

Crisi e risanamento n. 42/2020

Gli strumenti finanziari nelle operazioni di ristrutturazione del debito: spunti dalla legislazione emergenziale

di Alessandro Solidoro – dottore commercialista e revisore legale

Paolo Scapolo – dottore commercialista e revisore legale

I Decreti Cura Italia, Liquidità e Rilancio hanno affrontato l'emergenza prevalentemente nell'ottica di prevenire una crisi sistemica di liquidità favorendo l'accesso a finanziamenti bancari assistiti da garanzie pubbliche. Oltre a "buttare la palla avanti" il Decreto Rilancio propone misure di rafforzamento patrimoniale e di riequilibri di M/L termine. Tuttavia, al di là dell'emergenza Covid, la prassi ha già sperimentato forme di sostegno per le imprese in crisi alternative al debito bancario; è arrivato il momento di un utilizzo più consapevole e diffuso degli strumenti finanziari regolati dal codice civile.

Premessa

La legislazione emergenziale Covid (D.L. 18/2020 c.d. Cura Italia, D.L. 23/2020 c.d. Liquidità e D.L. 34/2020 c.d. Rilancio) ha introdotto una molteplicità di strumenti di sostegno finanziario alle imprese. In questa sede si intende prendere spunto da alcuni articoli del D.L. 34/2020 (convertito con L. 77/2020), in particolare:

- dall'[articolo 26](#), D.L. 34/2020 mirante al rafforzamento patrimoniale delle imprese di medie dimensioni;
- dall'[articolo 27](#), D.L. 34/2020 che prevede la costituzione del c.d. "Patrimonio rilancio" finalizzato al sostegno alle imprese con fatturato superiore a 50 milioni di euro;
- dall'[articolo 38](#), D.L. 34/2020 con lo scopo di dare sostegno alle *start up* innovative;
- dall'[articolo 43](#), D.L. 34/2020 che ha costituito il Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dall'attività di impresa per le imprese titolari di marchi storici di interesse nazionale.

Si tratta di interventi che dimostrano la consapevolezza del Legislatore che gli strumenti di moratoria, così come quelli di agevolazione all'accesso al finanziamento bancario previsti dai più urgenti interventi normativi, hanno certo lo scopo di superare una crisi mondiale di liquidità, ma non vanno oltre alla

gestione della emergenza finanziaria, che viene affrontata o in termini dilatori o stressando ulteriormente le leve finanziarie.

Ciò significa che l'effetto degli strumenti messi massicciamente in campo consentono di *“buttare la palla avanti”*, ma non di superare definitivamente l'emergenza, cosa possibile invece solo attraverso il rafforzamento patrimoniale delle imprese.

Gli interventi citati nel Decreto Rilancio tentano, con diversa *“potenza di fuoco”*, di dare risposta e un riequilibrio patrimoniale alle imprese.

Questo, pur ridotto, *set* normativo va tuttavia ad aggiungersi a quanto già proposto dall'ordinamento *“ante Covid”* a sostegno delle operazioni di ristrutturazione.

Questo contributo mira dunque ad analizzare quanto di ciò già esiste in termini di strumenti finanziari - non sempre utilizzato dalla prassi professionale - e che può essere utile a sostenere le operazioni di risanamento.

Inquadramento giuridico

Nel nostro ordinamento gli strumenti finanziari sono disciplinati dai seguenti articoli:

- [articolo 2346](#), ultimo comma, cod. civ.: *“Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera, o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso, lo Statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*;
- [articolo 2349](#), comma 2, cod. civ.: *“L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento e alle eventuali cause di decadenza o riscatto”*;
- [articolo 2351](#), ultimo comma, cod. civ.: *“Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, comma 6, e 2349, comma 2, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere a essi riservata, secondo modalità stabilite dallo Statuto, la nomina di un componente indipendente del Consiglio di Amministrazione o del Consiglio di Sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.”*;

- [articolo 2376](#), comma 1, cod. civ.: *“Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*;
- [articolo 2411](#), comma 2, cod. civ.: *“La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”*.

La Legge delega per la Riforma del diritto societario ha chiarito l'obiettivo perseguito in relazione all'inserimento nel nostro ordinamento di tali strumenti finanziari, introdotti nel nostro ordinamento nell'ambito della Riforma del diritto societario attuata dal Legislatore mediante il D.Lgs. 6/2003, specificando che:

“al fine di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda Direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi”.

A corollario, si ritiene di citare il Consiglio Notarile di Milano – segnalandone altresì le massime n. 163, n. 164, n. 165, n. 166, n. 167 e n. 168 – come segue:

“Alle figure dell'azione e dell'obbligazione, nei loro molteplici contenuti, si aggiunge ora la categoria intermedia - e dai contorni ancora sfuggenti sia per quanto attiene al profilo della delimitazione della fattispecie sia a quello della ricostruzione della disciplina - degli strumenti finanziari partecipativi. ... In sostanza, la società potrebbe ottenere “denaro” emettendo (né azioni, né obbligazioni, ma) “strumenti partecipativi”, ossia strumenti che, pur non rappresentando una frazione del capitale sociale e non toccando dunque gli equilibri di “governo” interni alla società, possono essere dotati di alcuni diritti patrimoniali e amministrativi simili (se non identici) a quelli ricollegati alla partecipazione azionaria. Ed è questa la funzione che evidentemente può interessare nelle operazioni di private equity¹.”

Alla disciplina delle azioni e delle obbligazioni può essere distinto pertanto un terzo *genus*, a sua volta scisso in 2 differenti tipologie:

1. strumenti finanziari partecipativi, ossia quelli disciplinati dagli articoli [2346](#), ultimo comma, cod. civ. e [2349](#), comma 2, cod. civ., maggiormente assimilabili alla disciplina propria delle azioni;

¹ Consiglio nazionale del notariato, studio n. 5571/1.

2. strumenti finanziari non partecipativi, contemplati dall'[articolo 2411](#), ultimo comma, cod. civ., maggiormente assimilabili alla disciplina tipica delle obbligazioni.

L'elemento discriminante delle 2 *species* pare risulti essere quindi la partecipazione al rischio di impresa da parte dai rispettivi sottoscrittori.

A livello più generale, le forme di finanziamento che una società può adottare nella prassi si possono distinguere quindi in:

- strumenti di *equity* ovvero gli apporti di capitale;
- strumenti di quasi *equity* come i prestiti obbligazionari convertibili;
- strumenti di debito quali titoli di debito o obbligazioni.

Gli strumenti finanziari partecipativi si collocano quindi nella categoria ascrivibile agli strumenti di quasi *equity* mentre gli strumenti finanziari non partecipativi tra gli strumenti di debito.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari partecipativi, se ne riassumono di seguito le principali caratteristiche:

- obbligo di attribuzione di diritti patrimoniali e facoltà di attribuzione di diritti amministrativi;
- possono condizionare il diritto al rimborso del prestito all'andamento della gestione sociale.

Gli strumenti finanziari non partecipativi, annoverano invece le seguenti caratteristiche:

- facoltà di attribuzione di diritti patrimoniali (ultronei rispetto a quelli attribuibili ai titolari di titoli obbligazionari) e anche amministrativi;
- diritto alla restituzione degli apporti eseguiti in capo ai relativi sottoscrittori;
- soggetti al limite quantitativo di emissione previsto in materia di obbligazioni.

In relazione ai diritti patrimoniali:

“essi potranno prevedere una diretta partecipazione agli utili della società oppure una remunerazione del capitale apportato sotto forma d'interessi, senza esclusioni aprioristiche in relazione all'ampiezza della formulazione².”

Per quanto concerne i diritti amministrativi, gli strumenti finanziari possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere a essi riservata, secondo modalità stabilite dallo Statuto, la nomina di un componente indipendente del Consiglio di Amministrazione o del Consiglio di Sorveglianza o di un sindaco.

Nella prassi gli strumenti finanziari partecipativi vengono emessi a fronte di un apporto in denaro e poi contabilizzati nel bilancio di una società in un'apposita riserva strumenti finanziari partecipativi.

² F. Signorelli, “Strumenti finanziari partecipativi”, *IlSocietario.it*.

In diversi casi tali strumenti sono sottoscritti da terzi istituzionali a mezzo compensazione di crediti pregressi³.

Ulteriore facoltà degli strumenti finanziari partecipativi riguarda la previsione di meccanismi attraverso i quali i titolari degli stessi hanno il diritto di convertirne i valori in azioni ordinarie di una società quotata.

Gli strumenti finanziari nelle operazioni di ristrutturazione del debito

In genere i soggetti che forniscono tale forma di finanziamento risultano i fondi d'investimento specializzati (fondi di *restructuring* e *private debt*) e fondi di *venture capital*.

Tipicamente tali operatori richiedono una remunerazione dell'investimento mediamente superiore rispetto alle tradizionali forme di finanziamento e prevedono rientri degli investimenti a medio termine. La facoltà inoltre di poter prevedere diritti amministrativi garantisce altresì forme di controllo sull'andamento gestionale nell'arco temporale in cui i fondi impiegano i propri capitali nelle società *target*.

Una concreta applicazione di tali strumenti nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito può risiedere:

- nell'erogazione di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi in qualità di nuova finanza. Tali finanziamenti se erogati in pendenza di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un concordato preventivo possono godere della qualifica di crediti prededucibili in un eventuale successivo fallimento;
- conversione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, c.d. *debt equity swap*.

Nel proseguo del contributo si fornirà una sintetica rappresentazione delle principali caratteristiche del c.d. debito mezzanino, forma di finanziamento ascrivibile agli strumenti giuridici qui trattati e delle peculiarità connesse alle conversioni dei crediti in strumenti di quasi *equity* o capitale nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito.

Debito mezzanino – Cenni

Il debito mezzanino dal punto di vista:

- giuridico si colloca tra i contratti di finanziamento e la partecipazione sociale;
- della forma di finanziamento per l'impresa che ne usufruisce, si colloca in una posizione intermedia, in termini sia di rischio sia di rendimento, fra il capitale di debito e il capitale sociale.

³ B. Lonato – G. Tommasi, ilsocietario.it.

In linea generale esso fornisce all'emittente un rendimento connesso alla valorizzazione dell'impresa debitrice facendo sorgere, in capo a quest'ultima, una passività subordinata rispetto alle tradizionali forme di debito.

Generalmente quindi:

– in relazione al valore nominale dell'importo finanziato, il debitore non rimborsa all'investitore una quota costante di debito – metodologia tipicamente utilizzata con il contratto di mutuo – ma il rimborso avviene in misura integrale a scadenza (c.d. pagamento *bullet*);

– dal punto di vista della remunerazione dell'importo finanziato, essa sarà distinta:

- in una componente legata a un tasso d'interesse predeterminato (fisso o indicizzato a parametri di costo del capitale: Euribor, Libor, etc.);
- una seconda componente della remunerazione detta *equity kicker*, rappresentata da un diritto di opzione all'acquisto delle azioni dell'impresa finanziata. In tal modo l'emittente lega l'investimento capitale dell'impresa finanziata. Tale componente può essere tipicamente connessa all'andamento economico dell'azienda, in genere associato al reddito operativo, rappresentando in questo caso un metodo di calcolo del premio al rischio e non una partecipazione agli utili dell'impresa. Questa componente è solitamente concessa sotto forma di *warrant* o di opzioni *call* sulle azioni ordinarie della società finanziata. Il prezzo d'esercizio di questa facoltà viene stabilito in modo tale da soddisfare le esigenze di rendimento complessive dei sottoscrittori di mezzanino, rapportate al rischio sopportato.

In sintesi, quindi tale forma di finanziamento risulta meno rischiosa per l'investitore rispetto alla partecipazione tradizionale al capitale sociale, in relazione alla quale i dividendi ne risultano l'espressione in termini di remunerazione alla partecipazione agli utili.

Il finanziamento infatti – a differenza dell'apporto di capitale – risulta assistito da garanzie, ancorché postergate rispetto alle tradizionali componenti di debito.

In sede fallimentare tale strumento di finanziamento sarà rimborsato dopo i debiti tradizionali garantiti e quelli non garantiti ma prima del capitale sociale.

Debt equity swap

La conversione dei debiti in *equity* o semi *equity* è un'operazione che, nell'ambito degli strumenti giuridici forniti dalla normativa fallimentare, trova probabilmente una sua collocazione più naturale all'interno di una procedura di concordato preventivo, potendosi tuttavia coniugare anche all'interno di un accordo di ristrutturazione del debito e dei piani attestati.

L'[articolo 160](#), L.F. stabilisce infatti che la proposta di concordato preventivo può avere a oggetto:

“la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma anche mediante cessione di beni, accollo o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote ovvero obbligazioni anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari o titoli di debito.”

Attraverso tale previsione normativa si consente al debitore di porre in essere operazioni di conversione dei crediti attraverso:

“l’attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato a un assuntore. Possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate a essere attribuite ai creditori”.

Tipicamente quindi tali operazioni rientrano nell’ambito di un piano che preveda la continuità aziendale, perseguita – tra l’altro – attraverso un aumento di capitale o l’emissione di strumenti finanziari partecipativi destinati a convertire crediti in capitale o semi *equity*.

A differenza degli aumenti di capitale tipici che si perfezionano attraverso versamenti in denaro o conferimenti in natura, la cui contropartita contabile si esprime attraverso l’aumento dell’attivo di bilancio della società *target*, le operazioni di conversione si perfezionano con eliminazione di una posta del passivo.

Per inquadrare meglio tale tipologia di operazione occorre innanzitutto distinguere tra:

- conversione forzata nei confronti della minoranza dei creditori dissenzienti, le cui ragioni di credito troveranno soddisfazione attraverso l’attribuzione di azioni, quote o altri strumenti finanziari partecipativi. Tale fattispecie trova applicazione nell’ambito delle procedure di concordato preventivo (in continuità);
- conversione volontaria, a seguito della conclusione degli accordi di conversione con uno o più creditori nell’ambito di un piano attestato di risanamento o di accordo di ristrutturazione.

L’operazione di conversione può essere poi realizzata mediante:

1. la conversione c.d. “diretta” dei crediti in capitale ovvero in strumenti finanziari partecipativi della società con possibilità di prevedere - a titolo esemplificativo - la conversione:

a) solo per alcuni creditori o classi di creditori (nel rispetto in ogni caso dell’ordine dei diritti di prelazione). La facoltà di offrire a classi diverse di creditori differenti modalità di soddisfazione dei propri crediti, in denaro o attraverso strumenti finanziari – in linea con la previsione di cui all’articolo 160, comma 1 lettere c) e d), L.F. – si combina con la circostanza che non tutti i creditori possono essere attratti dall’ipotesi della conversione dei crediti in capitale o strumenti partecipativi. A titolo

esemplificativo, siffatta ipotesi potrebbe conciliarsi con le esigenze di particolari fornitori “strategici” di porre in essere sinergie commerciali;

b) a estinzione parziale o totale dei relativi crediti (per compensazione): *“una struttura spesso usata nella prassi infatti prevede una modalità alternativa di soddisfazione dei creditori: il credito viene soddisfatto in denaro, da raccogliersi attraverso un aumento di capitale offerto in opzione ai soci, oppure, per la parte di aumento di capitale rimasto inoptato, il credito verrà soddisfatto attraverso la conversione nelle stesse azioni (o altri strumenti finanziari partecipativi) rimaste inoptate. Qualora il piano non preveda la conversione totale dei crediti in capitale, si pone il problema se il credito residuo alla conversione debba essere soggetto al regime di postergazione ai sensi degli articoli 2467 e 2497-quinquies, cod. civ. a causa dello status di socio in cui vengono a trovarsi i creditori a seguito di conversione. L’opinione prevalente ritiene che debba prevalere la soluzione negativa in virtù dell’articolo 182-quater, comma 3, L.F. secondo cui “si applicano i commi 1 e 2 quando il finanziatore ha acquisito la qualità di socio in esecuzione dell’accordo di ristrutturazione dei debiti o del concordato preventivo”⁴;*

2. la conversione c.d. “indiretta”, dei crediti in titoli o strumenti partecipativi a seguito dell’assegnazione ai creditori a titolo di *datio in solutum* per effetto di un’operazione di conferimento di parte o dell’intero attivo della società a una società conferitaria (anche di nuova costituzione). Sovente tale schema giuridico risulta collocato all’interno di piani che prevedono che la società conferitaria funga da assuntore del concordato. La figura dell’assuntore si lega normalmente a una società di nuova costituzione costituita da un nuovo investitore che acquisisce non la totalità della società debitrice ma solo parte dell’attivo e del relativo passivo, ritenuti più confacenti alle previsioni di *business* dallo stesso prospettate. Si ritiene tuttavia che per un investitore tale configurazione possa risultare in taluni casi meno appetibile della conversione diretta:

“perché i costi di trasferimento della titolarità delle attività della società debitrice sono molto elevati o richiedono il compimento di notevoli formalità, oppure perché la società in crisi è già quotata sui mercati regolamentati, sicché l’offerta in conversione di strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione può essere un elemento di maggiore interesse per i creditori”⁵.

L’efficacia dell’operazione di conversione, soggetta a deliberazione sociale, risulta in genere sottoposta a condizioni sospensive, quali a titolo esemplificativo:

- il voto favorevole della maggioranza dei creditori ammessi al voto in una procedura concordataria;
- la positiva conclusione dell’accordo con i creditori nell’ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti;

⁴ G. Covino – L. Jeantet, “Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento”. Ilfallimentarista.it.

⁵ G. Covino – L. Jeantet, “Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento”. Ilfallimentarista.it.

- la conclusione dell'accordo con un numero definito di creditori (*i.e.* i creditori finanziari tipicamente rientranti nell'accordo di moratoria) nel caso di piano di risanamento;
- l'omologa del concordato o dell'accordo di ristrutturazione da parte del competente Tribunale.

Dal che, in difetto delle condizioni innanzi enunciate, l'operazione di conversione resterebbe definitivamente inefficace.

L'[articolo 2443](#), cod. civ. consente che l'aumento di capitale a servizio della conversione forzosa sia delegato al Consiglio di Amministrazione in alternativa a una deliberazione dell'assemblea straordinaria. A tal riguardo autorevole dottrina è del parere che:

“È normalmente consigliabile che l'assemblea deliberi l'aumento o la delega al Consiglio di Amministrazione prima della domanda di concordato, in quanto elemento a favore della fattibilità del piano di concordato. È bene segnalare che, tra le 2 alternative, (delibera assembleare di aumento del capitale sociale e delibera assembleare di delega dell'aumento del capitale sociale al Consiglio di Amministrazione) la seconda ha gli indubbi vantaggi di essere maggiormente flessibile e di consentire che la delega sia esercitata in un momento successivo al decreto di omologazione, evitando così di subordinare l'aumento di capitale alla condizione sospensiva dell'omologazione del concordato⁶”.

Ulteriore aspetto rilevante riguarda l'ipotesi in cui tale conversione non abbia successo nell'ambito operazione di ristrutturazione del debito, e in cui intervenga ad esempio la risoluzione e/o l'annullamento del concordato al quale ne consegue l'apertura della procedura fallimentare. A tal riguardo occorre premettere che è opinione comune in dottrina che le operazioni di conversione del debito in patrimonio, eseguite nell'ambito di un piano di risanamento o di un accordo di ristrutturazione - determinando un rafforzamento patrimoniale della società *target*:

“rispondono a interessi meritevoli di tutela e idonei a escludere la configurabilità di un pregiudizio in danno dei creditori dell'imprenditore in crisi, con conseguente improbabilità d'esperimento d'una azione ai sensi dell'articolo 2901, cod. civ. nei confronti di atti ristrutturativi corporate. ... Infatti i creditori aderenti hanno la prospettiva di recuperare le proprie ragioni mediante la partecipazione ai futuri utili dell'attività caratteristica. I secondi vedono, per contro, riequilibrata la situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'impresa, con conseguente possibilità di vedere soddisfatte le proprie ragioni nei termini pattuiti all'interno dei contratti originari⁷”.

A maggior ragione tale prospettiva risulta ulteriormente supportata dal vaglio del Tribunale e dalla votazione da parte dei creditori sociali in concordato. Ciò premesso, gli stessi autori più volte qui citati

⁶ G. Covino – L. Martino, “Conversione del credito in capitale”, [Ifallimentarista.it](#).

⁷ G. Covino – L. Jeantet, “Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento”. [Ifallimentarista.it](#).

concludono che:

“La situazione complessiva appena descritta depone, dunque, nel senso della definitività e irreversibilità di un’eventuale operazione sul capitale mediante un piano di risanamento, un accordo di ristrutturazione oppure un concordato preventivo, con conseguente sua insensibilità alla successiva vicenda fallimentare. In altre parole, una volta assunte le necessarie deliberazioni da parte dei competenti organi sociali ed eseguiti i conseguenti atti, l’operazione sul capitale produce definitivamente i suoi effetti, risultando così dotata di una stabilità propria senza poter essere annullata o altrimenti invalidata in ragione del venir meno, per qualunque motivo e sotto qualunque forma, del presupposto che aveva legittimato i creditori a ottenere azioni o strumenti finanziari partecipativi⁸”.

A tale conclusione giungono gli autori in conseguenza anche all’orientamento espresso dal Tribunale di Reggio Emilia con la sentenza del 16 aprile 2014, secondo cui - un’operazione straordinaria di conversione forzosa di crediti in azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale riservato con esclusione del diritto d’opzione, l’assegnazione di strumenti (azioni, quote, obbligazioni o strumenti finanziari partecipativi) - esplica un effetto estintivo irreversibile dell’obbligazione di pagamento di un creditore concordatario in ragione della prevalenza della disciplina societaria sulla disciplina fallimentare, con la conseguenza che, in ipotesi di risoluzione del concordato e di susseguente fallimento, questo stesso creditore perde il diritto d’insinuazione. Va da sé poi che tali operazioni risultino esenti dall’azione revocatoria fallimentare, ai sensi dell’[articolo 67](#), L.F., se incluse all’interno degli strumenti giuridici di ristrutturazione del debito innanzi citati.

Esempi pratici di operazioni di conversione del debito hanno trovato in passato diversi fautori. Su tutti il caso Parmalat, nell’ambito del quale, l’allora Commissario straordinario ha predisposto il piano concordatario prevedendo il conferimento dell’attivo e di parte del passivo di 16 diverse società del gruppo in un’unica società di nuova costituzione (destinata alla quotazione in borsa) e l’attribuzione delle relative azioni ai creditori delle prime. In ultimo pare opportuno inquadrare le operazioni di conversione dei crediti in relazione alla normativa fallimentare riguardante le proposte concorrenti introdotta dal D.L. 83/2015. Nello specifico l’[articolo 163](#), comma 4, L.F. dispone che la proposta concorrente può essere presentata solo da:

“Uno o più creditori che, anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda di cui all’articolo 161, rappresentano almeno il 10% dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata ai sensi dell’articolo 161, comma 2, lettera a) Ai fini del computo della percentuale del

⁸ G. Covino – L. Jeantet, “Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento”. Ifallimentarista.it.

10%, non si considerano i crediti della società che controlla la società debitrice, delle società da questa controllate e di quelle sottoposte a comune controllo.”

Inoltre, l'[articolo 163](#), ai commi 4 e 5, L.F. dispone che la proposta concorrente:

- può essere presentata “non oltre 30 giorni prima dell’adunanza dei creditori”;
- può prevedere “l’intervento di terzi e, se il debitore ha la forma di Spa o Srl, può prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d’opzione”;
- non è ammissibile “se nella relazione di cui all’articolo 161, comma 3, il professionista attesta che la proposta di concordato del debitore assicura il pagamento di almeno il 40% dell’ammontare dei crediti chirografari o, nel caso di concordato con continuità aziendale di cui all’articolo 186-bis, di almeno il 30% dell’ammontare dei crediti chirografari”.

Il Codice della crisi, che entrerà in vigore a partire dal 1° settembre 2021, istituisce una modifica delle percentuali minime richieste stabilendo all’[articolo 90](#), comma 5, D.Lgs. 14/2019 che:

“Le proposte di concordato concorrenti non sono ammissibili se nella relazione di cui all’articolo 87, comma 2, il professionista indipendente attesta che la proposta di concordato del debitore assicura il pagamento di almeno il 30% dell’ammontare dei crediti chirografari. Tale percentuale è ridotta al 20% nel caso in cui il debitore abbia richiesto l’apertura del procedimento di allerta o utilmente avviato la composizione assistita della crisi ai sensi dell’articolo 24”.

Appare chiaro quindi che tale previsione normativa ben si sposa con le operazioni di conversione del debito, consentendo infatti a particolari fattispecie di creditori (ad esempio quelli che ricaverebbero vantaggio dalla realizzazione di sinergie operative o dall’accorciare la filiera commerciale), di acquisire l’impresa debitrice evitando di dover affrontare un impegno finanziario. È possibile prevedere altresì – in particolari casi - l’attribuzione (gratuita) ai vecchi soci di strumenti finanziari partecipativi incorporanti il diritto di compartecipare ai futuri risultati netti della gestione che eccedano il valore nominale degli originari crediti convertiti in capitale di rischio.

Conclusioni

Sebbene i requisiti di accesso alle forme di finanziamento disciplinate dal D.L. Rilancio tendano a escludere una rilevante quota di aziende⁹, si ritiene che gli strumenti finanziari meritino una certa

⁹ Sono escluse le imprese definite “Imprese in difficoltà”, ai sensi del Regolamento UE n. 651/2014, e che non presentino un’esposizione debitoria nei confronti degli istituti di credito classificata come “sofferenza” ai sensi della disciplina bancaria. Tuttavia, ai sensi dell’articolo 26, comma 2-bis della Legge di conversione 77/2020 del D.L. Rilancio, è stato previsto che i benefici legati al “Fondo Patrimonio pmi” si applichino anche alle aziende in concordato preventivo di continuità con omologa già emessa che si trovano in situazione di regolarità contributiva e fiscale all’interno di piani di rientro e rateizzazione già esistenti alla data di entrata in vigore del citato Decreto.

attenzione nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito, se non altro in relazione alle conseguenze che deriverebbero dall'eventualità che il sostegno finanziario diretto alle imprese (anche mediante i predetti strumenti giuridici), non dia i frutti sperati.

A fortiori, le imprese già in crisi prima del diffondersi della pandemia Covid-19, si trovano *oborto collo* confinate all'accesso a fonti di finanziamento alternative.

Tali imprese, già oggi - in difetto di accesso al credito e in mancanza del supporto finanziario da parte dei soci - potranno valutare di:

- rinegoziare la propria passività, nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito regolate dalla normativa fallimentare;
- unitamente a quanto sopra, richiedere l'erogazione di nuovi finanziamenti assistiti dalla qualifica di crediti prededucibili se inclusi all'interno di un piano di concordato o un accordo di ristrutturazione del debito;
- convertire i propri debiti in capitale o strumenti finanziari partecipativi;
- avvalersi di canali di finanziamento alternativi, quali fondi specializzati in *private debt, restructuring e venture capital*. Anche in questo caso si ritiene che il soggetto debitore possa trovare più facilmente riscontro da questi operatori se il piano di risanamento risulta incluso nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito regolate dalla normativa fallimentare.

Di fatto, l'emergenza pandemica può essere l'occasione per porre una attenzione più consapevole al *set* di strumenti che la *best practice* professionale ha già sperimentato essere idonei a consentire il riequilibrio patrimoniale nell'ambito della ristrutturazione del debito.