Accordi di ristrutturazione dei debiti e strumenti finanziari partecipativi

Art. 57 CCII: un'analisi economico-finanziaria aziendale

Dott. Enrico Terzani, Presidente ODCEC Firenze

Dottore Commercialista in Firenze.

Assisi, 23-24 ottobre 2026

L'ADR come finanza straordinaria

Prima che un istituto giuridico, l'accordo di ristrutturazione è **un'operazione di finanza straordinaria**

Domanda guida

Quando conviene sostituire una parte del debito con SFP (art. 2346, c. 6, c.c.) anziché stralciarla o riscadenzarla?

IN FUZIONE DEL P.N. NEGATIVO

1 Riporta il debito a un livello sostenibile

Il debito torna a una misura che i flussi futuri dell'impresa possono servire.

2 Redistribuisce rischio e valore

Tra soci e creditori si ripartiscono il rischio e il valore del risanamento.

01

L’accordo come operazione finanziaria



Tre requisiti, tre vincoli finanziari

60%

Vincolo di consenso

Maggioranza qualificata per valore, non per teste: banche e grandi fornitori sono quasi sempre indispensabili.

120 gg

Vincolo di liquidità

Gli estranei vanno pagati per intero entro 120 giorni da omologazione o scadenza: il piano di tesoreria deve coprirli.

Attestazione

Vincolo di credibilità

Un terzo indipendente verifica dati, ipotesi e sensitività: ipotesi aggressive su ricavi o margini non reggono.

Il vincolo che pesa di più: tutto ciò che si chiede agli aderenti, compresi stralci e conversioni in SFP, deve liberare cassa per pagare gli estranei.

Conteggio del 60% creditori aderenti

TEMI DA APPROFONDIRE IN FASE DI STESURA DEL PIANO

- Divisione fra creditori **aderenti e non aderenti**; solo su base contrattuale, esiste o meno l'accordo;
- Non esiste distinzione fra: PRED-PRIV-CHIRO-POSTERG.
- Nel quorum rientrano anche i postergati ????
- Creditori possono essere in conflitto di interessi ??? Vedi voto nel concordato fallimentare e/o preventivo: NO vedi Tribunale di Prato,
- Aderenti: soltanto coloro che hanno un accordo con sottoscrizione autenticata e depositato nel R.I. (Cassazione 15.3.2023).
- Crediti e debiti: prima opera la compensazione e poi conteggio del 60%
- Creditori contestati ??? Da trattare nel piano;

Gli altri requisiti dell’art. 57

Requisito	Lettura economico-finanziaria	Conseguenza per la manovra
Piano ex art. 56 con i documenti dell’art. 39 (c. 2)	Business plan con manovra finanziaria e test di sostenibilità	La qualità del piano industriale vale più di qualunque clausola contrattuale
Finanziamenti prededucibili autorizzabili (c. 4-bis, D.Lgs. 136/2024)	La nuova finanza diventa senior rispetto al debito ristrutturato	Minor rischio per il finanziatore, quindi minor costo della nuova finanza
Rinvio all’art. 116: trasformazioni, fusioni, scissioni (c. 2)	Le operazioni straordinarie entrano nel perimetro del piano	Utile per isolare rami, creare veicoli o riorganizzare il gruppo

Quando il 60% non basta

ART. 60

Accordi agevolati 30%

Soglia dimezzata se si rinuncia alla moratoria degli estranei e alle misure protettive. Il risparmio di consenso si paga in liquidità.

ART. 61

Efficacia estesa 75%

Effetti estesi ai non aderenti della categoria, se ricevono almeno quanto in liquidazione giudiziale. Neutralizza la banca minoritaria.

ART. 62

Convenzione di moratoria Ponte

Accordo temporaneo sulle scadenze, utile mentre si costruisce il piano definitivo.

Art. 63 – la transazione su crediti tributari e contributivi resta spesso decisiva: il debito erariale non entra nella conversione in SFP e va trattato a parte.

02

Diagnosi, piano e debito sostenibile



Diagnosi: tre livelli di crisi

1 Economica

Margini insufficienti per inefficienza, prezzi, mix di prodotto o perdita di mercato. Senza interventi industriali nessuna ristrutturazione regge.

2 Finanziaria

EBITDA positivo ma struttura del debito sbagliata: troppo breve termine, scadenze concentrate, leva da acquisizioni. È qui che l'accordo funziona meglio.

3 Patrimoniale

Perdite che erodono il patrimonio netto fino alle soglie degli artt. 2446-2447 c.c.: la ricapitalizzazione, anche per conversione di crediti, è necessaria.

La manovra finanziaria cura i sintomi; il piano industriale deve curare le cause.

Il piano secondo l’art. 56

1

Piano industriale

Azioni, investimenti, ipotesi su volumi, prezzi e costi

2

Proiezioni integrate

Conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario su 3-5 anni

3

Manovra finanziaria

Cosa si chiede a ciascuna classe di creditori e ai soci

4

Sensitività e scenari

Scenari avversi che l’attestatore usa per giudicare la fattibilità

Contenuto minimo: situazione economico-patrimoniale e finanziaria, cause della crisi, strategie e tempi, creditori da rinegoziare, nuova finanza, azioni e loro effetti. Per redazione e attestazione la prassi si rifà ai principi CNDCEC.

Misurare la sostenibilità

DEBT SERVICE COVERAGE RATIO

DSCR = FCF al servizio del debito/(quota capitale + interessi)

1,2–1,3 valori obiettivo nei piani di risanamento

Sopra 1 i flussi coprono il servizio del debito; le banche chiedono un margine di sicurezza.

LEVA SUL MARGINE OPERATIVO

Leva = PFN/EBITDA

4x leva obiettivo usata nell'esempio numerico

Anni di margine operativo per ripagare il debito netto; il livello accettabile dipende da settore e intensità di capitale.

Capacità di debito ed eccedenza

$$Debito\ sostenibile = \Sigma\ FCF_t/(1+i)^t + Debito\ rifinanziabile_n/(1+i)^n$$

DEBITO ESISTENTE

Debito sostenibile → si riscadenza	**Eccedenza** → stralcio o conversione in SFP

Stralcio

Cancella l'eccedenza e attribuisce tutta la perdita ai creditori.

Conversione in SFP

Trasforma l'eccedenza in un diritto sul valore futuro: spesso preferibile se il piano crea valore.

03

Le leve della manovra finanziaria



Leve su flussi e liquidità

Leva	Effetto sul debitore	Effetto sul creditore	Quando funziona
Riscadenziamento e consolidamento	Riduce il servizio annuo; il debito resta in bilancio	Nessuna perdita nominale, ma più rischio e tempo	Crisi soprattutto finanziaria, EBITDA solido
Riduzione tassi e moratoria interessi	Libera cassa nei primi anni del piano	Minor rendimento, valore attuale ridotto	Rilancio con flussi crescenti
Nuova finanza prededucibile	Copre la tesoreria e il pagamento degli estranei	Rischio contenuto grazie alla prededuzione (c. 4-bis)	Piano credibile con picco di fabbisogno iniziale
Dismissioni di asset non strategici	Cassa per rimborsi, perimetro più snello	Rimborso anticipato di una parte del credito	Immobili o rami non core vendibili

Leve su eccedenza e capitale

Leva	Effetto sul debitore	Effetto sul creditore	Quando funziona
Stralcio (haircut)	Riduce subito PFN e leva; sopravvenienza attiva	Perdita definitiva, nessun recupero se il piano riesce	Eccedenza senza prospettive di creazione di valore
Conversione in azioni (debt-to-equity)	Ricapitalizza e riduce il debito, ma diluisce i soci	Diventa socio, con voto e rischi di controllo	Creditori disposti ad assumere il controllo
Conversione in SFP	Ricapitalizza senza cedere il controllo assembleare	Mantiene l'upside sul valore futuro, diritti su misura	Eccedenza recuperabile; creditori che non vogliono gestire
Apporto dei soci o di un investitore	Nuovo capitale, segnale di impegno	Migliora la copertura e allinea gli incentivi	Sempre richiesto, in misura proporzionata

Stralcio o SFP: il confronto dei recuperi

$$E[\text{Recupero SFP}] = p \cdot \text{Valore SFP, successo}/(1+k)^n + (1-p) \cdot \text{Recupero insuccesso}$$

p = probabilità di successo del piano · k = tasso coerente con il rischio di un titolo di quasi-equity

Per il creditore

Lo stralcio fissa una perdita certa; la conversione la scambia con un'opzione sul successo del piano. Il confronto si fa sul valore atteso, non sul nominale.

Per il debitore

Riduce leva e oneri come lo stralcio, ma non trasferisce tutto il valore futuro ai soci: sacrificio oggi, partecipazione domani.

04

Gli strumenti finanziari partecipativi



Natura e quadro civilistico

A metà tra azione e obbligazione: remunerazione legata ai risultati, diritti amministrativi limitati e disegnati su misura.

Art. 2346, c. 6, c.c.

La S.p.A. può emetterli a fronte di apporti anche non in denaro, con diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto in assemblea generale.

Art. 2351, c. 5, c.c.

Possono avere voto su argomenti specifici e la nomina di un amministratore indipendente o di un sindaco.

L'apporto

Nella ristrutturazione è tipicamente il credito stesso, rinunciato o compensato in cambio degli strumenti.

S.r.l.: emissione controversa e in genere esclusa (salvo start-up e PMI innovative). Il piano prevede spesso la trasformazione in S.p.A., inseribile nell'accordo tramite il rinvio all'art. 116.

Lo spettro degli strumenti

Strumento	Remunerazione	Rimborso	Diritti amministrativi	Effetto sul PN del debitore
Debito riscadenziato	Interesse fisso o variabile	Obbligatorio, a scadenza	Covenant contrattuali	Nessuno
Obbligazioni convertibili o convertende	Interesse, poi azioni	Obbligatorio o in azioni	Nessuno fino alla conversione	Solo dopo la conversione
SFP	Quota di utili, riserve o proventi di exit	Nessun obbligo, o legato a eventi	Voto su materie specifiche, nomina di un consigliere o sindaco	Patrimonio netto, se senza obbligo di rimborso
Azioni (anche di categoria)	Dividendi	Nessuno	Voto in assemblea	Patrimonio netto

Perché funzionano nelle ristrutturazioni

1

Ricapitalizzano senza cassa

L’eccedenza diventa patrimonio netto, la leva scende, si esce dalle soglie degli artt. 2446-2447.

2

Preservano l’upside

A differenza dello stralcio, la banca partecipa al recupero di valore se il piano riesce.

3

Evitano il controllo

Il creditore non diventa socio di maggioranza, non consolida, non gestisce.

4

Sono modulabili

Diritti patrimoniali, priorità, rimborso e governance su misura dell’operazione.

5

Allineano gli incentivi

Soci e creditori guadagnano entrambi solo se il piano crea valore.

La prassi italiana

2015

Ferroli

Le banche consolidano il debito e ne convertono una parte in SFP a copertura perdite; l'investitore porta nuova finanza prededucibile e assume il controllo.

~630 mln

C.I.S. e Interporto Campano

Accordi ex art. 182-bis l.f. su circa 630 milioni di debito finanziario, combinando SFP e obbligazioni convertende in SFP.

Holding

Tassara

Parte dei crediti bancari convertita in SFP, con priorità sugli azionisti nella distribuzione di utili e riserve e in liquidazione.

05

Strutturare gli SFP nell’accordo



Le clausole tipiche

1 Diritti patrimoniali

- Priorità su utili, riserve e proventi di exit fino a un multiplo del convertito (spesso 1x)
- Quota negoziata dell'eccedenza oltre la priorità
- Remunerazione pagabile solo con utili distribuibili, per non pesare sul DSCR

2 Rimborso, conversione, exit

- Riscatto a prezzo o multiplo crescente nel tempo
- Conversione in azioni se il piano non è rispettato o in caso di cambio di controllo
- Tag-along, drag-along e data obiettivo di exit

3 Governance

- Veto su operazioni straordinarie, nuovo debito, cessioni rilevanti e distribuzioni
- Nomina di un amministratore indipendente o di un sindaco
- Flussi informativi e monitoraggio dei covenant

Esempio numerico: la manovra

100 debito finanziario

10 EBITDA a regime

–15 patrimonio netto

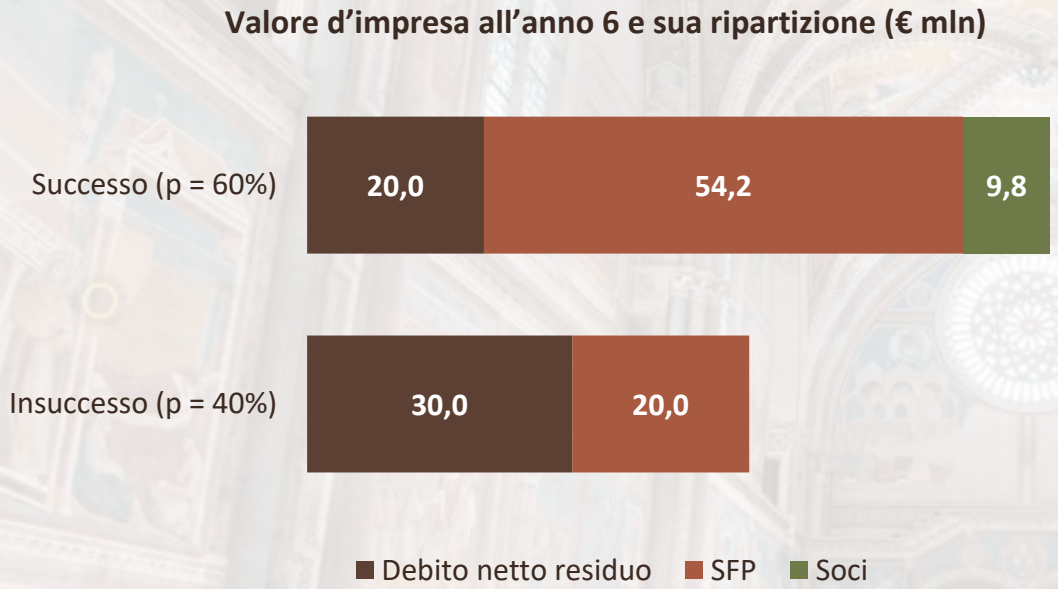
40 debito sostenibile (4x EBITDA)

Valori ipotetici in milioni di euro

Tranche	Importo	Trattamento	Effetto
Debito senior riscadenziato	40	Ammortamento in 7 anni, tasso di mercato	Servito dai flussi, DSCR ≈ 1,3
Conversione in SFP	50	Priorità fino a 1x + 30% dell'eccedenza	Patrimonio netto +50
Stralcio	10	Rinuncia definitiva	Sopravvenienza, PN +10
Nuova finanza prededucibile	+10	Autorizzata ex art. 57, c. 4-bis	Copre fabbisogno ed estranei

Dopo l'omologazione: PN da –15 a +45 · leva bancaria da 10x a 5x l'EBITDA

Esempio numerico: il valore all'exit



≈ 17,5

valore atteso oggi degli SFP: il 35% dei 50 convertiti, contro zero con lo stralcio della stessa tranche

$$E[V] = (0{,}6 \times 54{,}2 + 0{,}4 \times 20)/1{,}15^{6} = 40{,}5/2{,}31$$

I soci conservano il controllo e 9,8 solo se il piano riesce.

06

Bilancio, fisco e banche



Il bilancio del debitore

Classificazione

Senza obbligo di rimborso e con remunerazione legata ai risultati: riserva di PN (OIC 28). Con rimborso dovuto a prescindere dai risultati: debito.

Conversione

OIC: di norma al valore contabile del debito estinto. IAS/IFRS: IFRIC 19, strumenti al fair value e differenza a conto economico.

Stralcio e modifiche

La riduzione genera un provento; modifiche sostanziali possono richiedere l'eliminazione del debito originario (OIC 19).

Informativa

La nota integrativa descrive i diritti degli SFP e gli effetti dell'accordo sul patrimonio netto.

Il trattamento fiscale

Riduzione dei debiti	Art. 88, c. 4-ter, TUIR: niente sopravvenienza per la parte eccedente perdite (senza limite dell'80%), eccedenze ACE e interessi indeducibili. Il D.Lgs. 186/2025 conferma l'applicazione agli artt. 57, 60 e 61; per la Cassazione non è tassabile neppure se inferiore alle perdite.
Modifiche successive	Per l'Agenzia delle Entrate le riduzioni da modifiche non omologate restano fuori dal regime: meglio prevedere subito conversioni aggiuntive in SFP.
Remunerazione degli SFP	Se legata interamente ai risultati, SFP assimilati alle azioni (art. 44 TUIR): indeducibile per il debitore, dividendo per la banca.
Conversione del credito	Gli effetti fiscali della compensazione tra credito e SFP vanno verificati caso per caso.

Il punto di vista delle banche

1 Classificazione

Il credito ristrutturato resta di norma deteriorato (UTP, forborne) per un periodo di osservazione.

2 Valutazione

Gli SFP in genere non superano il test SPPI dell'IFRS 9: fair value a conto economico, con valore che può risalire.

3 Capitale

Ponderazioni elevate sugli strumenti di capitale; verificare il trattamento delle acquisizioni da recupero crediti.

4 Liquidità

Titoli poco liquidi ma cedibili a fondi specializzati con il credito residuo: servono clausole di trasferibilità chiare.

Caso Ferroli: la struttura ha evitato nuova finanza bancaria e stralci ex ante, e quindi perdite immediate a conto economico.

07

Rischi, checklist e conclusioni



I rischi principali

Illusione patrimoniale	Il PN ricostituito è reale solo se il valore dell'impresa lo sostiene: serve una valutazione indipendente.
Conflitto soci / titolari SFP	I soci, con poco da perdere, possono preferire strategie rischiose: i veti servono a contenerle.
Exit incerta	Senza data e meccanismo di valorizzazione gli SFP restano illiquidi a tempo indeterminato.
Complessità e costi	Statuto, regolamento, assemblee e informativa: poco proporzionati per le imprese piccole.
Scostamenti dal piano	Senza aggiustamenti automatici si rinegozia, perdendo i benefici fiscali se non si omologa.

Checklist operativa

- ✓ Diagnosi delle cause e piano industriale con azioni misurabili
- ✓ Debito sostenibile ed eccedenza, con DSCR e leva per anno
- ✓ Mappa dei creditori e soglia del 60% (o 30% / 75%)
- ✓ Tesoreria che paghi gli estranei entro 120 giorni
- ✓ Forma societaria: S.r.l. da trasformare in S.p.A.
- ✓ Regolamento SFP: priorità, eccedenza, rimborso, governance, exit
- ✓ Classificazione contabile per debitore e banche
- ✓ Simulazione fiscale di riduzione debiti e remunerazione SFP
- ✓ Sensitività su probabilità, multiplo di uscita e sconto
- ✓ Confronto con l'alternativa liquidatoria (art. 61)

Conclusioni

L’accordo ex art. 57 è la sede naturale per gli SFP: trasformano una perdita certa in una partecipazione al risanamento, senza consegnare il controllo ai creditori.

FUNZIONANO QUANDO

Il piano crea valore

Altrimenti la conversione rinvia soltanto la perdita e la rende meno visibile.

L’exit è definita

Data e meccanismo di valorizzazione danno un orizzonte ai creditori.

La governance protegge

Veti e flussi informativi tutelano chi ha convertito.

Fonti

- Art. 57 CCII, testo vigente (Brocardi)
- ADR: le modifiche del D.Lgs. 136/2024 (Diritto Bancario)
- La soddisfazione dei creditori tramite strumenti finanziari (Diritto Bancario)
- D.Lgs. 186/2025 e art. 88, c. 4-ter, TUIR (Diritto.it)
- Cassazione: stralcio dei debiti negli accordi non imponibile (NT+ Diritto)
- Sopravvenienze attive e modifica non omologata (Diritto Bancario)
- Ristrutturazione Ferroli (AziendaBanca)
- Ristrutturazione C.I.S. e Interporto Campano (AziendaBanca)
- Ristrutturazione Tassara (FIRSTonline)



Grazie

Domande e contatti