concursal* e per mezzo del regime di responsabilità concorsuale dei soci per il deficit patrimoniale, la violazione del dovere di fedeltà si dota di una specifica sanzione giuridica.

In effetti, nell’art. 165.1 sembra essere tipizzato implicitamente un dovere di fedeltà del socio rispetto alla ristrutturazione, per mezzo della non interposizione di ostacoli alla ristrutturazione stessa, che sarebbero frapposti in caso di mancata adozione di delibere di capitalizzazione del debito; nello stesso tempo, l’inadempimento del dovere di fedeltà del socio in questo ambito viene dotato di una conseguenza legale specifica centrata in questo particolare regime di responsabilità concorsuale: l’intensità del dovere di fedeltà e di questa responsabilità, come si è evidenziato, sono modulate in funzione del grado di partecipazione alla formazione delle maggioranze richieste per l’adozione della delibera.

Ciò contrasta con quanto accade in relazione alla generica violazione del dovere di fedeltà del socio che fino a questo momento sarebbe privo di una sanzione legale specifica<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> J. SANCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*, in AA.VV., *Derecho de sociedad de anónimas codizadas*, II, Navarra, 2006, pp. 857 ss. Si veda ALCALA DIAZ, *op. cit.*, p. 90; F. MARIN DE LA BARCENA, *Intereses de los socios e intereses del concurso durante la tramitación del proceso concursal*, in AA.VV., *Convergencias y paralelismos entre el Derecho de Sociedades y el Derecho Concursal*, Madrid, 2007, pp.303-307.

<sup>58</sup> J. GIRON TENA, *Derecho de sociedades anonimas*, cit., p. 296 ss.; M.A. ALCALA DIAZ, *op. cit.*, p. 89 ss.

<sup>59</sup> In effetti, nello stato attuale del nostro ordinamento, anche se dogmaticamente si può costruire e

In fondo, si tratterebbe di una opzione parallela a quella compiuta dall'ordinamento tedesco, nel quale, per mezzo della riforma della legge concorsuale (INSO) ad opera della ESUG, è stato introdotto un divieto di ostacolo alla ristrutturazione, seppure con importati differenze rispetto a quanto accade nel diritto spagnolo. Da un lato, infatti, nell'ordinamento tedesco la configurazione di questo divieto è realizzata in modo espresso nell'art. 245 INSO, mentre nell'ordinamento spagnolo ha un carattere implicito nell'art. 165.1; dall'altro, nell'ordinamento tedesco quel dovere viene configurato in un quadro di risanamento o ristrutturazione all'interno di un procedimento concorsuale giudiziale, mentre nell'ordinamento spagnolo il divieto viene posto in un quadro di ristrutturazione preconcorsuale stragiudiziale.

Perciò, i due modelli si differenziano per le conseguenze giuridiche dell'inadempimento del divieto di ostacolo, dato che seppure nell'ordinamento tedesco l'ostacolo alla ristrutturazione permette al giudice, in determinati casi, di approvare un piano contro la volontà dei soci – che in quel modello costituiscono una classe di creditori che devono accettare il piano (art. 245 INSO) – nel modello spagnolo tale opzione non è contemplata, proprio perché ci troviamo in un quadro di ristrutturazione preconcorsuale e stragiudiziale (mentre viene sostituita dal regime, passato in rassegna, di responsabilità dei soci per copertura del deficit patrimoniale).

Peraltro, al di là dell'operatività del regime di responsabilità concorsuale dei soci ora passato in rassegna, e collegato alla tipizzazione “implicita” di un dovere di fedeltà del socio nella ristrutturazione, al fine di consentire la realizzazione della ristrutturazione (che potrebbe non conseguire all'adozione di tale tipo di responsabilità), potrebbe risultare praticabile la previsione statutaria del dovere di fedeltà del socio, come prestazione accessoria, in uno scenario di ristrutturazione<sup>60</sup>.

---

dare fondamento a un dovere di fedeltà del socio conforme a quanto esposto, alla sua violazione non vengono attribuite conseguenze legali specifiche. È peraltro vero che si può ricorrere all'indennizzazione prevista dal Codice civile, in connessione con l'inadempimento del dovere di dare esecuzione e di interpretare i contratti secondo buona fede ex art. 7 c.c. e che si è perfino proposto, seguendo il modello tedesco, di escludere o di separare forzatamente il socio che sia inadempiente al suo dovere di fedeltà (v. A. RECALDE CASTELLS, *Deberes de fidelidad y exclusión del socio*, cit., p. 304 ss.) essendo poi la delibera societaria contraria a buona fede suscettibile di impugnazione se il dovere di fedeltà sia stato compreso nell'ambito dell'assemblea (per es.: delibera adottata con abuso di maggioranza ai sensi dell'art. 204.1, par. 2 LSC).

<sup>60</sup> Così si ammette l'integrazione dei doveri di fedeltà del socio per via statutaria come prestazione accessoria: J. MIQUEL RODRIGUEZ, *op. cit.*, p. 469. Ciò peraltro è stato discusso fino al momento da un punto di vista di pubblicità di registro.