



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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA S.p.A. da parte di SPC GREEN e





SOSTENYA GREEN SPA, comporterebbe la liberazione della stessa WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA S.p.A. la quale continuerebbe a rispondere per gli oneri economici derivanti dalla transazione fiscale.

Le repliche della WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 ECOSAVONA S.R.L. sarebbe destinato a essere comunque assorbito dai creditori pignoratizi (i BONDHOLDERS e la BNP PARIBAS); 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 WASTE ITALIA 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, WASTE ITALIA 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 GREEN UP S.R.L., la cui prosecuzione anche in caso di dichiarazione di fallimento della WASTE ITALIA 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, WASTE ITALIA 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.

WASTE ITALIA 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 soddisfattoria offerta dalla proposta, WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 Ecosavona, 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 Ecosavona, avendo ritenuto gli scriventi nella propria relazione (cfr. pagg. 118-128) di valorizzare la possibilità (ragionevole ma non certa, come esplicitato dall' [redacted] 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 GREEN UP 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 SOSTENYA GROUP PLC, in virtù dell’attività di direzione e coordinamento che quest’ultima esercita sulla stessa GREEN UP S.R.L. Orbene, il fallimento della WASTE ITALIA S.p.A., comportando l’interruzione della catena di controllo che permette la direzione e coordinamento di SOSTENYA GROUP PLC comporterebbe (DOC. 4 allegato alla memoria depositata da WASTE ITALIA S.p.A. all’udienza del 19 ottobre 2018) la sostanziale caducazione delle attuali garanzie di GREEN UP S.R.L. e la necessità di sostituire le medesime con altre, senza che vi sia concreta certezza sulla capacità della stessa GREEN UP 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 oppositori 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





TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE II CIVILE

(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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA 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 ECOSAVONA – quale che sia il suo valore (tema su cui si tornerà) – sarebbe destinato a soddisfare i *bondholders* e BNP PARIBAS, 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 BNP PARIBAS ITALIAN BRANCH, 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, WASTE ITALIA S.p.A., nel creare la CLASSE VII (composta dai *bondholders* e dalla stessa BNP PARIBAS) 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 ECOSAVONA ha conservato valore); e sul fatto che le pretese di entrambi i 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 proposta 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 BNP PARIBAS 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 WASTE ITALIA S.p.A. abbia, non correttamente, separato BNP PARIBAS 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 SOUND POINT CAPITAL, 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 BNP PARIBAS 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 WASTE ITALIA S.p.A. di fatto non assicurerebbe a BNP PARIBAS 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 WASTE ITALIA 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 WASTE ITALIA S.p.A. risulterebbe non rispettosa dell'ordine delle cause legittime di prelazione.

In particolare a BNP PARIBAS – 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 WASTE ITALIA S.p.A. non terrebbe conto della posizione di *super seniority* di BNP PARIBAS 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 WASTE ITALIA 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 BNP PARIBAS, laddove i *bondholders* avrebbero possibilità di soddisfarsi sul ricavato dei pegni solo in via residuale.

L'opponente contesta la tesi di WASTE ITALIA S.p.A., secondo cui tali accordi avrebbero valenza meramente obbligatoria, e non sarebbero in grado di assicurare alla stessa BNP PARIBAS 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 SOUND POINT CAPITAL, 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 SPC LUX 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 SPC GREEN S.P.A., secondo il seguente schema:

