



Tribunale di Milano
Sezione II civile
Fallimentare

riunita in camera di consiglio nelle persone dei signori

Dott. Alida Paluchowski

Presidente

Dott. Irene Lupo

Giudice

Dott. Federico Rolfi

Giudice relatore

ha pronunciato il seguente

**DECRETO
EX ART. 180 L.F.**

VISTO il ricorso rubricato al n. 45828/2018 R.G. proposto

DA

W [REDACTED] S.P.A.,
[REDACTED], rappresent

RICORRENTE PER OMOLOGAZIONE

nei cui confronti è stata proposta opposizione

DA

1) **AGENZIA DELLE ENTRATE (C.F. 06363391001), in persona del Direttore pro tempore, rappresentata e difesa ex lege dall'Avvocatura Distrettuale dello Stato di Milano, presso i cui uffici, in MILANO, VIA FREGUGLIA, N. 1, è per legge domiciliata**

2)

3)

CREDITORI OPPONENTI

letti gli atti e i documenti prodotti, preso atto dell'acquisizione del fascicolo del concordato fallimentare, udita la relazione del Giudice Delegato, sentite le parti all'udienza del 15 novembre 2018;

OSSERVA

Con ricorso depositato in data 3 aprile 2017 l'impresa W [REDACTED] S.P.A. ha proposto domanda per l'ammissione dell'anzidetta impresa alla procedura di concordato preventivo con riserva e successivamente in data 4 agosto 2017 ha depositato domanda completa.





Con decreto in data 18 settembre 2017 il G.D. – sollevando una serie di rilievi su piano e proposta – ha assegnato alla proponente termine di quindici giorni per le necessarie integrazioni.

In data 3 ottobre 2017 la proponente ha depositato memoria integrativa, insistendo nell'istanza di ammissione al concordato, ma instando in via subordinata per l'assegnazione di un ulteriore termine per apportare modifiche, anche in considerazione di fattori sopravvenuti.

Con decreto in data 24 ottobre 2017 il Tribunale ha assegnato alla proponente termine per apportare eventuali modificazioni a piano e proposta, riservandosi di deliberare all'esito.

In rapida successione la W [REDACTED] SPA:

- in data 20 novembre 2017 ha depositato una versione modificata di piano e proposta, rappresentando, tuttavia, che il completamento dell'attestazione necessitava ancora di alcuni giorni;
- in data 24 novembre 2017 proceduto al deposito dell'attestazione;
- in data 4 dicembre 2017 ha depositato ulteriore memoria integrativa contenente la segnalazione di tre specifiche circostanze sopravvenute, e della introduzione di ulteriori due modifiche al piano.

Con decreto deliberato nella camera di consiglio del 28 dicembre 2017 il Tribunale ha ammesso la ricorrente alla procedura di concordato preventivo, fissando l'adunanza dei creditori per la data 9 maggio 2018, con termine di legge all'organo commissariale per il deposito della relazione ex art. 172 L.F.; e nominando – accanto al già nominato Dott. Andrea [REDACTED] – altri due commissari nelle persone del Dott. Silvano [REDACTED] e dell'Avv. Fabrizio [REDACTED]

Con provvedimento in data 16 marzo 2018, a seguito di istanza dei Commissari depositata in data 15 marzo 2018, il Giudice Delegato differiva l'adunanza al 4 luglio 2018.

Nei termini di legge – rispetto alla proroga - il Collegio dei Commissari Giudiziali depositava la relazione ex art. 172 formulando una valutazione positiva in ordine alla fattibilità della proposta.

Il 4 luglio 2018 si celebrava regolarmente l'adunanza dei creditori, nel corso della quale:

- 1) i Commissari procedevano all'illustrazione della propria relazione ex art. 172 L.F.;
- 2) venivano registrati e convalidati i voti già espressi prima dell'adunanza ma dopo il deposito della Relazione ex art. 172 L.F.;
- 3) venivano verbalizzate le contestazioni mosse da B [REDACTED] in ordine all'inammissibilità della proposta come segue:

L' avv. Tuninetti per B [REDACTED] in primo luogo reitera le contestazioni in ordine al declassamento deducendo l' inammissibilità della proposta. Rimerca che la proponente non ha risposto in modo concreto alle criticità sollevate nella relazione dei commissari. Eccepisce la situazione di conflitto d'interessi di S [REDACTED] e sembra emerso che la stessa controllando una quota significativa degli obbligazionisti ne ha potuto influire le determinazioni. Richiamando la recente giurisprudenza della Cassazione in tema di conflitto d' interessi chiede che il voto di S [REDACTED] venga sterilizzando mediante inserimento in classe autonoma oppure che S [REDACTED] venga esclusa dal voto. Chiede altresì di chiarire le considerazioni svolte dai commissari a pagina 297 della relazione. I commissari chiariscono in ordine a tale ultimo punto che essi si sono limitati ad auspicare una modifica che tuttavia nelle more non è intervenuta.

- 4) veniva stabilito dal Giudice Delegato che si procedesse con le operazioni di voto, rimettendo all'eventuale fase dell'omologa e dell'opposizione ogni profilo





concernente la valutazione dei rilievi critici circa la sussistenza di un conflitto di interessi e la corretta formazione delle classi;

- 5) veniva espressa, da parte del rappresentante comune degli obbligazionisti, dichiarazione di voto favorevole;
- 6) si prendeva atto del mancato raggiungimento delle maggioranze, rimettendo la verifica definitiva dei voti al decorso del termine ex art. 178 L.F.

Con successivo decreto del 2 agosto 2018, a seguito di comunicazione da parte dei Commissari Giudiziali degli esiti definitivi delle operazioni di voto, si constatava il raggiungimento delle maggioranze ex art. 177 L.F., rilevando che:

- 1) il totale dei crediti ammessi al voto era di Euro 274.657.581.=, suddivisi in otto classi distinte;
- 2) sino all'adunanza dei creditori del 4 luglio 2018 e nei venti giorni successivi avevano votato in senso favorevole creditori titolari di crediti per Euro 204.202.223,48, mentre avevano votato in senso contrario creditori titolari di crediti per Euro 50.310.751,26
- 3) il numero delle classi ammesse al voto era di otto ed era stata raggiunta la maggioranza dei crediti ammessi al voto in cinque delle otto classi dei creditori previste, come risultante dal seguente schema:

CLASSI	Crediti ammessi al voto	Maggioranze richieste	Voti Favorevoli	Voti Contrari	Percentuali voti favorevoli	Maggioranza
Classe 1 - Erario e Ist. Previdenziali	33.966.134,58	16.983.068,29	-	31.899.168,70	0,00%	NO
Classe 2 - Priv. Localivo	187.774,91	93.888,46	104.277,34	-	55,53%	SI
Classe 3 - Banche	323.781,50	161.891,75	-	-	0,00%	NO
Classe 4 - Professionisti	1.659.956,87	829.979,44	1.297.766,40	-	78,18%	SI
Classe 5 - Artigiani	2.750.328,26	1.375.165,13	1.564.194,72	343.950,53	56,87%	SI
Classe 6 - Altri Chirografari	21.452.166,41	10.726.084,21	2.092.154,81	3.161.100,37	9,75%	NO
Classe 7 - Bondholders e B.	213.678.050,00	106.839.026,00	198.683.643,76	14.904.998,60	92,98%	SI
Classe 8 - Dipendenti	639.388,18	319.695,09	460.186,46	1.533,06	71,97%	SI
TOTALE	274.657.580,71	137.328.798,36	204.202.223,48	50.310.751,26	74,35%	SI

Veniva quindi fissata, per la comparizione delle parti e del Commissario Giudiziale avanti al Collegio, l'udienza del 18 ottobre 2018, disponendo i relativi adempimenti di legge.

Nel termine di dieci giorni prima dell'udienza il Collegio dei Commissari Giudiziali provvedeva a depositare il parere motivato favorevole ai sensi dell'art. 180, comma 2, L.F.

Iscritto il procedimento a ruolo, la debitrice si costituiva domandando l'omologazione del concordato, mentre venivano proposte tre opposizioni da parte, rispettivamente di AGENZIA ENTRATE, B. [redacted] e COMUNE DI [redacted].

All'udienza del 18 ottobre 2018, preso atto del deposito, da parte della W. [redacted] S.p.A., di una memoria di replica alle opposizioni, le parti oppponenti chiedevano un termine per repliche, termine che veniva concesso dal Tribunale al 5 novembre 2018, fissando nuova udienza -- innanzi al medesimo collegio -- per la data del 15 novembre 2018.

Le memorie venivano ritualmente depositate ed anche il Collegio dei Commissari depositava breve integrazione al parere ex art. 180 L.F., reiterando il parere favorevole.

A detta udienza si procedeva alla discussione definitiva del ricorso per omologa, nel corso della quale il COMUNE DI [redacted] dichiarava di rinunciare agli atti dell'opposizione, con accettazione da parte dei procuratori di W. [redacted] S.p.A.

All'esito della discussione il Tribunale si riservava.

Riproducendo qui, in parte, la ricostruzione già operata nel decreto di ammissione al concordato preventivo (e ferme restando le valutazioni e rettifiche operate dai Commissari nella relazione ex art. 172 L.F.), va rammentato che la W. [redacted] SPA è società controllata dal GRUPPO W. [redacted] S.p.A. (già K. [redacted] S.p.A.) tramite





W [REDACTED] HOLDING SRL (in 161 comma VI L.F.), mentre l'intero gruppo fa capo alla S [REDACTED] PLC.

W [REDACTED] SPA è una *holding mista* in quanto svolge attività sia diretta sia tramite le controllate.

Le attività svolte direttamente da W [REDACTED] S.p.A. – in sintesi e senza pretese di analiticità – consistono in :

- 1) raccolta dei rifiuti;
- 2) selezione e trattamento;
- 3) smaltimento in discarica;
- 4) produzione di energia elettrica.

La società annoverava, al momento della presentazione della proposta 36 tra dirigenti, quadri, impiegati ed operai

Attualmente il ramo d'azienda operativo¹ è attualmente affittato alla G [REDACTED] SRL, società detenuta al 100% da G [REDACTED] HOLDING SRL a propria volta controllata al 100% dalla stessa W [REDACTED] S.p.A. L'affitto, come accennato, concerne il solo ramo operativo, mentre in carico a W [REDACTED] S.p.A. restano i servizi gestionali ed amministrativi, che vengono svolti a favore di G [REDACTED] SRL, dietro pagamento di un compenso.

La proponente controlla la società F [REDACTED] S.R.L., che a propria volta risulta in procedura di concordato preventivo (procedura sulla cui omologa il Tribunale – in diversa composizione – viene a decidere contestualmente). Proprio le modifiche apportate alla proposta ed al piano di F [REDACTED] S.R.L., anzi, hanno in parte determinato una delle ultime modifiche apportate con la memoria 4 dicembre 2017

La proponente indica diverse principali cause della crisi.

- a) La prima è costituita dall'incapacità di procedere al rimborso di un prestito obbligazionario (*high yield*) emesso il 18 novembre 2014 per 200 milioni di euro regolato dalla legge dello Stato di New York e con interessi al 10,5% annuo².
- b) Il sequestro temporaneo (e successivamente revocato) di due siti (Bedizzole e Cavenago d'Adda), che hanno cagionato una parziale stasi nell'operatività dell'azienda
- c) Il verificarsi di avvicendamenti nel *management* in un momento di particolare delicatezza nella vita dell'impresa, con conseguente ritardo dell'adozione di decisioni strategiche;
- d) La crisi generale del settore e l'incremento della concorrenza, con flessione dei margini.

La società riferisce di aver proceduto a contatti con i *bondholders* per operare una radicale ristrutturazione del debito, ma tali reiterati contatti non risultano essere giunti ad un'intesa, ed

¹ Che comprende tutta l'operatività della proponente, e cioè

- ▶ 4 centri di raccolta;
- ▶ 4 impianti di trattamento rifiuti;
- ▶ 2 discariche;
- ▶ 5 impianti di biogas;
- ▶ 1 impianto fotovoltaico

² Il bond in questione doveva: 1) finanziare l'acquisto del gruppo G [REDACTED] S.p.A.; 2) rimborsare debiti finanziari preesistenti di W [REDACTED] S.p.A. e delle controllate per 77 milioni di euro; 3) acquistare altre società del ramo ambiente facenti capo alla GRUPPO W [REDACTED] S.p.A. per "consolidare il perimetro". Contestualmente la società aveva concluso con C [REDACTED] N.A. di un contratto di finanziamento avente ad oggetto una linea di credito *revolving* (RCF – *revolving credit facility*), collegando sia il *bond* sia la linea RCF ad una convenzione intercreditoria in virtù della quale sono stati costituiti: a) un pegno su tutte le azioni detenute da W [REDACTED] HOLDING SRL; b) un pegno su tutte le azioni detenute da W [REDACTED] S.p.A. in società del gruppo che si erano costituite come garanti; c) un pegno su alcuni conti di W [REDACTED] S.p.A.; d) un pegno su crediti derivanti da finanziamenti *intercompany*.





anzi nella recente memoria 4 dicembre 2017 riferisce di aver ricevuto in data 27 novembre 2017 – assieme ad altre società del medesimo gruppo, tra le quali la F [REDACTED] S.R.L. – una richiesta di risarcimento di danni da parte della J [REDACTED] LIMITED e dalla J [REDACTED] LLC, le quali avevano partecipato al collocamento presso gli investitori del prestito obbligazionario emesso nel 2014.

La società ricorrente – dopo le articolate modifiche ed integrazioni - ha basato la propria proposta di concordato su un piano di continuità (indiretta) notevolmente complesso – che prevede la prosecuzione delle attività e si impernia anche sulla previsione del conseguimento di autorizzazione all'ampliamento del sito di Bossarino (ove è presente anche un impianto di biogas) - che si caratterizza per alcuni passaggi fondamentali.

- a) Il primo è costituito dall'assunzione della presenza di elevatissimi oneri ambientali in prededuzione, relativi anche alla gestione post-operativa degli impianti di B [REDACTED] e A [REDACTED] C [REDACTED].

Quest'ultimo risulterebbe formalmente in capo alla A [REDACTED] S.R.L., ma l'originaria domanda di ammissione si dilunga ampiamente sull'intricata vicenda della discarica di Alice Castello, argomentando in ordine alla sussistenza di una responsabilità di tipo ambientale della stessa proponente quale gestore di fatto della discarica.

Tali oneri verrebbero di fatto ad assorbire tutta la disponibilità attuale di risorse interne della proponente – con una ridotta residualità destinata a soddisfare creditori muniti di privilegio speciale ed ai creditori assistiti da privilegio generale ex art. 2751-bis, n. 1) c.c. – rendendo necessario attingere a risorse esterne.

- b) Il piano, nella sua versione finale (20 novembre 2017) si articola sulla presenza di ben due assuntori (circostanza assai rilevante anche nel quadro delle opposizioni, come si vedrà) che si distribuiranno attivo e passivo della Procedura in specifiche e distinte porzioni (e non, quindi, *pro quota*), CON EFFETTO LIBERATORIO PER LA PROPONENTE.

Si tratta delle società:

1) S [REDACTED] GREEN, società a propria volta neocostituita da S [REDACTED] PLC (attuale socio di GRUPPO W [REDACTED] S.P.A. per una quota pari al 38%), attraverso la propria società controllata A [REDACTED] S.R.L.;

2) S [REDACTED] S.p.A., società neo costituita da parte della società di diritto lussemburghese S [REDACTED] S. À R.L. e indirettamente partecipata dal fondo di investimento S [REDACTED] LP (gestito dalla management company [REDACTED]-regulated S [REDACTED] LP).

- c) In concreto:

I) S [REDACTED] a fronte dell'assunzione della sola porzione di attivo consistente nelle partecipazioni della W [REDACTED] in: E [REDACTED] S.R.L., S [REDACTED] - SMC S.R.L. e W [REDACTED] S.R.L., si farà carico (anche grazie a un sostegno finanziario fornito dall'altro assuntore S [REDACTED] nei limiti dell'ammontare massimo di € 3.288.000,00 a propria volta reperito da S [REDACTED] S.p.A. mediante il prestito obbligazionario di cui *infra*: c.d. IMPEGNO DIVIDENDI; e di un apporto di € 600.000,00 da parte di S [REDACTED] GROUP) di sostenere le passività prededucibili afferenti ai costi di chiusura e di post-chiusura della discarica di cui è titolare la Alice Ambiente s.r.l. (per un totale di € 9.151.000,00);

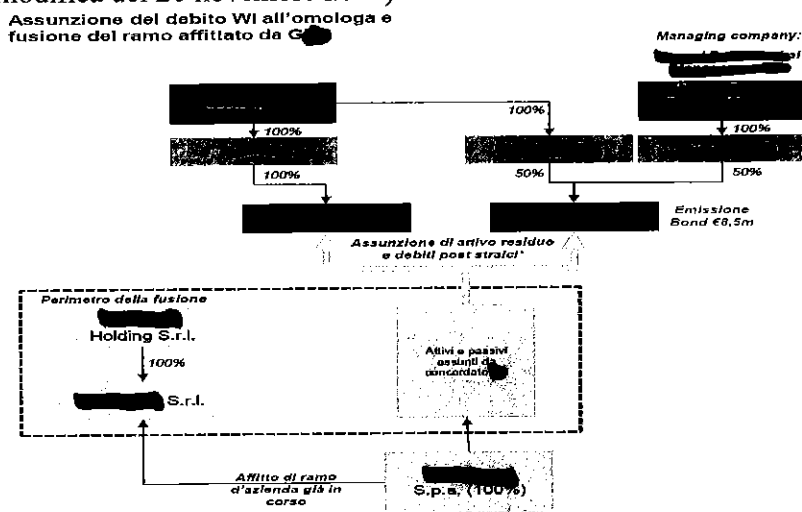
II) S [REDACTED] – la quale in origine era detenuta integralmente dalla società lussemburghese S [REDACTED], ma già in data 17 novembre 2017 ha dato corso a un aumento di capitale riservato alla G [REDACTED] S. À R.L. (società di diritto lussemburghese anch'essa riconducibile alla S [REDACTED]), con l'effetto finale di rendere la G [REDACTED] socio della S [REDACTED], con una



quota paritetica rispetto a quella della S [redacted] - assumerà tutto il residuo attivo (comprensivo dell'azienda in funzionamento della W [redacted])³ e il residuo passivo, che provvederà a coprire grazie ai proventi che saranno generati dalla prosecuzione dell'attività d'impresa, anche grazie alle risorse che il fondo [redacted] si è impegnato ad apportare, mediante integrale sottoscrizione di un prestito obbligazionario dell'importo di € 8.500.000,00 (con scadenza a 10 anni e tasso di interesse del 7% annuo PIK, ma con facoltà di differimento di due anni in due anni sino ad una durata totale di 20) che verrà emesso dalla stessa S [redacted]⁴.

- d) S [redacted] S.p.A. gestirà in continuità l'attività di impresa della proponente - oggi condotta da G [redacted] - in quanto, una volta perfezionatasi l'assunzione, viene prevista una operazione di fusione in virtù della quale G [redacted] sarà fusa in G [redacted] HOLDING, che a sua volta verrà fusa in S [redacted] S.p.A.. In tal modo anche il contratto di affitto di azienda tra G [redacted] e W [redacted] S.P.A. verrà ad essere assorbito in S [redacted] S.p.A.⁵

Il tutto secondo il seguente schema tratto dalla versione aggiornata del *business plan* (DOC. 23 modifica del 20 novembre 2017).



- e) Come concluso dall'attestatore (pag. 26) *"al momento della omologazione della proposta concordataria i passivi (stralciati) si trasferiranno per assunzione da [redacted] in*

³ Come chiarito a pag. 23 della Attestazione integrativa del 24 novembre:

"S [redacted] assumerà:

- il ramo di azienda [redacted] oggetto del contratto d'affitto in essere con G [redacted];
- il ramo d'azienda che fornisce servizi amministrativi alle società partecipate ancora presente in [redacted] dal quale promana il contratto di servizi amministrativi in essere fra [redacted] e G [redacted];
- gli immobili di proprietà di [redacted] inerenti: alle discariche elencate nell'allegato 2.2 (i) del contratto di affitto d'azienda in essere con G [redacted] (i.e. A [redacted] e B [redacted]) e gli impianti siti in C [redacted] ([redacted]), A [redacted] ([redacted]), R [redacted] S [redacted] ([redacted]) e Collegno ([redacted]) di cui a parte dell'Allegato 2.2.(ii);
- La partecipazione relativa al 100% del capitale di G [redacted] HOLDING;
- La partecipazione relativa al 100% del capitale di F [redacted];
- La partecipazione relativa al 100% del capitale di [redacted];
- La partecipazione relativa al 70% del capitale di E [redacted];
- L'avviamento collegato a, o comunque riveniente dall'azienda [redacted]; Tutto ciò a fronte del passivo concordatario di [redacted] (ad eccezione degli oneri di chiusura e post-chiusura della discarica "A [redacted] ([redacted])")."

⁴ Peraltro la somma in questione è già stata costituita in escrow dalla S [redacted] LP presso un notaio (cfr. DOC. 6 allegato all'integrazione all'attestazione).

⁵ Solo per completezza, essendo profilo estraneo alla presente procedura, anche se ad essa collegato, identico destino non toccherà al ramo di azienda [redacted], che invece sarà oggetto di retrocessione da parte della G [redacted] UP.





capo a S [redacted] e le passività di A [redacted] in capo a [redacted], con la conseguenza che [redacted] rimarrà una sorta di società relitto, assimilabile ad una società che abbia compiuto la sua liquidazione". La proponente "risulterà esdebitata nei limiti dello stralcio proposto ai creditori e completamente liberata da tutte le obbligazioni da quando avrà effetto l'assunzione, rimanendo ovviamente obbligate S [redacted] e [redacted] ad adempiere: S [redacted] ai pagamenti previsti nel PIANO S [redacted] per i creditori concorsuali e ciò nei limiti delle percentuali offerte alle varie classi ed SG, in base al PIANO [redacted], al pagamento degli ONERI AMBIENTALI della discarica di A [redacted] [redacted] mano a mano che matureranno".

- f) S [redacted] S.p.A. emetterà ex art. 2346, comma VI, c.c. degli strumenti finanziari partecipativi per € 4.860.000,00, destinati a costituire – mediante *datio in solutum* – meccanismo di soddisfacimento dei creditori inseriti nella settima classe (e coincidenti – con i *bondholders* e con B [redacted] S.A. [redacted]), nella misura, come ci si appresta a vedere, del 2%.

Il tutto secondo regole che possono così sintetizzarsi

① Gli strumenti saranno privi di valore nominale espresso e verranno emessi a fronte di un apporto in denaro, effettuato anche mediante compensazione di crediti certi, liquidi ed esigibili di natura finanziaria vantati nei confronti della società.

② L'apporto a fronte dell'emissione e assegnazione degli strumenti sarà a fondo perduto, senza diritto di rimborso o restituzione nemmeno nel contesto della liquidazione della società, e verrà contabilizzato in un'apposita riserva del patrimonio netto, che non potrà essere accorpata ad altre riserve di patrimonio netto né utilizzata per la copertura delle perdite, se non dopo l'integrale utilizzo di tutte le altre riserve.

③ Gli strumenti potranno circolare solo con il previo gradimento dell'organo amministrativo di S [redacted].

④ Gli strumenti conferiranno il diritto di partecipare a qualsivoglia distribuzione e/o ripartizione del patrimonio netto di liquidazione, con conseguente diritto di percepire – con priorità rispetto alle azioni – il 75% di tali distribuzioni e/o ripartizioni tra tutti i titolari, sino a concorrenza della riserva di patrimonio netto appostata nonché il diritto di partecipare ed esprimere il proprio voto nell'assemblea speciale dei titolari degli strumenti, nei termini e per le materie di cui al regolamento.

Nella propria memoria informativa ed integrativa del 4 dicembre 2017, la proponente chiarisce quanto segue.

① Poiché anche nella proposta di concordato preventivo della società F [redacted] – facente parte del gruppo – il medesimo fondo [redacted] si è impegnato a mettere a disposizione dell'assuntore di tale procedura risorse per € 1.500.000,00, anche se in tal caso il prestito sarà emesso non direttamente dall'assuntore (un *NewCo* appositamente costituita dalla S [redacted]) ma sempre dalla S [redacted], che in tal modo verrà ad emettere due distinti prestiti obbligazionari, per il complessivo ammontare di € 10.000.000,00⁶.

② Per l'effetto la proponente ha deciso di rendere omogenei il trattamento contemplato per i due strumenti partecipativi, laddove nell'originario impianto del presente concordato a favore dei soggetti assegnatari degli strumenti stessi era previsto il diritto di percepire una porzione degli utili e di partecipare alla ripartizione del patrimonio netto di liquidazione della predetta società - con conseguente diritto di ottenere con

⁶ Anche la proponente dichiara testualmente: "Merita peraltro precisare – così da sgombrare il campo da ipotetici fraintendimenti – che l'omologazione del concordato F [redacted], ancorché auspicata, non costituisce in alcun modo un elemento condizionante del concordato W [redacted]: le due procedure, pur potendo presentare alcuni profili di reciproca interferenza (a livello meramente fattuale), sono oggi concepite come nettamente autonome, senza alcun vincolo di subordinazione dell'una all'altra, né dell'altra all'una".



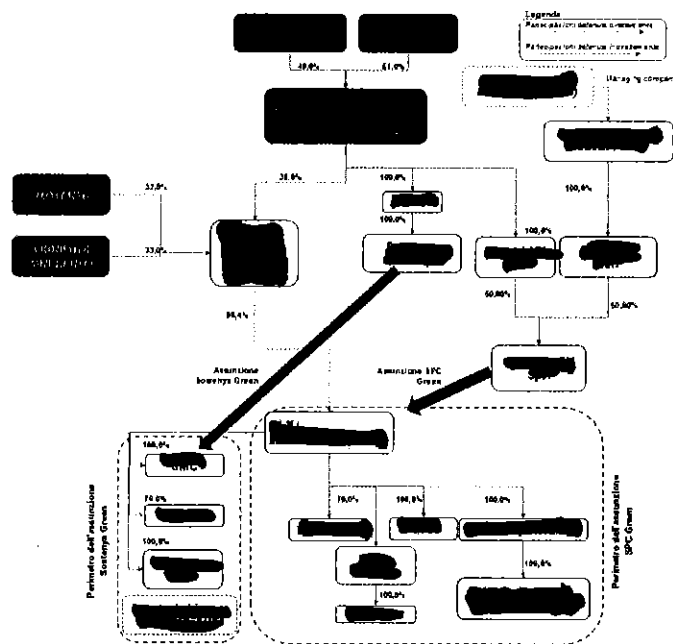


priorità rispetto agli azionisti il 75% di tali utili e/o ripartizioni, sino a concorrenza della riserva di patrimonio netto appostata, ma condizionatamente alle decisioni dei soci circa la distribuzione dell'utile o dell'avanzo di liquidazione.

③ La proponente ha invece modificato il meccanismo di distribuzione degli utili, rendendolo automatico (purché si verifichino le condizioni che lo consentano), ed eliminando la discrezionalità degli azionisti. L'attestatore, nell'ultima integrazione in data 4 dicembre 2017 ha attestato che tale nuovo e diverso meccanismo risulta comunque compatibile con il piano

- g) Al fine di sostenere la in ogni caso G [redacted], S [redacted] ha assunto l'impegno irrevocabile all'acquisto dei crediti vantati dalla medesima G [redacted] nei confronti della W [redacted], per avere la prima estinto alcune passività (a titolo di ecotassa) della seconda, anche al fine di poter proseguire nel regolare esercizio dell'attività d'impresa. In particolare, sotto la condizione che il concordato della W [redacted] S.P.A. non sia omologato (con conseguente mancata fusione tra la G [redacted] e la S [redacted]), la S [redacted] acquisterà il credito della G [redacted] verso la W [redacted] S.P.A. al valore nominale, evitando che quest'ultima possa patire una perdita priva di adeguata copertura

Lo schema complessivo del piano è così delineato graficamente dal professionista attestatore nell'integrazione 24 novembre 2017



La durata del piano dovrebbe protrarsi sino al 31 dicembre 2022, quando è previsto il pagamento dei debiti tributari e contributivi.

Sulla base di tale piano, la proposta ha prospettato il soddisfacimento dei creditori secondo le seguenti modalità e tempistiche.

Soddisfacimento integrale:

- a) delle spese prededucibili e dei relativi crediti ivi compresi i costi di gestione in pendenza della procedura e gli oneri di chiusura e di gestione *post mortem* delle discariche;
nonché pagamento





- b) entro l'anno dall'omologazione dei creditori muniti di privilegio speciale (nella sostanza, con il privilegio locatizio *ex art. 2764 c.c.* e con i pegni di cui godono i *bondholders* e B. [redacted] S.A. [redacted]) e generale (in sostanza con capienza solo parziale - 78% - unicamente del privilegio *ex art. 2751-bis n. 1 c.c.*), nei limiti della capienza dei beni sui quali insiste la prelazione, in conformità a quanto indicato nella relazione di cui all'art. 160, 2° comma, l. fall.;

nonché pagamento del ceto creditorio di rango chirografario (*ab origine* o declassato) con suddivisione nelle le seguenti classi:

- c) Classe I (crediti tributari e previdenziali) formata dai crediti vantati dall'Erario (incluse le poste oggetto di p.v.c) e dai Comuni, integralmente degradati per incapienza del patrimonio della società → percentuale di soddisfacimento nella misura del 15%, da pagarsi in un arco temporale di cinque anni dall'omologazione⁷;
- d) Classe II (crediti assistiti da privilegio locatizio) formata dai crediti muniti di privilegio locatizio colpiti da falcidia per incapienza dei beni su cui insiste la prelazione → percentuale di soddisfacimento nella misura del 14%, da pagarsi entro ventiquattro mesi dall'omologazione;
- e) Classe III (banche) crediti chirografari *ab origine* → percentuale di soddisfacimento nella misura del 10%, da pagarsi entro ventiquattro mesi dall'omologazione;
- f) Classe IV (professionisti) professionisti titolari di privilegio generale colpito da falcidia per incapienza dell'attivo sociale → percentuale di soddisfacimento nella misura del 14,5%, da pagarsi entro ventiquattro mesi dall'omologazione;
- g) Classe V (artigiani) artigiani titolari di privilegio generale colpito da falcidia per totale incapienza dell'attivo sociale → percentuale di soddisfacimento nella misura del 7%, da pagarsi entro ventiquattro mesi dall'omologazione;
- h) Classe VI (altri chirografari) → percentuale di soddisfacimento nella misura del 5%, da pagarsi entro quarantotto mesi dall'omologazione;
- i) Classe VII (creditori pignorati destinati a subire la falcidia per parziale incapienza delle azioni e delle quote oggetto di prelazione speciale, coincidenti con i *bondholders* e con B. [redacted] S.A. [redacted]) → percentuale di soddisfacimento nella misura del 2%, da soddisfarsi (non pagarsi) mediante l'offerta in *datio in solutum* degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla SPC Green che saranno emessi entro 210 giorni dall'omologazione (ed i cui caratteri slanti sono stati sintetizzati in precedenza), con la precisazione che l'operazione solutoria si estenderà (nella medesima percentuale) anche ad ogni ulteriore pretesa che trovi fonte nell'emissione del prestito obbligazionario (e quindi anche alla pretesa risarcitoria azionata dalla J. [redacted] e dalla J. [redacted] LC);
- j) Classe VIII (dipendenti) componente - pari al 22% - del credito privilegiato dei dipendenti esposto a falcidia per incapienza del patrimonio della società → percentuale di soddisfacimento nella misura del 100%, da pagarsi, quanto al 15% (del 22%) nell'ambito del piano di concordato, entro ventiquattro mesi dall'omologazione, e quanto mentre residuo 85% (sempre del suddetto 22% incapiente) al di fuori del concordato ma da parte di S. [redacted] in forza di separato impegno.

In relazione a tutti i crediti erariali la proponente ha presentato domanda di transazione fiscale *ex art. 182-ter L.F.*, rendendo così inevitabile il classamento dei creditori.

⁷ L'attestatore rileva che "nella classe afferente i crediti Erariali e Previdenziali degradata sono state anche appostate imposte locali che, come è noto, non possono rientrare fra le imposte e contributi da trattare ai sensi dell'art. 182 *ter l. fall.*" precisando, però, che "si tratta di imposte e tributi locali per un importo di soli Euro 102 mila, di per sé non aventi alcuna attitudine ad influenzare in un senso o nell'altro le determinazioni dell'Agenzia delle Entrate e degli Enti Previdenziali".





Come già accennato, avverso il ricorso per omologa hanno proposto opposizione tre creditori, e cioè AGENZIA ENTRATE, B [redacted] e COMUNE DI [redacted]

In relazione a quest'ultima opposizione, tuttavia, si deve solo dare atto della intervenuta rinuncia agli atti da parte dell'opponente.

Poiché la W [redacted] S.p.A. ha eccepito la tardività dell'opposizione di B [redacted] P [redacted], per essersi la medesima costituita meno di dieci giorni prima dell'udienza ex art. 180 L.F. appare opportuno affrontare *in limine* tale profilo di natura processuale.

In linea generale il Tribunale ritiene di dover affermare – sulla scia di opinioni di cui la stessa W [redacted] S.p.A. si dichiara consapevole – la natura ordinatoria del termine ex art. 180, comma II, L.F. come peraltro affermato anche dalla Suprema Corte (Cass. Sez. I, Sentenza n. 18987 del 16/09/2011)⁸.

Nel caso della B [redacted] poi, è da ritenersi che l'opponente abbia proposto la propria opposizione del tutto tempestivamente, dal momento che dalla documentazione prodotta (DOC. 3 allegato alla memoria del 5 novembre 2018) emerge che l'opposizione è stata depositata telematicamente nel termine dell'8 ottobre 2018 e che l'accettazione dell'atto è risultata ritardata per ragioni di natura tecnica che, tuttavia, non possono riverberarsi sulla tempestività del deposito.

Occorre, a questo punto, procedere all'esame della complessa ed articolata opposizione presentata per conto di AGENZIA DELLE ENTRATE, la quale contesta la sussistenza dei presupposti giuridici per l'omologazione - ed in particolare del presupposto della fattibilità giuridica – per le ragioni che possono essere sintetizzate come segue.

- 1) Lo stato di crisi della proponente non sarebbe derivato da scelte imprenditoriali attinenti all'attività caratteristica dell'azienda ma da ragioni dipendenti dall'appartenenza di W [redacted] S.p.A. ad un gruppo societario, ed in particolare sia dalla difficoltà di gestire il rimborso del prestito obbligazionario, emesso al fine di reperire le risorse per l'acquisizione di G [redacted] SPA e di rifinanziare altre società del gruppo sia derivano dalla consistente esposizione debitoria di G [redacted] SPA, assunta dalla proponente a seguito dell'acquisizione medesima.

L'analisi dei bilanci della W [redacted] S.p.A. – prosegue l'opposizione – evidenzerebbe una serie di appostazioni contabili non corrette, con una valorizzazione di flussi finanziari relativi a progetti non ancora realizzati del tutto in contrasto con i principi contabili di redazione del bilancio. Richiamando anche le valutazioni espresse dai Commissari nella Relazione ex art. 172 L.F., AGENZIA DELLE ENTRATE argomenta l'esistenza di criticità contabili relative alla attribuzione di valore delle immobilizzazioni finanziarie (partecipazioni) ed alle immobilizzazioni immateriali (valori di avviamento da acquisizioni di rami d'azienda e capitalizzazione dei disavanzi di fusione). Il che si sarebbe tradotto in "una

⁸ "In tema di giudizio di omologazione del concordato preventivo, l'omessa previsione, circa la natura del termine per la costituzione delle parti nel procedimento relativo, osta alla qualificazione della sua perentorietà, essendo perentori solo i termini processuali espressamente dichiarati tali dal legislatore; pertanto, è ammissibile la costituzione del commissario giudiziale, benché avvenuta oltre il termine di dieci giorni prima della data fissata per l'udienza, non solo in considerazione del predetto silenzio serbato dall'art. 180, secondo comma, legge fall. e dell'assenza di sanzione in caso di mancata osservanza, ma anche tenuto conto che le modifiche introdotte dal d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169 hanno improntato il procedimento di omologa ad una libertà di forma, nella fase introduttiva, cui non risulta funzionale la previsione di una rigidità dei tempi di costituzione, tanto più che alle parti è consentito anche successivamente integrare le proprie allegazioni".





volontaria sopravvalutazione iniziale delle potenzialità riconosciute alle aziende acquisite, ovvero alle società incorporate (Relazione commissariale, pag. 90) giustificata da logiche interne al gruppo societario", e tale da occultare il fatto che il patrimonio netto della società sarebbe stato negativo già al 31.12.2013.

Da tali premesse AGENZIA DELLE ENTRATE trae la duplice conclusione per cui:

- a) la W [REDACTED] S.p.A. non versa in uno stato di crisi, bensì in una situazione di insolvenza, per di più derivante da *"decisioni imprenditoriali giustificate solo da logiche di gruppo, estranee all'attività caratteristica dell'impresa stessa"*;
 - b) la non veridicità dei dati di bilancio configurerebbe un'ipotesi di atto in frode dei creditori, art. 173 L.F.
- 2) Il piano non rispetterebbe l'art. 182-ter L.F. e conseguentemente difetterebbe sia di fattibilità giuridica sia di convenienza economica.

Richiamando il combinato disposto di cui agli artt. 160, co II L.F.; 186-bis, comma II, lett. b), L.F. e 182-ter L.F., AGENZIA DELLE ENTRATE sottolinea come la relazione ex art. 172 L.F. abbia proceduto ad una rettifica in aumento dell'attivo rispetto a quanto indicato nella relazione giurata ex art. 160, comma II, L.F., in particolare con riferimento alla valutazione del c.d. "Ramo Bossarino", interamente svalutato dalla proponente, e stimato invece dai Commissari in € 15.000.000,00.

Quanto alle poste passive – prosegue l'opposizione – la proponente avrebbe ritenuto di operare una valutazione comparativa con la sola prospettiva di una diversa continuità aziendale, e senza invece operare una comparazione con l'alternativa fallimentare, laddove da tale comparazione – ed in particolare dallo scenario di una cessione dell'azienda all'esito della procedura competitiva prevista dall'art. 105 L.F. – emergerebbe una possibile maggiore soddisfazione dei creditori concorsuali rispetto a quella ricavabile in esecuzione del piano concordatario, con assorbimento da parte dell'Erario di tutto il residuo attivo (€ 29.041.000,00 contro il minor attivo disponibile in base al piano concordatario, pari ad € 9.226.000,00).

Di qui la conclusione per cui la proposta di W [REDACTED] S.p.A. verrebbe a violare l'art. 182-ter L.F., secondo cui la soddisfazione offerta ai creditori tributari erariali non può essere inferiore a quanto è previsto possa essere ottenuto in occasione della liquidazione fallimentare, anche perché le previsioni di realizzo non terrebbero conto dell'eventuale maggior attivo ricavabile dall'esercizio di azioni revocatorie e di responsabilità nei confronti dell'organo amministrativo, nonostante tali profili di responsabilità siano stati valutati come sussistenti da parte dei Commissari.

- 3) Nella propria Relazione ex art. 172 L.F. i Commissari hanno rappresentato la possibilità che il Piano generi una redditività maggiore di quella considerata, la quale andrebbe interamente a vantaggio degli assuntori e, dunque, sarebbero sottratti alla massa concorsuale.

Questo profilo, anzi, verrebbe ad integrare – secondo l'opposizione – una ipotesi sia di indicazione di dati non veritieri, sia di occultamento di parte dell'attivo, sia di esposizione di passività insussistenti, con applicazione dell'art. 173 L.F.

- 4) Da ultimo, anche AGENZIA DELLE ENTRATE lamenta il fatto che la percentuale di soddisfacimento offerta dalla proponente risulterebbe "tenue", *"soprattutto se confrontata con la maggior somma disponibile ipotizzata dai Commissari"*. Ciò anche in considerazione del fatto che una quota della somma offerta in pagamento sarebbe costituita da crediti vantati dalla W [REDACTED] S.p.A. per i quali viene proposto l'utilizzo in compensazione, laddove tale scenario potrebbe trovare attuazione in sede fallimentare ai sensi dell'art. 56 L.F.

Ulteriormente, la proposta sarebbe inammissibile nel momento in cui prospetta che l'assunzione dei debiti di W [REDACTED] S.p.A. da parte di S [REDACTED] e





W [redacted] SPA, comporterebbe la liberazione della stessa W [redacted] S.p.A. da ogni passività pregressa., laddove *“in ambito fiscale non è prevista la facoltà di prevedere una forma di accollo liberatorio per i pregressi debiti tributari”*, con la conseguenza che gli assuntori potrebbero solo affiancarsi – e non sostituirsi – alla W [redacted] S.p.A. la quale continuerebbe a rispondere per gli oneri economici derivanti dalla transazione fiscale.

Le repliche della W [redacted] S.p.A. a tali deduzioni possono sintetizzarsi come segue.

- 1) Del tutto irrilevanti sarebbero le deduzioni di AGENZIA DELLE ENTRATE circa lo stato di crisi o di insolvenza della proponente, atteso che il concordato preventivo è strumento cui si può ricorrere anche in presenza di uno stato di insolvenza.

Quanto alle deduzioni circa la inattendibilità dei dati di bilancio e la possibilità di configurare atti in frode rilevanti ex art. 173 L.F., la W [redacted] S.p.A. rimarca la distinzione tra veridicità dei dati aziendali e veridicità dei bilanci, rammentando di aver segnalato *ab initio* la presenza di criticità nei bilanci, ed invocando, per contro, la piena attendibilità dei dati aziendali indicati nella proposta.

- 2) Le deduzioni di AGENZIA DELLE ENTRATE circa la maggior convenienza dello scenario fallimentare rispetto a quello concordatario si baserebbero su una interpretazione errata e parziale della Relazione ex art. 172 L.F., che invece si sarebbe pronunciata in modo netto in favore della maggior convenienza della prospettiva concordataria.

La tesi di AGENZIA DELLE ENTRATE si baserebbe su un duplice erroneo presupposto, in quanto:

- a) verrebbe ad incorporare nei proventi della liquidazione i flussi della continuità del ramo di azienda riferibile alla discarica di Bossarino, laddove i medesimi si verrebbero a produrre solo nell'ambito del concordato;
- b) gli scenari alternativi di liquidazione fallimentare prospetti nella Relazione ex art. 172 L.F., ben lungi dall'essere certi, sarebbero invece meramente eventuali, come chiarito dagli stessi Commissari.

Rimarca, a tal fine, l'opposta che l'intero valore ipoteticamente generabile dalla cessione della partecipazione nella E [redacted] S.R.L. sarebbe destinato a essere comunque assorbito dai creditori pignoratizi (i B [redacted] e la B [redacted]); e che le ipotetiche maggiori somme di cui potrebbe in astratto beneficiare AGENZIA DELLE ENTRATE nello scenario fallimentare per effetto della maggiore valorizzazione del c.d. “ramo Bossarino” risulterebbero strettamente dipendenti – come evidenziato dagli stessi Commissari - dallo stato dell'iter autorizzativo dell'ampliamento della discarica alla data della redazione della relazione.

Consapevole del fatto che, in epoca successiva alla redazione della Relazione ex art. 172 L.F., l'iter di ampliamento del sito di Bossarino ha conseguito l'autorizzazione amministrativa, la W [redacted] S.p.A. sottolinea che tale autorizzazione è dipesa dalla continuazione dell'attività d'impresa connessa al piano concordatario, ed argomenta nel senso della riconducibilità dei flussi attivi derivanti dal “ramo Bossarino” alla continuità aziendale, desumendo che, conseguentemente, nell'ipotesi di fallimento, il venire meno di tale continuità comporterebbe il venir meno anche dei suddetti flussi. Ulteriormente, l'opposta argomenta nel senso della piena riconducibilità di tali flussi alla finanza esterna, sottratta ai vincoli imposti dalla necessità di rispettare l'ordine dei privilegi.

In conclusione, W [redacted] S.p.A. contesta la correttezza della comparazione operata da AGENZIA DELLE ENTRATE, ribadendo che lo scenario della vendita fallimentare sarebbe condizionato da molteplici fattori, e cioè:





- a) dalla sorte del rapporto con l'affittuaria G [REDACTED] S.R.L., la cui prosecuzione anche in caso di dichiarazione di fallimento della W [REDACTED] S.P.A. sarebbe tutt'altro che certa;
- b) dalla permanenza dell'autorizzazione amministrativa all'ampliamento della discarica, laddove in presenza di un fallimento l'Autorità amministrativa potrebbe ritenere venute meno le condizioni per la prosecuzione dell'attività;
- c) dall'interessamento del mercato, che allo stato attuale non si è concretizzato.
- 3) Con riferimento alle lagnanze di AGENZIA DELLE ENTRATE circa la possibilità che il Piano generi una redditività maggiore di quella considerata, e che tale maggiore redditività vada interamente a vantaggio degli assuntori, W [REDACTED] S.p.A. ribadisce che i flussi della continuità, proprio perché destinati a prodursi per effetto del concordato, verrebbero ad esulare dal perimetro della garanzia generica ex art. 2740 c.c.; e che di conseguenza tali flussi potrebbero essere liberamente allocati, sempre a condizione che ai creditori sia assicurato un trattamento non deteriore rispetto a quello proprio dell'alternativa fallimentare.
- W [REDACTED] S.p.A. contesta altresì che l'eventualità del generarsi di maggiori flussi dalla continuità abbia integrato la indicazione di dati non veritieri, rilevante ex art. 173 L.F., evidenziando che le discrepanze ravvisabili tra i dati contenuti nel ricorso e le risultanze della relazione ex art. 172 L.F. non si tradurrebbero in una smentita della veridicità dei dati aziendali allegati alla proposta ma sarebbero determinate solo sono da difformità valutative.
- 4) Quanto alle deduzioni di AGENZIA DELLE ENTRATE circa la "tenuità" della misura soddisfacente offerta dalla proposta, W [REDACTED] S.p.A. lamenta la genericità delle deduzioni peraltro ribadendo il pieno rispetto del parametro di cui all'art. 160, comma II, L.F., e rivendicando la idoneità della proposta sia ad integrare la causa in concreto del concordato sia a superare la verifica di convenienza, in raffronto con l'alternativa fallimentare.

Così ricostruite le posizioni delle parti, ritiene il Tribunale di dover definire i motivi di opposizione nei seguenti termini.

- 1) Si deve concordare con W [REDACTED] S.p.A., nel momento in cui la stessa deduce l'irrelevanza delle argomentazioni di AGENZIA DELLE ENTRATE in ordine alla configurabilità di uno stato di insolvenza – anziché di crisi – della proponente. Costituisce dato pacifico quello per cui il concordato costituisce procedura concorsuale cui possono accedere non solo le imprese in crisi, ma anche quelle in stato di insolvenza, né la mera prospettazione in ricorso di uno stato di crisi (anziché di insolvenza) potrebbe mai ritenersi di per sé atto in frode ex art. 173 L.F.
- Quanto alla inattendibilità dei bilanci, ed alle ricadute di tale profilo sull'ammissibilità del concordato, si deve rilevare come la proponente, sin dalla presentazione di piano e proposta abbia rimarcato – operando una *disclosure* che può ritenersi del tutto adeguata – l'inattendibilità dei dati di bilancio, procedendo *sua sponte* ad una radicale riclassificazione dei medesimi.
- Si deve, allora, concordare con la W [REDACTED] S.p.A. nel momento in cui viene ad argomentare che un problema di atto in frode avrebbe potuto, semmai, porsi qualora si fosse giunti alla conclusione della volontaria non corrispondenza al vero dei dati aziendali prospettati nella proposta di concordato e negli atti ad essa collegati. Da questo punto di vista, tuttavia, le argomentazioni della stessa opponente appaiono quanto mai vaghe, e vengono ad appigliarsi sostanzialmente sulle difformità nella valutazione di alcune poste operata dai Commissari nella Relazione ex art. 172 L.F.
- Tali difformità, tuttavia, oltre ad essere frequentemente espresse in via meramente eventuale (e su tale punto si avrà modo di tornare anche in seguito) da parte degli





stessi Commissari, hanno integrato – appunto – delle mere difformità, del tutto fisiologiche nell’ambito delle riclassificazioni che un commissario giudiziale è chiamato a svolgere nell’ambito della relazione ex art. 172 L.F. Come già opinato in giurisprudenza (Tribunale Monza, 21 Luglio 2010) *“quando le discrepanze nascono semplicemente da una differenziazione della valutazione dei medesimi fatti non supportata da dati obiettivi non vi è dubbio che si possa riconoscere una sorta di equivalenza tra l’opinione professionale contenuta all’interno dell’attestazione dell’esperto e il parere, altrettanto professionale, espresso dal commissario, benché questi in realtà essendo coadiutore del giudice si assuma personalmente una responsabilità ben più concreta rispetto a quella che, nei confronti di ogni singolo creditore, astrattamente assume l’esperto”* sicché *“il problema della “credibilità” dell’attestazione (...) si basa sulla oggettività dei rilievi che i commissari hanno svolto, e quindi sulla incontrovertibilità o meno delle loro osservazioni, che superano il livello delle mere opinioni professionali per giungere ad essere informazioni oggettive (...)”*.

Va, per contro, ribadito che per aversi atto in frode in relazione alla esposizione dei dati aziendali, non è sufficiente una mera diversità di valutazione di dati aziendali da parte del commissario, occorrendo, per contro, un concreto riscontro circa la (consapevole) non corrispondenza al vero dei dati esposti dalla parte. Diversamente opinando, del resto, dovrebbe concludersi per la sussistenza di un atto in frode ogni volta che la relazione del commissario operi una diversa valutazione dei dati, quand’anche tale diversità venga a dipendere dalla aleatorietà degli stessi criteri di valutazione.

Per contro – ed è aspetto su cui l’opponente non si sofferma – il fatto pregnante è che lo stesso Collegio dei Commissari, nell’esprimere parere favorevole alla proposta di concordato, non ha rilevato e segnalato alcuna ipotesi di dolosa discrepanza tra la realtà ed i dati esposti dalla proponente, evidenziando, anzi, in molti casi il carattere meramente eventuale (e collegato anche a fattori incerti) della riclassificazione delle poste.

- 2) Le deduzioni di AGENZIA DELLE ENTRATE circa la maggior convenienza dello scenario fallimentare sembrano aver trovato una smentita, prima ancora che nelle deduzioni della proponente, nello stesso parere ex art. 180 L.F. depositato dai Commissari.

Mette, anzi, conto, riportare integralmente e testualmente, il passaggio fondamentale di tale parere in replica alle argomentazioni che AGENZIA DELLE ENTRATE aveva posto alla base del proprio voto contrario e che sono state riproposte nell’opposizione:

Tuttavia pare agli scriventi che l’Agenzia delle Entrate, nel documento che accompagna (e, per quanto non necessario, motiva) il suo voto contrario alla proposta concordataria, abbia dato alle indicazioni degli scriventi un connotato di certezza di risultato che invece quella indicazione non ha, e che può anzi essere fuorviante attribuirgli; sotto questo esclusivo profilo pare agli scriventi necessario riprendere le precisazioni già riportate nella relazione ex art. 172 l.f..

Alle indicazioni degli scriventi non può, e non deve, essere dato un peso diverso da quello che esse hanno, e cioè del completamento di una informativa destinata ai creditori nelle prescrizioni di cui all’art. 186-bis, co. 2 lett. b), l.f., affinché costoro possano, unitamente a tutte le altre informazioni disponibili nel fascicolo della procedura, acquisire gli elementi utili all’espressione di un voto “informato”.

Quale potrà essere il risultato della – altrimenti inevitabile, e questo può essere



confermato – alternativa della liquidazione fallimentare è soggetto a talmente tante variabili che non può essere considerato quale dato acquisito.

Quale sarà il risultato della liquidazione fallimentare è variabile dipendente dallo stato nel quale l'azienda e le partecipazioni significative si presenteranno all'avvio di una procedura competitiva e dall'interesse che il mercato manifesterà per esse, al di là delle stime, e potrà essere inferiore così come anche superiore all'ipotesi considerata dagli scriventi.

Da segnalare a tale proposito che ad oggi non è pervenuta agli scriventi alcuna richiesta o segnalazione da parte di potenziali soggetti interessati all'acquisto dell'azienda o delle partecipazioni.

Quale sarà il debito concorsuale, nella misura e qualità di esso, è variabile dipendente dal risultato di un procedimento formale di verifica delle singole posizioni creditorie.

Quale sarà il risultato delle azioni di recupero è variabile dipendente dall'approfondimento tecnico-giuridico sulla fondatezza delle stesse che oggi non può essere ritenuto completato, dalle conseguenti autorizzazioni preliminari e dall'esito di uno o più gradi di giudizio.

E così via.

Merita con l'occasione render conto al Tribunale delle valutazioni fatte dagli scriventi su alcuni temi (valutazione del 'ramo Bossarino' e della partecipazione in E██████████, valutazione e determinazione quantitativa dei debiti per oneri ambientali), che ad avviso dell'Ente avrebbero dovuto condurre all'apertura di un procedimento ex art. 173 l.f. (cfr. dichiarazione di voto in esame, pagg. 3-4).

Sul punto va premesso:

1) che la diversa quantificazione del "ramo Bossarino" deriva dallo stato dell'iter autorizzativo dell'ampliamento della discarica alla data della redazione della relazione degli scriventi (cfr. pagg. 111-113), che consentiva di ritenere ragionevolmente certo il suo ampliamento, tale invece ciò non essendo alla data della redazione della proposta e relativa attestazione, improntata a criteri prudenziali;

2) analogo discorso va fatto quanto alla partecipazione in E██████████, avendo ritenuto gli scriventi nella propria relazione (cfr. pagg. 118-128) di valorizzare la possibilità (ragionevole ma non certa, come esplicitato dall'ing. Ferro) di prosecuzione dell'attività oltre il 2018, mentre il piano e la relativa attestazione adottano criteri di maggior prudenza;

3) che la questione della inerenza alla eventuale liquidazione fallimentare in prededuzione di tutti gli oneri ambientali imposti dalle A.I.A. a carico della società, ovvero dei soli oneri derivanti dalla 'messa in sicurezza' dei siti sino alla loro riconsegna, è ampiamente discussa (come risulta dall' articolato parere del prof. Butti allegato alla relazione ex art. 172 l.f.), riscontrandosi diversi orientamenti anche nella giurisprudenza del Consiglio di Stato, e la scelta adottata in merito nel piano e nell'attestazione era supportata anch'essa da parere di legale specialista della materia.

Ciò al fine di concludere nel senso che tali premesse hanno indotto gli scriventi a ritenere che le scelte dei redattori del piano e dell'attestazione in parte qua non fossero intese a commettere atti di frode, ma orientate da informazioni e criteri diversi (per ragioni sia temporali sia di impostazione generale) da quelli noti ed adottati dagli scriventi, con rilievo peraltro esclusivamente sul piano valutativo e senza l'elemento soggettivo del dolo o della malafede.

Dal che la scelta di non azionare il procedimento revocatorio.



Di fronte a tale “interpretazione autentica” della Relazione ex art. 172 L.F. – in realtà di per sé già chiarissima su tali punti – appare evidente che la tesi sostenuta da AGENZIA DELLE ENTRATE viene a basarsi su elementi caratterizzati da forte incertezza e aleatorietà, tale da precludere un giudizio favorevole a quel *cram down* che l’opponente sostanzialmente invoca.

Si può solo aggiungere che il fulcro della tesi di AGENZIA DELLE ENTRATE circa una maggior convenienza della prospettiva fallimentare – e cioè l’esistenza di cospicui flussi derivanti dalla prosecuzione delle attività sul sito di Bossarino – per quanto apparentemente corroborati, allo stato, dalla sopravvenuta concessione dell’autorizzazione amministrativa alla prosecuzione dell’attività sul sito, risulta invece esposta ad un marcatissimo rischio di compromissione nell’ipotesi di una dichiarazione di fallimento.

Premesso, infatti, che l’autorizzazione amministrativa è stata attualmente rilasciata in favore dell’affittuaria G. S.R.L., e che la capacità di quest’ultima di proseguire l’attività dipende dalla persistente idoneità a fornire le necessarie garanzie assicurative, si deve osservare che allo stato tali garanzie risultano essere state rinnovate, solo a fronte della lettera di patronage rilasciata dalla S. PLC, in virtù dell’attività di direzione e coordinamento che quest’ultima esercita sulla stessa G. S.R.L. Orbene, il fallimento della W. S.p.A., comportando l’interruzione della catena di controllo che permette la direzione e coordinamento di S. PLC comporterebbe (DOC. 4 allegato alla memoria depositata da W. S.p.A. all’udienza del 19 ottobre 2018) la sostanziale caducazione delle attuali garanzie di G. S.R.L. e la necessità di sostituire le medesime con altre, senza che vi sia concreta certezza sulla capacità della stessa G. S.R.L. di sostenere economicamente il peso di dette nuove garanzie.

In sintesi lo scenario fallimentare verrebbe verosimilmente a provocare una rottura nella continuità della gestione del sito di Bossarino, con conseguente venir meno di quei flussi che invece AGENZIA DELLE ENTRATE ritiene essere del tutto immuni rispetto allo scenario dell’apertura della procedura di massima insolvenza.

Quanto ai maggiori flussi che potrebbero derivare dall’esercizio di azioni revocatorie, recuperatorie e di responsabilità il Tribunale deve constatare come la relazione ex art. 172 L.F. abbia mostrato una certa timidezza nel delineare tali scenari. Il dato è che né i Commissari né alcuno degli opposenti è stato in grado di delineare con sufficiente chiarezza se da tali azioni potrebbe derivare un flusso attivo, ed in che entità, risultando, quindi, la comparazione del tutto incerta ed aleatoria.

- 3) Per quanto concerne la destinazione dei flussi derivanti dalla continuità – e soprattutto l’eventualità che il loro *surplus* vada integralmente a beneficio dell’assuntore – va in primo luogo escluso che tale scenario sia stato oggetto di un “occultamento” da parte della proponente, integrando un atto in frode.

Si deve qui concordare con la proponente nel momento in cui essa rammenta che lo schema del concordato per assunzione ha in sé connaturata l’aspettativa dell’assuntore medesimo di riuscire a realizzare l’attivo della procedura in modo più fruttuoso di quanto possa avvenire nell’ambito della procedura medesima. Se si volesse seguire la tesi caldeggiata da AGENZIA DELLE ENTRATE sino ai suoi estremi esiti, si dovrebbe concludere che il concordato per assuntore integra costantemente atto in frode, nonché violazione dell’ordine delle cause di prelazione.

Escluso concettualmente tale approdo – ed affermata, quindi, la piena ammissibilità dell’appropriazione da parte dell’assuntore del delta da esso ricavato liquidando autonomamente l’attivo della procedura – si deve affrontare il diverso problema





(posto, in realtà, in più di un punto dell'opposizione di AGENZIA DELLE ENTRATE) del rapporto tra i flussi della continuità indiretta e le cause di prelazione. Nel decreto di ammissione di W [REDACTED] S.p.A. alla procedura di concordato questo Tribunale aveva ritenuto di confermare, allora, l'opinione già espressa nel decreto 8 novembre 2016, nel quale si era osservato:

Il Collegio (...) ha raggiunto il convincimento che la regola generale del 160 comma 2 del rispetto dell'ordine delle prelazioni, che è indefettibile nel concordato liquidatorio, salvo l'apporto di nuova finanza che può essere utilizzata anche in apparente violazione di tale ordine, proprio perché non promana dal patrimonio del debitore e non è vincolata a garantirne le obbligazioni, debba essere intesa nel concordato in continuità come operativamente limitata, nel tempo, alla data della presentazione della domanda di concordato e nella "dimensione applicativa" al patrimonio della concordataria esistente a quella data. Il parametro che costituisce il limite di riferibilità per appurare se vi sia violazione o meno dell'ordine della prelazione o se la stessa sia degradata e, quindi venuta meno e incorporata nei chirografi, è il momento della presentazione della domanda perché ciò che è valutabile ai fini della capienza in sede di redazione del piano è solo il patrimonio attuale della società e solo esso sarebbe passibile di azioni esecutive o di collocazione sul mercato al cui risultato si dovrebbe comparare l'offerta formulata dalla società per appurare se essa lede il privilegio o meno. E' evidente che tale comparazione non può essere condotta con il patrimonio che residuerà al termine di (...) anni di piano caratterizzato da reinvestimenti, eseguiti con finanza esterna, sia perché esso è indeterminato per definizione, sia, soprattutto, perché esso, senza la nuova finanza (...) non potrebbe certo avere quelle dimensioni che presumibilmente avrà, e probabilmente non sussisterebbe per nulla, visto che in assenza di concordato non vi è alcuna alternativa al fallimento. Tale convincimento è sostenuto sotto il profilo letterale anche dalla formulazione del punto c dell'art. 186 bis, là ove afferma che il piano può prevedere, fermo restando quanto disposto dall'art. 160 comma 2, cioè la falcidiabilità del credito privilegiato previo deposito di apposita relazione di valutazione della capienza del patrimonio e della sua destinazione a garanzia dei crediti privilegiati, che attesti che il piano ne prevede la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, una moratoria sino ad un anno dalla omologa per il pagamento. Se infatti il pagamento deve avvenire al più entro un anno, è evidente che il momento di riferimento delle valutazioni non può che essere quello della presentazione della domanda di concordato e non ciò che avverrà al termine del piano (...) anni più tardi.

Nella presente sede tale opinione – peraltro espressa anche in altre sedi (Trib. Monza 22 dicembre 2011) - merita di essere ribadita.

Non ignora, invero, questo Collegio l'esistenza di un precedente difforme di questo stesso Tribunale, costituito dal decreto 15 dicembre 2016, che ha invece affermato l'opposito principio per cui nel concordato con continuità aziendale, il surplus concordatario derivante dalla prosecuzione dell'attività aziendale sarebbe comunque assoggettato al vincolo del rispetto della cause legittime di prelazione.

Ritiene, tuttavia, il Tribunale che tale precedente – nel quale peraltro il principio è affermato in grandissima parte in forma di esuberante *obiter dictum*, giacché la





fattispecie sottoposta in quella sede al Tribunale era un concordato pacificamente liquidatorio nel quale si poneva unicamente il tema se l'ipotetico *surplus* derivante dalla miglior liquidazione dei beni ottenuta in sede concordataria potesse ritenersi sottratto al rispetto delle cause di prelazione (tesi da ritenersi infondata) – non possa condividersi integralmente.

Non mette conto di domandarsi se la procedura di concordato preventivo, ed in particolare del concordato in continuità, presenti quelle peculiarità che hanno invece indotto una dottrina ad affermare che *“le regole di distribuzione del patrimonio del debitore sancite dall'art. 2741 c.c. e la priorità che esse attribuiscono ai privilegiati rispetto ai chirografari operano nei concordati solo con riferimento al patrimonio esistente al momento della presentazione della domanda, ma non con riferimento al patrimonio posteriore, che comprende anche gli eventuali risultati positivi derivanti dalla prosecuzione dell'attività d'impresa”*.

Quel che, invece, il tribunale intende ribadire è il principio per cui i flussi della continuità, ALLORQUANDO SIANO GENERATI DA UNA PROSECUZIONE AZIENDALE RESA POSSIBILE UNICAMENTE PER EFFETTO DELL'APPORTO DI UN SOGGETTO TERZO, non possono ritenersi assoggettati al rispetto dell'ordine delle cause di prelazione, per la semplice ragione che detti flussi, nella prospettiva fallimentare, semplicemente non esisterebbero. Un conto è che i flussi della continuità siano comunque generati dalla residua capacità patrimoniale del debitore, giacché in tal caso appare assai complesso condurre i suddetti flussi al di fuori della regola dell'art. 2741 c.c. Un altro – ben diverso – conto è che tali flussi siano resi possibili da una prosecuzione aziendale resa a propria volta possibile unicamente dall'apporto di risorse esterne da parte di un terzo. In tal caso, invero, ben può affermarsi che tali flussi, in quanto generati da una finanza esterna, ne ereditino i caratteri, e risultino, quindi, liberamente distribuibili, sol che si consideri che, in assenza dell'apporto del terzo, detti flussi non esisterebbero, e conseguentemente le cause di prelazione – *in primis* il privilegio generale mobiliare – non avrebbero oggetto alcuno su cui esercitarsi.

Va, anzi, detto che proprio la presenza nella disciplina del concordato della previsione di cui all'art. 160, comma II, L.F. – e cioè la valutazione di capienza dei beni gravati dai vari tipi privilegio rispetto ai privilegi medesimi – lascia intendere che:

- 1) la valutazione comparativa rispetto alla prospettiva fallimentare debba essere ancorata al momento di apertura della procedura, e cioè tenendo conto della massa attiva esistente in quel momento;
- 2) conseguentemente, anche la verifica del rispetto delle causa di prelazione debba operarsi con riferimento a tale momento, nel senso che debba contemplare il patrimonio esistente, integrato dai flussi attivi che esso sia in grado di generare, restando invece esclusi i flussi che a tale patrimonio non siano riconducibili, derivando invece da risorse esterne.

Questi ultimi flussi resteranno vincolati ad un solo parametro, e cioè quel miglior soddisfacimento dei creditori che l'art. 186-*bis* pone come condizione di ammissibilità della continuità. Ciò significa che una parte di essi – si ripete per chiarezza: flussi generati esclusivamente per effetto dell'apporto esterno – dovrà indubbiamente essere destinata ai creditori concordatari per assicurare loro il miglior soddisfacimento, ma, una volta rispettato tale parametro, resteranno liberamente distribuibili.

Alla luce di tali considerazioni non si ravvisa nella proposta di W [REDACTED] S.p.A. una inammissibile alterazione dell'ordine delle cause di prelazione. La proposta concordataria ha preso le mosse dalla tesi – che né la relazione ex art. 172 L.F. dei commissari né le opposizioni delle parti sono riuscite concretamente a confutare – per l'intero attivo della società è destinato ad essere assorbito in prededuzione dagli oneri





di gestione e post-gestione delle discariche, pervenendo quindi ad una diagnosi di incapienza persino – seppur parzialmente – del privilegio ex art. 2751-bis n. 1), c.c. E' quindi evidente che la prosecuzione dell'attività aziendale è resa possibile solo dall'intervento di ben due assuntori e delle risorse da questi apportate, dovendosi, quindi, concludere nel senso della sottrazione, in questa particolare fattispecie, dei flussi della continuità al rispetto dell'ordine delle cause di prelazione.

Quanto al rispetto del parametro del miglior soddisfacimento dei creditori – la cui violazione non è dedotta direttamente da AGENZIA DELLE ENTRATE ma emerge indirettamente dalle sue difese – è sufficiente osservare che, nella prospettiva fallimentare:

1) si porrebbe il tema dell'integrale assorbimento dell'attivo da parte degli oneri di gestione e post-gestione delle discariche;

2) l'intero ricavato della partecipazione in E [redacted] – quale che sia il suo valore (tema su cui si tornerà) – sarebbe destinato a soddisfare i *bondholders* e B [redacted], detentori di garanzia pignorizia;

3) si potrebbe assistere all'integrale compromissione della prosecuzione dell'attività sul sito di Bossarino;

per concludere che la proposta concordataria destina una parte adeguata degli apporti degli assuntori per assicurare alla creditrice un miglior soddisfacimento rispetto alla prospettiva fallimentare.

- 4) Quanto alle deduzioni circa la “tenuità” del pagamento offerto ad AGENZIA DELLE ENTRATE, le stesse sembrano contestare non tanto la convenienza della proposta, quanto piuttosto la sussistenza di un profilo di ammissibilità del concordato sotto il profilo della causa in concreto, deducendo, in sostanza, la irrisorietà della percentuale offerta.

Va, allora, rammentato il fondamentale arresto della giurisprudenza di legittimità costituito da Cass. civ. Sez. Unite, 23-01-2013, n. 1521, a mente del quale il controllo di legittimità sulla fattibilità della proposta di concordato attua verificando l'effettiva realizzabilità della causa concreta del concordato il cui fulcro è costituito dal duplice profilo del “superamento della situazione di crisi dell'imprenditore da un lato, e dall'assicurazione del soddisfacimento, sia pure ipoteticamente modesto e parziale, dei creditori dall'altro”.

Alla luce di tale insegnamento emerge come la percentuale di soddisfacimento offerta ad AGENZIA DELLE ENTRATE, seppur significativamente ridotta rispetto all'originario ammontare del credito, non ha assolutamente carattere meramente simbolico o apparente, e risulta invece comunque concretamente sussistente, permettendo di ritenere integrata la causa in concreto del concordato.

Per l'effetto, l'opposizione svolta da AGENZIA DELLE ENTRATE deve ritenersi infondata e va disattesa.

Residua ora da esaminare la più complessa ed articolata delle tre opposizioni, e cioè quella proposta da B [redacted], le cui deduzioni necessitano anch'esse di una sintesi ricostruttiva.

- 1) Le otto classi di creditori del concordato sarebbero state create senza rispettare appieno i criteri previsti dall'art. 160 L.F.

In particolare, W [redacted] S.p.A., nel creare la CLASSE VII (composta dai *bondholders* e dalla stessa B [redacted]) si sarebbe basata unicamente sul fatto che le posizioni creditorie dell'opponente e dei *bondholders* sono destinate ad essere degradate al chirografo per incapienza degli *assets* oggetto della *security* (*rectius* garanzia pignorizia costituita dal pegno sulle quote di svariate partecipate, delle





quali, peraltro, solo la E [redacted] ha conservato valore); e sul fatto che le pretese di entrambi creditori di classe VII troverebbero fonte nell'emissione del prestito obbligazionario.

L'opponente contesta la correttezza di tale operazione negando che i due profili su cui si è basata la proponente siano idonei a porre i componenti della classe in una posizione di omogeneità di posizione giuridica e di interessi economici. In contrario, deduce l'opposizione, la posizione della B [redacted] quale finanziatore sarebbe ampiamente diversa da quella degli investitori - obbligazionisti, mentre la presenza della garanzia reale sarebbe irrilevante nel momento in cui la posizione delle parti è stata pressoché integralmente (99,43%) degradata al chirografo, assumendo a questo punto rilievo la sola divergenza di interessi delle parti.

Lamenta, in sostanza, l'opponente il fatto che W [redacted] S.p.A. abbia, non correttamente, separato B [redacted] dalle altre banche (CLASSE III), accorpandola a creditori aventi interessi difformi se non divergenti - *bondholders* - al solo scopo di "annegare" il suo dissenso (c.d. *gerrymandering*) entro una classe che sarebbe indirettamente controllata dalle decisioni della S [redacted], creditore *bondholder* che controlla al 50% uno degli assuntori, e che, pertanto, ha interesse all'omologa della Proposta.

La difformità di interessi sarebbe confermata dall'esistenza dell'*intercreditor agreement* che aveva riconosciuto all'opponente, rispetto ai *bondholders*, una *super seniority*, e cioè il diritto di soddisfarsi sui beni costituiti in pegno a favore sia di B [redacted] sia dei *bondholders* con preferenza della prima rispetto ai secondi, con il conseguente crearsi di una posizione di contrapposizione di interessi.

- 2) La proposta di W [redacted] S.p.A. di fatto non assicurerebbe a B [redacted] una utilità specificamente individuata come richiesto dall'art. 161, c. 2, lett. e), L.F.

Lamenta, in particolare, l'opponente che l'offerta per la componente degradata al chirografo - *datio in solutum* di strumenti finanziari partecipativi ("SFP") corrispondenti a una porzione del 2% del credito - di fatto sarebbe insufficiente ad integrare la causa in concreto del concordato, anche a voler considerare la percentuale offerta non alla singola classe, ma al ceto chirografario nel suo complesso.

La cifra offerta, deduce l'opposizione, sarebbe meramente simbolica, ed anzi genererebbe seri dubbi anche sulla stessa fattibilità del Piano, in quanto la riduzione della percentuale offerta rispetto a quelle indicata nell'originaria proposta, costituirebbe indice di un aggravamento della situazione patrimoniale e finanziaria del debitore, e quindi della sua capacità di ottemperare al piano.

Ulteriormente, tra la percentuale offerta ai creditori ed il valore che l'assuntore è in grado di estrapolare dal proprio investimento in *equity* si registrerebbe un ingiustificato differenziale, tale da rendere la proposta inammissibilmente vantaggiosa per gli assuntori e per la stessa proponente.

- 3) La proposta di W [redacted] S.p.A. si baserebbe su una inadeguata quantificazione dell'attivo sociale, che emergerebbe anche dalle valutazioni operate dai Commissari in sede di relazione ex art. 172 L.F.

- 4) La proposta di W [redacted] S.p.A. risulterebbe non rispettosa dell'ordine delle cause legittime di prelazione.

In particolare a B [redacted] - quale componente della CLASSE VII - viene ad essere offerto un trattamento peggiore rispetto a quello delle classi in cui sono stati collocati i creditori originariamente chirografari, cioè i creditori di CLASSE III (banche) - cui viene offerto il 10% - e i creditori di CLASSE VI (altri chirografari), cui viene offerto il 5%.



Sul punto l'opponente deduce la non correttezza dei criteri di distribuzione dei flussi attivi derivanti dalla continuità, argomentando nel senso dell'assoggettamento di tutti i flussi della continuità alla regola dell'art. 160, comma II, L.F. 62. La scelta di Waste Italia di distribuire i flussi di attivi tra le classi di creditori si pone, dunque, in frontale contrasto col disposto di cui all'art. 160, c. 2, l.f..

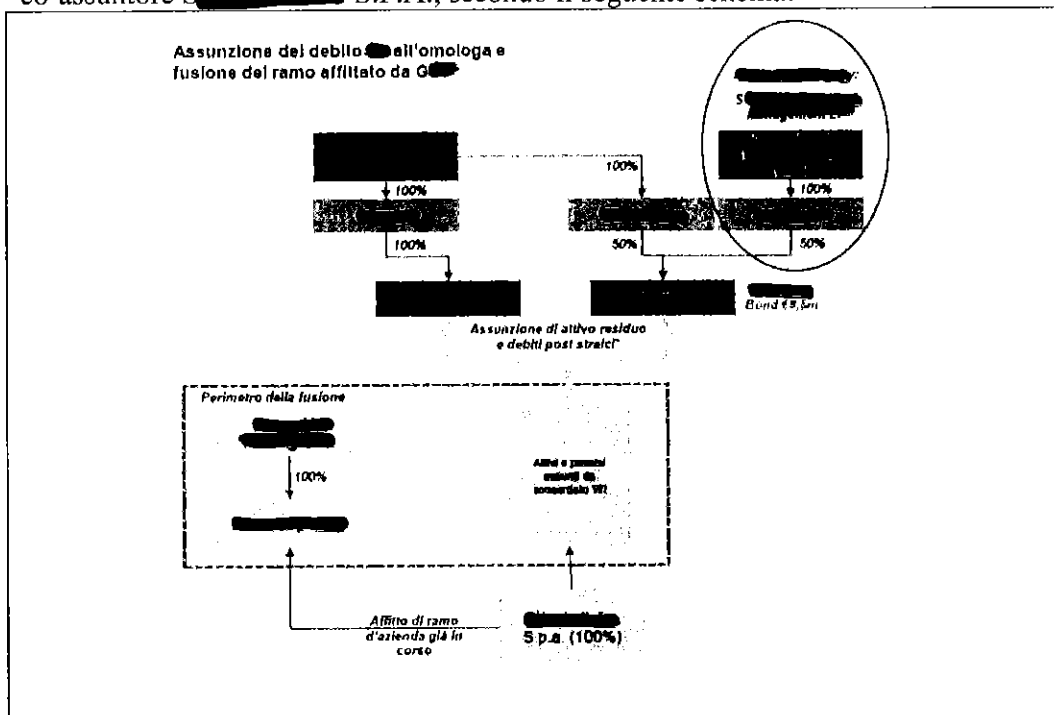
- 5) La proposta di W [redacted] S.p.A. non terrebbe conto della posizione di *super seniority* di B [redacted] nei confronti dei *Bondholders* rispetto alle partecipazioni della proponente costituite in pegno a favore di entrambi i creditori.

Tale posizione di *super seniority* deriverebbe dall'*Intercreditor agreement* (DOC. 27 prodotto dalla stessa W [redacted] S.p.A.) concluso tra la stessa proponente, l'opponente ed i *bondholders*, in virtù del quale sarebbe stato stabilito un preciso ordine di pagamento, che vedrebbe in "posizione antergata" la stessa B [redacted], laddove i *bondholders* avrebbero possibilità di soddisfarsi sul ricavato dei pegni solo in via residuale.

L'opponente contesta la tesi di W [redacted] S.p.A., secondo cui tali accordi avrebbero valenza meramente obbligatoria, e non sarebbero in grado di assicurare alla stessa B [redacted] la suddetta *super seniority* nell'ambito della presente procedura. Per contro essa sostiene che si tratterebbe di un accordo di subordinazione del debito, che non genererebbe alcun rischio di violazione dell'ordine delle cause di prelazione e non sarebbe in alcun modo equiparabile ad un privilegio atipico contrastante con il principio di tipicità enunciato dall'art. 2745 c.c..

- 6) Il voto espresso dagli obbligazionisti sarebbe viziato dalla situazione di potenziale conflitto di interesse che interessa l'assuntore-creditore S [redacted] con la conseguenza che tale voto dovrebbe essere integralmente sterilizzato, approdandosi al risultato di ritenere non raggiunte le maggioranze di cui all'art. 177 l.f..

Osserva l'opponente che tra i creditori della proponente vi è la S [redacted] S. À R. L., la quale alla data del voto deteneva una quota, pari al 36,113% delle obbligazioni emesse; e che - secondo le assunzioni del piano - controllerà direttamente il 50% del co-assuntore S [redacted] S.P.A., secondo il seguente schema:





Poiché:

- a) l'assemblea dei *Bondholders* tenutasi in data 25 giugno 2018 ha deliberato di votare in favore della Proposta grazie al voto decisivo di la S [REDACTED] S. À R. L., la cui quota del 36,1% è stata fondamentale per il raggiungimento della maggioranza del 50,7% ;
- b) il voto espresso dal rappresentante degli obbligazionisti è stato a propria volta fondamentale per il raggiungimento della maggioranza dei voti e delle classi dei creditori della proponente;

la B [REDACTED] deduce che, con l'esclusione di tale voto, il concordato dovrebbe ritenersi non approvato.

L'opponente richiama sul punto il recente arresto di Cass. SS.UU., 18 giugno 2018, n. 17186 (a mente del quale devono essere "escluse dal voto sulla proposta di concordato fallimentare e dal calcolo delle maggioranze le società che controllano la società proponente o sono da esse controllate o sono sottoposte a comune controllo"), per sostenere che la Proposta avrebbe dovuto prevedere l'esclusione dal voto della S [REDACTED] S. À R. L., ovvero l'esclusione di quest'ultima dalla CLASSE VII e l'inclusione in apposita classe, poiché la S [REDACTED] S. À R. L. - in quanto soggetto che controlla il 50% delle azioni del co-assuntore S [REDACTED] - era evidentemente interessata all'approvazione della Proposta.

Anche in questo caso mette conto di operare una sintesi delle repliche della proponente W [REDACTED] S.p.A. ai motivi di opposizione.

- 1) Anche alla luce dei principi recentemente dettati da Cass., 16 aprile 2018, n. 9378, la creazione della classe in cui erano stati accorpati i *bondholders* e l'opponente deve ritenersi del tutto corretta, dal momento che le due tipologie di creditori presenterebbero tratti comuni – quanto a posizione giuridica ed interessi economici – del tutto preponderanti rispetto ai tratti differenzianti.

Rimarca la proponente che, pur essendo distinte le fonti contrattuali dei diritti dei *bondholders* e della B [REDACTED] (essendo stato il *Bond* emesso ai sensi della c.d. *Indenture*; ed il finanziamento dell'opponente concesso ai sensi del "Contratto RCF"), le stesse sarebbero strettamente collegate sul piano funzionale, come evidenziato sia dal fatto che le stesse sono state concluse lo stesso giorno (18 novembre 2014), e nell'ambito di un'operazione finanziaria unitaria, sia dal fatto che entrambi i documenti contrattuali contengono reiterati richiami reciproci, sia dal fatto che entrambe le categorie di creditori (accantonando per il momento il profilo della c.d. *Super Seniority* rivendicata da B [REDACTED]) sono assistiti dalla medesima garanzia reale, sia dal fatto che *bondholders* e B [REDACTED] avrebbero congiuntamente sottoscritto un *Intercreditor agreement* per regolare i reciproci rapporti.

Né, conclude la proponente, una concreta disomogeneità potrebbe derivare dalla già menzionata *Super Seniority* rivendicata da B [REDACTED], dal momento che tale profilo - regolato esclusivamente dalla legge inglese – non avrebbe potuto in alcun modo essere tenuto presente in una procedura retta dal solo diritto italiano.

- 2) Con riferimento all'assenza di una specifica utilità garantita a B [REDACTED], rammenta la proponente che la falcidia cui è stato sottoposto il privilegio pignoratorio risulta rispettosa del dato normativo di cui all'art. 160, comma II, L.F.

Per la parte degradata al chirografo, invece, la W [REDACTED] S.p.A. argomenta nel senso che la percentuale offerta – pari al 2% dell'originario credito – "ancorché esigua, non assume minimamente i connotati dell'irrisorietà, né, a fortiori, della dazione meramente simbolica", oltre a rilevare che il vantaggio economico offerto, ove ponderato in valore assoluto e non percentuale, ammonta ad una cifra comunque



considerevole, atteso che il controvalore degli strumenti finanziari partecipativi offerti ai creditori della CLASSE VII è pari ad € 4.860.000,00.

A tal fine la proponente sottolinea che, nell'alternativo scenario fallimentare, la porzione di credito pignoratizio degradata al chirografo non avrebbe prospettiva alcuna di soddisfacimento; e che, anche sul piano della tempistica, l'arco temporale di duecentodieci giorni previsto per l'emissione degli strumenti finanziari risulta del tutto contenuto e ragionevole.

"Del tutto inconferente", infine, sarebbe ogni deduzione scaturita dal raffronto tra il trattamento riservato ai creditori e le aspettative di lucro degli assuntori, dal momento che l'eventuale maggior guadagno conseguito da questi ultimi verrebbe a derivare dalle risorse esterne dai medesimi iniettate nell'attività aziendale, e non concernerebbe in alcun modo il patrimonio della debitrice.

3) [Deest].

4) Del tutto infondate sarebbero altresì le lagnanze circa la violazione dell'ordine dei privilegi determinata dal miglior trattamento assicurato alla CLASSE III ed alla CLASSE VI.

Osserva, invero, la proponente che, una volta degradata al chirografo, la componente di privilegio incapiente, non avrebbe modo di rivendicare alcuna percentuale di miglior trattamento rispetto ai creditori chirografari *ab origine*.

Anzi - prosegue la memoria della proponente - quand'anche si volesse accedere alla tesi per cui i flussi derivanti dalla continuità sono sempre e comunque destinati al soddisfacimento dei creditori (tesi che la proponente contesta), si dovrebbe constatare che, nel caso di specie, tali flussi andrebbero a beneficio dei creditori assistiti da privilegio GENERALE, e non della componente del privilegio SPECIALE degradata al chirografo, sicché "l'intero *quid pluris* generato dalla continuità aziendale andrebbe a vantaggio dei creditori assistiti da privilegio generale, vale a dire, nella sostanza, dell'Agenzia delle Entrate".

5) Affrontando direttamente l'argomento della c.d. *Super Seniority* rivendicata da B [redacted], la W [redacted] S.p.A. ribadisce la tesi per cui la fonte convenzionale da cui origina tale pretesa - e cioè il c.d. *intercreditor agreement* (DOC. 27 originaria proposta) sarebbe del tutto sottratta, quanto all'accertamento della sua validità ed efficacia, alla giurisdizione italiana, con la conseguenza che la medesima non potrebbe essere veicolata nel giudizio di omologa, laddove "eventuali domande di accertamento in ordine alla "collocazione dei crediti" dovrebbero necessariamente essere proposte in sede di ordinaria cognizione", impattando conseguentemente sulla sola fase esecutiva.

Anzi - argomenta sempre la proponente - proprio il riconoscimento della *super seniority* avrebbe comportato un'inammissibile alterazione dell'ordine delle cause di prelazione, veicolando in una procedura retta dal diritto italiano una causa di prelazione convenzionale in esso non contemplata.

6) Quanto, infine, alle deduzioni dell'opponente circa la sussistenza di un conflitto di interessi nella decisione assunta dall'assemblea degli azionisti, la proponente deduce che "in forza del principio maggioritario sancito ex art. 2415 c.c. per le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti prodromiche all'adunanza dei creditori, in tale ultima sede assume esclusivo rilievo la volontà comune dell'intero gruppo obbligazionario - quale risultato della dialettica assembleare - non venendo - di contro - in rilievo il voto del singolo obbligazionista, né tantomeno la sua asserita posizione di conflitto di interessi".

Da ciò dovrebbe desumersi la conclusione per cui, formatasi la volontà unitaria dell'assemblea, destinata ad essere espressa in adunanza dei creditori dal





rappresentante comune degli azionisti, è a tale volontà unitaria (“*unico corpo, non frazionabile, né tantomeno segmentabile in classi distinte*”) che dovrebbe farsi riferimento, e non alla posizione del singolo obbligazionista votante.

Quanto al richiamo operato da B [REDACTED] a Cass. SS. UU. n. 17186/2018, la proponente sostiene la diversità della fattispecie esaminata dalla Suprema Corte rispetto a quella che viene in rilievo nella presente sede, dal momento che nel primo caso il soggetto in conflitto di interessi aveva votato direttamente nell’adunanza dei creditori.

Da ultimo, la proponente contesta che l’obbligazionista (-creditore) S [REDACTED] S. À R. L. “controlli” l’assuntore S [REDACTED], dal momento che la prima detiene solo il 50% della seconda.

Ritiene il Tribunale, che anche l’opposizione di B [REDACTED] debba essere disattesa per le ragioni che ci si appresta ad esporre, questa volta non seguendo l’ordine dei motivi di opposizione, per ragioni di maggiore sintesi e chiarezza.

Quanto ai [motivi 3) e 4)], ci si trova di fronte alla proposizione di motivi di opposizioni assai simili a quelli proposti da AGENZIA DELLE ENTRATE, e già in precedenza dichiarati infondati.

E quindi, in questa sede non può che ribadirsi che:

- a) la difformità di valutazione dell’attivo deriva dalle diverse valutazioni espresse dai Commissari in sede di relazione ex art. 172 L.F., peraltro costantemente chiarendo che tali difformità si basavano su fattori di estrema incertezza e talvolta di aleatorietà, al punto che gli stessi commissari hanno escluso che le indicazioni della proponente fossero “erronee”, ritenendo solo che fossero eccessivamente prudenti, peraltro confermando il giudizio di fattibilità e convenienza del concordato;
- b) la libera distribuzione dei flussi della continuità deriva dal fatto che ESSI SONO GENERATI ESCLUSIVAMENTE PER EFFETTO DELL’APPORTO DI UN SOGGETTO TERZO E NON DALLE RESIDUE CAPACITÀ PATRIMONIALI DELLA DEBITRICE, sicché appare del tutto corretto affermarne la sottrazione alla “gabbia” dell’art. 2741 c.c. e la possibilità di libera distribuzione anche asimmetrica tra i creditori chirografari, irrilevante essendo il fatto che questi ultimi siano tali *ab origine* o per effetto di degradazione.

Si può solo aggiungere, quanto a quest’ultimo aspetto, che è connaturata al classamento la possibilità di operare una distribuzione asimmetrica di quelle risorse che - costituendo la garanzia patrimoniale generica di cui all’art. 2740 c.c. - dovrebbero altrimenti essere oggetto di una distribuzione equiordinata tra tutti i creditori. Né tale facoltà trova un limite nella posizione privilegiata del credito NEL MOMENTO IN CUI QUEST’ULTIMO SIA REGOLARMENTE SODDISFATTO PER LA PARTE CAPIENTE RISPETTO AI BENI SU CUI INSISTE, giacché la componente degradata al chirografo è esposta al trattamento generale previsto per tale ultima tipologia di crediti. Per questi ultimi, il classamento consente una distribuzione disomogenea tra le classi, in quanto in tal caso la regola della *par condicio* opera solo all’interno delle singole classi, non essendo consentito in trattamento differenziato tra i creditori appartenenti alla medesima classe.

Del resto, come ricordato dalla stessa proponente, lo strumento del classamento risulta in realtà concepito per agevolare il tentativo del debitore di conseguire il consenso necessario per giungere all’omologazione del concordato, sicché la distribuzione asimmetrica tra le classi - UNA VOLTA CHE QUESTE ULTIME SIANO CORRETTAMENTE FORMATE - risponde proprio all’esigenza di agevolare il ricorso alla soluzione concordataria quale strumento di soluzione della crisi di impresa alternativo al fallimento.

Quanto al [motivo 2)], il Tribunale deve rilevare una sorta di commistione tra profili attinenti la sussistenza della causa in concreto - anch’essi già dedotti da AGENZIA DELLE ENTRATE - e profili attinenti la fattibilità economica del concordato.





Quanto ai primi, ancora una volta ci si deve riportare alle considerazioni già svolte. La percentuale offerta alla B [redacted] per la componente incapiente rispetto al pegno possono dirsi ridotti, ma non inesistenti, dovendosi ricordare che il già menzionato arresto delle Sezioni Unite in tema di causa in concreto del concordato ritine integrata alla causa anche quando la percentuale offerta sia minima. Del resto se – come argomenta la stessa opponente – la sussistenza della causa in concreto deve essere valutata con riferimento all'intera platea dei creditori chirografari, si deve osservare che il soddisfacimento offerto a questi ultimi – sia come media di percentuali sia in valori assoluti – appare tutt'altro che irrisorio, e risulta comunque contenuto in tempistiche ragionevoli e sicuramente meno deteriori di quelle dell'alternativa liquidatoria fallimentare.

Quanto ai secondi, rammenta il tribunale che – FERMO RESTANDO LO SCENARIO DEL CRAM DOWN (su cui si tornerà in seguito) – il giudizio di fattibilità economica è rimesso esclusivamente ai creditori, potendo il Tribunale intervenire unicamente nelle ipotesi di manifesta inettitudine del piano a raggiungere gli obiettivi prefissati (Cass. Sez. U, Sentenza n. 1521 del 23/01/2013; Cass. Sez. 1 - , Sentenza n. 23315 del 27/09/2018; Cass. Sez. 6 - 1, Ordinanza n. 4790 del 01/03/2018; Cass. Sez. 1 - , Sentenza n. 9061 del 07/04/2017; Cass. Sez. 1, Sentenza n. 11497 del 23/05/2014). Nella specie, dovendosi assumere come dato di riferimento la valutazione dei commissari giudiziali – per il particolare ruolo di terzietà che gli stessi sono chiamati a rivestire – si deve rilevare che tale valutazione (dalla quale gli opposenti hanno generosamente attinto i dati che ritenevano favorevoli alle proprie posizioni, senza tuttavia far proprie le ben diverse conclusioni), pur sottolineando l'estrema aleatorietà di alcune prospettive del piano, ha comunque concluso nel senso della persistente fattibilità di quest'ultimo, dovendosi quindi escludere la possibilità, per il Tribunale, di giungere ad una diagnosi di "manifesta inettitudine".

I [motivi 1), 5) 6)], invece debbono essere esaminati congiuntamente in quanto gli stessi risultano strettamente interconnessi.

E' da ritenersi che il punto di partenza dell'analisi di tali motivi debba essere il dedotto conflitto di interessi che caratterizzerebbe la posizione del creditore-obbligazionista S [redacted] S. À R. L., in quanto l'accoglimento integrale delle tesi della B [redacted] verrebbe a condurre alla sterilizzazione del voto espresso da quest'ultima e, di riflesso, del voto espresso dagli azionisti, con conseguente accertamento del mancato raggiungimento della maggioranza dei crediti, e rigetto dell'omologa.

Anticipando, per maggior chiarezza, le conclusioni cui si perverrà al termine dell'analisi, il tribunale ritiene che detto conflitto di interessi fosse sussistente, ma che detto conflitto non debba condurre alla radicale sterilizzazione del voto degli obbligazionisti, ma solo all'affermazione della necessità di un classamento separato di questi ultimi e di B [redacted]

Il punto di partenza è, ovviamente, l'arresto di Cass. S.U. 28 giugno 2018, n. 17186, decisione che ha affermato il principio dell'esclusione dal voto nel concordato fallimentare (e quest'ultima puntualizzazione assume notevole rilevanza, come si vedrà) del creditore che abbia presentato una proposta di concordato fallimentare nonché delle società che controllano la proponente o sono da essa controllate o sottoposte a comune controllo.

Va subito evidenziato che, rispetto alla fattispecie esaminata dalle Sezioni Unite, nella vicenda al vaglio del Tribunale emergono almeno tre profili distintivi (valorizzati dalla proponente) di non poco spessore, e cioè:

- a) la S [redacted] S. À R. L. detiene il 50% della proponente S [redacted] e quindi non è titolare di una partecipazione di maggioranza assoluta;
- b) la S [redacted] S. À R. L. non ha votato direttamente nell'adunanza dei creditori, ma nell'assemblea degli azionisti che ha stabilito in che modo gli obbligazionisti come gruppo dovessero esprimere il voto in adunanza;





c) la presente procedura è un concordato preventivo e non un concordato fallimentare.

Per quanto riguarda il primo profilo, ritiene il Tribunale che non possa assumere rilievo l'eccezione, svolta dalla proponente, per cui, avendo la S. [REDACTED] S. À R. L. "solo" il 50% del capitale della proponente S. [REDACTED], non potrebbe ravvisarsi una situazione di controllo formale dell'assuntore, risultando in tal modo escluso il conflitto di interessi.

Senza voler qui sintetizzare il fondamentale ed articolato percorso argomentativo seguito dalle Sezioni Unite, è tuttavia da rilevare come dal menzionato arresto emerga una visione, per così dire, sostanziale del conflitto di interessi che, partendo dall'affermazione di fondo della sostanziale atipicità delle situazioni di conflitto di interessi (*"i casi di conflitti di interessi ipotizzabili in astratto sono innumerevoli"*), afferma di conseguenza la necessità di individuare le ipotesi di rilevanza dei medesimi sulla base di una interpretazione della legge non tassativa, ma basata sulla *ratio* (*"può senz'altro affermarsi che le ipotesi di esclusione dal voto debbano essere previste dalla legge, l'ammissione del creditore essendo la regola, ma non v'è alcuna ragione per ritenere che la previsione dell'esclusione debba necessariamente essere "espressa"*).

In quest'ottica - tenuto conto che a rilevare non è, quindi, un mero dato formale, bensì l'asimmetria che può derivare dal fatto che un soggetto chiamato al voto in adunanza sia massicciamente cointeressato alla posizione del proponente - sembra corretto concludere nel senso che possa ravvisarsi un conflitto di interessi anche quando il creditore chiamato al voto non sia titolare di una posizione di controllo assoluto nel soggetto proponente, ma detenga una partecipazione in quest'ultimo di rilevanza tale da consentire ingerenze massicce nella gestione del proponente medesimo. Significativo, del resto, è il fatto che, nella pronuncia delle Sezioni Unite venga usato frequentemente l'espressione "società correlate", peraltro giungendo ad una individuazione dell'ambito applicativo del concetto assai ampia (*"A ben guardare, inoltre, quella regola vale non soltanto per le società correlate a società creditrici, ma anche per tutte le società creditrici correlate a società che versano in conflitto d'interesse senza essere creditrici"*), e tale da valorizzare la situazione concreta.

Alla luce di tali principi, quindi, ben si può ritenere che, al di là del controllo formale, la partecipazione di S. [REDACTED] S. À R. L. nella S. [REDACTED] fosse idonea a determinare l'insorgenza di un conflitto di interessi.

Per quanto riguarda il secondo profilo, ci si trova indubbiamente di fronte ad una situazione peculiare, nella quale il voto contestato è - come osservato dai Commissari - "di secondo livello", avendo la S. [REDACTED] S. À R. L. votato nell'assemblea degli obbligazionisti - peraltro in modo assolutamente determinante per l'assunzione delle determinazioni della stessa - e non nell'adunanza, ove è stata espressa la volontà degli obbligazionisti in via unitaria.

Risulta difficile contestare che la quota di obbligazioni detenuta da S. [REDACTED] S. À R. L. (36,113%) non solo sia stata determinante nell'assunzione della specifica delibera (assunta, ex art. 2415, commi I, n. 2), e III, c.c. con il voto favorevole degli obbligazionisti rappresentanti - sia pure per poco: 50,7% - la metà delle obbligazioni emesse e non estinte), ma anche ponga la stessa S. [REDACTED] S. À R. L. in una posizione generale di significativa dominanza nell'assemblea degli obbligazionisti. Ma tale dominanza, si ripete, ha modo di essere esercitata nell'assemblea degli obbligazionisti, mentre nell'adunanza dei creditori la volontà di S. [REDACTED] S. À R. L. veniva ad essere comunque espressa secondo un meccanismo indiretto e mediato.

Proprio in considerazione di tale fattore, tuttavia, ritiene il tribunale che anche in questo caso debba conferirsi rilevanza predominante al dato sostanziale, piuttosto che al dato formale.

Il dato di partenza è che l'odierna opponente in nessun modo avrebbe potuto impugnare la delibera dell'assemblea degli azionisti, essendo del tutto estranea a detta assemblea, e non



potendosi ravvisare nella specie alcuna delle ipotesi (artt.2373⁹, 2379 e 2416 c.c.) che avrebbero legittimato l'impugnazione della delibera da parte di "qualunque interessato" e quindi anche da parte della B. [REDACTED].

Se ci si arrestasse a tale dato formale, allora, sarebbe giocoforza necessario concludere nel senso della possibilità di schermare i potenziali conflitti di interessi avvalendosi dei meccanismi societari, cosa che avverrebbe anche nel caso delle partecipazioni di controllo a cascata.

Anche in tal caso, tuttavia, la lezione delle Sezioni Unite sembra quella di dare rilevanza alla *ratio* delle previsioni di legge in materia di conflitto di interessi, evitando interpretazioni letterali restrittive, e dando rilievo alla sostanza della fattispecie, in modo da assicurare massima tutela a quel principio di autonomia privata che le stesse Sezioni Unite pongono a fondamento dell'esigenza di sterilizzazione dei conflitti di interesse.

Se si accede a tale interpretazione, pare corretto concludere nel senso della irrilevanza – fermo ogni necessario adattamento nei singoli casi – di eventuali meccanismi indiretti di intermediazione di cui il soggetto in conflitto di interessi si sia avvalso, fondamentale essendo, invece, che, anche tramite tali meccanismi, il soggetto in conflitto di interessi sia riuscito ad orientare in modo determinante il voto sulla proposta di concordato.

Tale è il caso di specie, nel quale la S. [REDACTED] S. A. R. L. ha espresso un'adesione determinante nell'assemblea degli obbligazionisti, comportando, di riflesso l'espressione, da parte del rappresentante comune dei medesimi, di un voto in adunanza che è risultato, a propria volta, determinante per il raggiungimento quantomeno della maggioranza numerica dei crediti.

Il terzo profilo, tuttavia, evidenzia una fondamentale differenza tra la decisione delle Sezioni Unite ed il caso in esame, portando in evidenza il problema della individuazione della reazione una volta che il conflitto di interessi venga rilevato ed affermato.

Il punto di partenza è quanto affermato in un passaggio della motivazione della decisione della Cassazione

Una indiretta conferma di quanto sin qui osservato può trarsi dall'art. 163, comma sesto, legge fallim., aggiunto dal d.l. 27 giugno 2015, n. 83, conv., con modif., in legge 6 agosto 2015, n. 132. Esso prevede, in tema di proposte concorrenti nel concordato preventivo, che «i creditori che presentano una proposta di concordato concorrente hanno diritto di voto sulla medesima solo se collocati in una autonoma classe». Viene dunque confermato che i creditori proponenti di regola non hanno diritto di voto sulla loro stessa proposta; dando rilievo, tuttavia, anche al loro ruolo di creditori, come tali interessati alla soddisfazione dei propri crediti, si ammette la loro partecipazione al voto, ma solo a condizione che sia neutralizzato il conflitto d'interesse, in cui versano, mediante la tecnica del classamento. Nella disciplina del concordato fallimentare non esiste una disposizione analoga all'art. 163, comma sesto, cit., peraltro entrata in vigore in epoca successiva a i fatti per cui è causa, ai quali dunque non resta che applicare la regola del divieto di voto per il creditore proponente.

Sembra lecito concludere, alla luce di tale passaggio, che la soluzione della sterilizzazione integrale del voto sia stata adottata dalle Sezioni Unite unicamente come *extrema ratio* a

⁹ E peraltro l'art. 2373 c.c. subordina l'impugnazione della delibera per conflitto di interessi alla potenzialità dannosa della delibera stessa per la società. Ma, nella specie, non si ravvisa alcun danno per gli obbligazionisti o per la società in sé, essendo dedotto un danno per un terzo estraneo alla compagine.

Ciò vale ad evidenziare che non è la decisione degli obbligazionisti in sé ad essere viziata dal conflitto di interessi (la platea degli obbligazionisti era omogenea), bensì l'effetto che essa ha sul formarsi del voto in adunanza.





fronte dell'assenza di previsioni di legge che consentissero soluzioni diverse, quale quella del classamento obbligatorio.

Nel caso all'esame di questo tribunale, invece, la previsione di legge esiste, e sono le stesse Sezioni Unite a rammentarlo: l'art. 163, comma VI, L.F. in tema di proposte concorrenti, che prevede l'obbligatorio classamento separato del creditore che voglia votare sulla propria proposta.

Nel caso di specie non ci si trova di fronte ad una proposta concorrente, ma alla proposta di un soggetto che è controllato da un creditore, dal momento che entrambi gli assuntori – ed in particolare S. [redacted] S.p.A. – hanno aderito alla proposta di concordato della W. [redacted] S.p.A. (S. [redacted] S.p.A. in sede di integrazione della proposta originaria), divenendo co-proponenti. Al di là del dato formale, allora, non si vedono ragioni per non applicare al creditore del proponente la medesima regola di neutralizzazione prevista per il creditore autore di una proposta concorrente, e cioè il classamento obbligatorio. La soluzione non è direttamente contemplata dalla legge verosimilmente perché il legislatore del 2015 si basava sulla lettura assai più restrittiva del conflitto di interessi offerta da Cass. Sez. 1, Sentenza n. 3274 del 10/02/2011, e quindi non ha ritenuto di disciplinare il tema specifico, ma la lettura estensiva trae legittimazione dall'identità di *ratio*.

Una ulteriore suggestione – non argomentazione, non potendosi trarre argomenti da progetti di legge – è data dalla bozza di Decreto Legislativo “Codice della Crisi d'Impresa” in tema di concordato preventivo, che, al proprio art. 109 disciplina in modo radicalmente diverso la posizione del creditore proponente il concordato – per il quale (comma 6) è previsto il classamento obbligatorio – dal creditore in generico conflitto di interessi – per il quale (comma 5) è prevista la radicale esclusione dal voto – a conferma della possibilità, se non necessità, di tenere distinte le due ipotesi. Necessità che si ricollega all'incentivazione all'accesso alle procedure di soluzione alternativa della crisi di impresa ed alla inefficienza economica di una soluzione che – espellendo radicalmente i creditori dalla possibilità di contribuire all'approvazione del concordato – verrebbe a scoraggiare le proposte concordatarie veicolate dai creditori dell'impresa in crisi.

La prima conclusione cui si può pervenire, quindi, è che, effettivamente il creditore S. [redacted] S. A. R. L. era portatore di un interesse distonico rispetto alla generalità dei creditori tale da giustificare il classamento separato degli obbligazionisti (non essendo possibile classare a parte la sola S. [redacted] S. A. R. L.); e che, quindi, l'inclusione della B. [redacted] nella medesima classe assieme agli obbligazionisti deve ritenersi non corretta, senza che neppure sia necessario esaminare l'ulteriore profilo dedotto dall'opponente per sostenere la tesi della non correttezza del classamento unitario, e cioè quella *super seniority*, su cui si avrà modo di tornare a breve per altre ragioni.

La frammentazione in due della CLASSE VII – *bondholders* da una parte; B. [redacted] dall'altra – non vale a precludere il raggiungimento delle maggioranze di legge. Pacifico il raggiungimento della maggioranza dei crediti, la maggioranza delle classi sarebbe stata raggiunta sia che B. [redacted] fosse stata classata a parte (creando una CLASSE IX) sia che fosse stata accorpata alle altre banche nella CLASSE III. Nel secondo caso, infatti, si sarebbe confermata la maggioranza di 5 classi su 8, mentre nel primo si sarebbe assistito ad una maggioranza di 5 classi su 9.

La collocazione virtuale di B. [redacted] sia in una classe autonoma sia in una classe comunque dissenziente ha, invece, una concreta ricaduta, e cioè quella di consentire all'opponente di invocare, ex art. 180, comma IV, L.F., il c.d. *cram down*, e cioè il giudizio comparativo di convenienza rispetto all'ipotesi di liquidazione fallimentare.

Giudizio che, tuttavia, deve ritenersi comunque sfavorevole.



In conclusione, anche l'opposizione di B [REDACTED], sia pure per le complesse ragioni sinora esposte, deve essere respinta.

Ciò premesso, ritiene il Collegio che sussistano le condizioni di legge per l'omologazione del concordato.

Deve in primo luogo confermarsi in questa sede, sulla base anche della relazione del Commissario ex art. 172 L.F. e del parere motivato ex art.180, comma 2, L.F. il giudizio positivo - già espresso da questo tribunale in occasione del decreto di ammissione della società alla procedura - sulla sussistenza della qualifica soggettiva di imprenditore commerciale in capo alla ricorrente, sul superamento delle soglie di cui all'art. 1 L.F. e sulla presenza di uno stato di crisi aziendale, integrante, nel caso in esame, una conclamata situazione d'insolvenza ai sensi dell'art. 5 L.F.

Deve inoltre confermarsi la ricorrenza delle condizioni di ammissibilità richieste dagli artt. 160 e 161 L.F., che pure è stata già stata valutata in sede di ammissione della società alla procedura alla luce di un primo esame di completezza e congruità argomentative della relazione di attestazione e che ha trovato una conferma nell'analisi compiuta dal commissario nella relazione ex art. 172 L.F.

Quanto, in particolare, alla fattibilità del piano - preso atto del fatto che nella relazione ex art. 180 L.F. i Commissari Giudiziali hanno chiarito che non sono intervenuti fatti che possano incidere sul giudizio formulato nella relazione ex art. 172 L.F. - si deve rilevare che i medesimi Commissari hanno ribadito il giudizio positivo di fattibilità, pur evidenziando l'assoluta complessità del piano e la sussistenza di fattori di aleatorietà. Si tratta, tuttavia, di fattori che in alcun modo possono integrare quella "manifesta non fattibilità" che costituisce unica ipotesi in cui al Tribunale è concesso procedere al rigetto dell'omologa. Il piano della proponente è, indubbiamente, articolato ed esposto ad una molteplice serie di fattori esterni, ma la *assumptions* del medesimo appaiono comunque adeguatamente argomentate ed hanno superato anche l'indubbiamente approfondito scrutinio operato dai Commissari in sede di redazione del parere ex art. 172 L.F.

In sintesi, quindi, non emergono elementi concreti che consentano di escludere la fattibilità del piano definitivo della società proponente ed anzi lo scenario attuale sembra delineare prospettive di soddisfacimento dei creditori comunque in linea quantomeno con la percentuale "garantita".

Trattandosi di concordato preventivo in continuità, appare opportuno dettare, in dispositivo, una serie di disposizioni esecutive che necessariamente tengono conto dell'assenza di un organo istituzionale rappresentativo degli interessi dei creditori, come invece avviene nel caso del concordato liquidatorio.

P.Q.M.

- 1) DÀ ATTO della rinuncia agli atti dell'opposizione all'omologazione da parte di COMUNE DI [REDACTED];
- 2) RESPINGE le opposizioni proposte da parte di AGENZIA DELLE ENTRATE e B [REDACTED], e per l'effetto,
- 3) OMOLOGA il concordato preventivo proposto da W [REDACTED] S.P.A. [C.F. [REDACTED]], con sede in MILANO, VIA [REDACTED] n. [REDACTED];
- 4) STABILISCE le seguenti disposizioni esecutive:
 - a) il Legale rappresentante amministrerà la società secondo le linee guida dettate dal piano che sostiene la proposta e che viene omologato con essa, sotto la sorveglianza continuativa dei Commissari;
 - b) il Legale rappresentante predisporrà semestralmente dopo l'omologa una relazione avente contenuti analoghi a quelli dell'art. 33 quinto comma L.F., primo, secondo e





I profili dedotti dall'opponente al fine di sostenere la maggior convenienza dello scenario fallimentare sono sostanzialmente due: prospettive di maggior realizzo complessivo dell'attivo della debitrice e piena operatività della clausola di c.d. *super seniority*.

Sul primo il tribunale non ritiene di dover replicare considerazioni già svolte. Le deduzioni dell'opponente si basano sulle stime alternative formulate in via ipotetica da quegli stessi Commissari che hanno reiterato anche in sede di relazione ex art. 180 L.F. un giudizio di maggior convenienza della prospettiva concordataria rispetto a quella concordataria. Gli stessi Commissari, anzi, hanno chiarito – all'odierna udienza – di aver affinato verso il basso le stime operate nella relazione ex art. 172 L.F., così rafforzando un giudizio complessivo di miglior convenienza del concordato che, del resto, è abbastanza evidente, sol che si consideri la concreta prospettiva che l'intero attivo della debitrice, in caso di fallimento, sia assorbito dagli oneri di post-gestione delle discariche e dalle eventuali pretese in prededuzione che dovessero essere avanzate dagli Enti Territoriali chiamati a surrogare eventuali inerzie della procedura fallimentare. Il che varrebbe ad azzerare qualsivoglia prospettiva di soddisfacimento per i creditori, chirografari *in primis*.

Quanto al profilo della c.d. *super seniority*, va subito detto che il Tribunale non condivide la tesi della proponente, secondo la quale tali aspetti sarebbero rimessi alla legge inglese e potrebbero incidere, al più solo sulla fase esecutiva del concordato. La necessità di operare la valutazione comparativa di convenienza, infatti, impone al tribunale di stabilire quale sarebbe il trattamento da riservare alle pretese dell'opponente in caso di fallimento, per verificare se in tale sede la B [redacted] si troverebbe a godere di un trattamento migliore del proprio credito.

Ritiene il Tribunale che, a ben vedere, nulla osterebbe al riconoscimento dell'efficacia della *super seniority* anche in sede fallimentare, in quanto la stessa, lungi dal riconoscere alla B [redacted] un (inammissibile) privilegio convenzionale atipico, si verrebbe a tradurre in un patto di postergazione volontaria dei *bondholders*. La fonte negoziale della *super seniority*, invero, ben potrebbe essere interpretata come patto con cui i *bondholders* venivano ad accettare volontariamente di essere postergati rispetto alla B [redacted] rispetto al ricavato del realizzo dei beni costituiti in pegno a favore di entrambi i creditori.

Il motivo per cui la *super seniority* non può, in realtà, essere riconosciuta all'opponente è, in realtà, costituito dal fatto che l'esame dell'*Intercreditor Agreement* che costituirebbe fonte della *super seniority*, non vede i *bondholders* tra le parti contraenti.

All'udienza del 15 novembre il Tribunale ha sollecitato le parti a chiarire in quale modo i *bondholders* avessero partecipato all'*Intercreditor Agreement*, senza ricevere alcuna concreta risposta. In altri termini non vi è prova che i *bondholders* abbiano aderito all'*Intercreditor Agreement*, accettando la postergazione volontaria. Il suddetto *Intercreditor Agreement*, invero, presenta il tenore e l'assetto di un documento ad adesione aperta, nel quale la posizione (e – quel che più conta – la partecipazione) dei *bondholders* risulta del tutto indeterminata, al punto da generare una concreta incertezza circa l'opponibilità del documento medesimo agli obbligazionisti. Ciò si traduce in un'assoluta incertezza in ordine alla valenza del documento su cui B [redacted] basa la rivendicata *super seniority*, senza che tale incertezza sia stata in alcun modo colmata dalla stessa B [redacted], sebbene su quest'ultima incombesse – alla luce dei principi generali processuali – l'onere di suffragare in modo chiaro ed univoco tale pretesa.

Ne consegue che, nello scenario fallimentare, il credito vantato da B [redacted] – per la parte capiente rispetto ai beni costituiti in pegno – verrebbe ad essere soddisfatto in posizione del tutto paritaria rispetto a quella dei *bondholders* e cioè esattamente con le stesse modalità prospettate nella proposta di concordato, senza alcuna concreta prospettiva di trattamento più conveniente.



TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE II CIVILE

- terzo periodo, (il primo al fine di poter comparare le seconde con facilità ed individuare gli inadempimenti e le inerzie da segnalare al ceto creditorio o al Tribunale);
- c) il Legale rappresentante comunicherà a mezzo posta elettronica certificata altra copia della relazione ai Commissari Giudiziali, i quali dovranno procedere alla pubblicazione sull'apposito sito internet dedicato alle procedure concorsuali, a norma dell'art. 171 secondo comma riformato, ed alla espressione del proprio parere sull'operato dell'amministratore descritto, da inviare con solerzia al Giudice Delegato;
 - d) al fine di consentire l'espressione del menzionato parere i Commissari Giudiziali sono autorizzati ad effettuare ogni più opportuno controllo sull'attività inerente alla continuazione diretta dell'attività di impresa e viene loro conferita per tutta la durata della procedura facoltà di accesso alla contabilità e ai libri sociali della ricorrente;
 - e) per le transazioni ed ogni altro diverso atto di straordinaria amministrazione, il Legale rappresentante dovrà munirsi del parere favorevole dei Commissari Giudiziali, dandone al contempo informazione al Giudice Delegato;
 - f) il Legale rappresentante richiederà il parere dei Commissari Giudiziali e l'autorizzazione del Giudice Delegato per promuovere azioni giudiziali o costituirsi in giudizio;
 - g) il Legale rappresentante, entro 60 giorni dalla pubblicazione del decreto, procederà al deposito in cancelleria dell'elenco dei creditori con indicazione delle eventuali cause di prelazione, trasmettendone copia ai Commissari Giudiziali che procederanno alla sua pubblicazione internet;
 - h) le somme ricavate dalla eventuale mera liquidazione di beni, ove sussistenti, saranno depositate dal Legale rappresentante sul conto corrente bancario intestato alla procedura, e i prelievi ai fini esecutivi del piano saranno vincolati al visto preventivo dei Commissari Giudiziali;
 - i) il Legale rappresentante dovrà registrare ogni operazione contabile attinente l'esecuzione dei pagamenti della proposta in un apposito registro previamente vidimato dai Commissari Giudiziali;
 - j) il legale rappresentante della proponente e – ove necessario – i legali rappresentanti degli assuntori - provvederanno a ripartire alle scadenze previste dalla legge e dal piano le somme previste ai creditori prededucibili ed ai privilegiati, sulla base di un piano di riparto vistato dai Commissari Giudiziali, riferendo in ordine alle ragioni che inducano a qualunque ritardo rispetto alla proposta;
 - k) il legale rappresentante di S. ██████████ S.p.A. curerà l'attivazione della procedura di emissione ex art. 2346, comma VI, c.c. degli strumenti finanziari partecipativi per € 4.860.000,00, destinati a costituire – mediante *datio in solutum* – meccanismo di soddisfacimento dei creditori inseriti nella settima classe
 - l) i Commissari Giudiziali procederanno quindi tempestivamente alla pubblicazione del piano di riparto nell'area del sito internet www.tribunale.milano.it riservata ai creditori;
 - m) il legale rappresentante provvederà al pagamento delle rate man mano scadenti in favore dei chirografari, raccogliendo il visto ogni volta dei Commissari Giudiziali e riferendo in ordine a qualunque evento che determini un ritardo rispetto alla proposta omologata;
 - n) i Commissari Giudiziali riferiranno sollecitamente al Giudice Delegato l'emergere di ogni fatto qualificabile come inadempimento o non regolare adempimento delle obbligazioni concordatarie;
 - o) il legale rappresentante entro trenta giorni dalla completata esecuzione dei





TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE II CIVILE

- pagamenti rateali previsti depositerà in Tribunale, il rendiconto dell'attività compiuta, corredato dalla documentazione idonea a dimostrare l'avvenuta esecuzione integrale dei pagamenti ai creditori,
- p) i Commissari Giudiziali provvederanno conseguentemente alla pubblicazione del rendiconto nell'area dell'apposito sito internet dedicato alle procedure concorsuali, e decorsi 20 giorni, depositeranno il proprio parere in ordine alla effettuata esecuzione del concordato omologato al giudice delegato;
- q) il giudice delegato emetterà il provvedimento di presa d'atto e di archiviazione e solo successivamente ad esso autorizzerà il prelievo del compenso per gli organi della procedura già previamente liquidato dal Tribunale;
- r) resta riservato al Giudice Delegato il potere di assumere ogni altro opportuno provvedimento e di autorizzare ogni ulteriore e diversa attività non espressamente prevista nei punti precedenti, che si rivelasse necessaria nella fase di attuazione del concordato.
- 5) DISPONE che il presente provvedimento sia comunicato al Registro delle Imprese per la iscrizione - a cura della Cancelleria ex art. 17 L.F. - nonché alla ricorrente, ai Commissari Giudiziali ed al PM; e che lo stesso sia pubblicato sull'apposito sito internet dedicato alle procedure concorsuali
- 6) MANDA la cancelleria per ogni ulteriore adempimento.
- Così deciso in Milano, nella camera di consiglio della Seconda Sezione Civile, in data 15/11/2018 .

Il Giudice Estensore
Dott. Federico Rolfi

Il Presidente
Dott. Alida Paluchowski

