



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 SPC LUX 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 BNP PARIBAS 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 SPC LUX S. À R. L., ovvero l'esclusione di quest'ultima dalla CLASSE VII e l'inclusione in apposita classe, poiché la SPC LUX S. À R. L. - in quanto soggetto che controlla il 50% delle azioni del co-assuntore SPC GREEN - era evidentemente interessata all'approvazione della Proposta.

Anche in questo caso mette conto di operare una sintesi delle repliche della proponente WASTE ITALIA 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 accorpate 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 BNP PARIBAS (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 BNP PARIBAS) sono assistiti dalla medesima garanzia reale, sia dal fatto che *bondholders* e BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS, 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 BNP PARIBAS, 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 WASTE ITALIA 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 pignoratorio 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 BNP PARIBAS, la WASTE ITALIA 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 BNP PARIBAS 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) SPC LUX S. À R. L. “controlli” l’assuttore SPC GREEN, dal momento che la prima detiene solo il 50% della seconda.

Ritiene il Tribunale, che anche l’opposizione di BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS 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 SPC LUX S. À R. L., in quanto l'accoglimento integrale delle tesi della BNP PARIBAS 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.

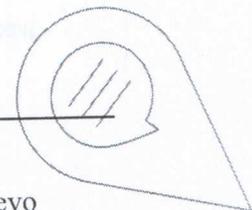
Anticipando, per maggior chiarezza, le conclusioni cui si perverrà al termine dell'analisi, il tribunale ritiene che detto conflitto di interessi fosse sussistente, ma che detto conflitto non debba condurre alla radicale sterilizzazione del voto degli obbligazionisti, ma solo all'affermazione della necessità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

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 SPC LUX S. À R. L. detiene il 50% della proponente SPC GREEN e quindi non è titolare di una partecipazione di maggioranza assoluta;
- b) la SPC LUX 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 SPC LUX S. À R. L. "solo" il 50% del capitale della proponente SPC GREEN, 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 SPC LUX S. À R. L. nella SPC GREEN 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 SPC LUX 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 SPC LUX 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, e.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 SPC LUX 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 SPC LUX 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 BNP PARIBAS.

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 SPC LUX 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.

Cio 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 SPC GREEN S.p.A. – hanno aderito alla proposta di concordato della WASTE ITALIA S.p.A. (SPC GREEN 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 SPC LUX 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 SPC LUX S. A R. L.); e che, quindi, l'inclusione della BNP PARIBAS 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; BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS 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.



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 BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS 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 BNP PARIBAS basa la rivendicata *super seniority*, senza che tale incertezza sia stata in alcun modo colmata dalla stessa BNP PARIBAS, 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 BNP PARIBAS – 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.





In conclusione, anche l'opposizione di BNP PARIBAS, 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 ALBONESE;
- 2) RESPINGE le opposizioni proposte da parte di AGENZIA DELLE ENTRATE e BNP PARIBAS ITALIAN BRANCH, e per l'effetto,
- 3) OMOLOGA il concordato preventivo proposto da WASTE ITALIA S.P.A. [C.F. 01689940185], con sede in MILANO, VIA G. BENSI n. 12/3;
- 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





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 SPC GREEN 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

