

COMPOSIZIONE NEGOZIATA: IL VALORE DI LIQUIDAZIONE E IL DECRETO DIRIGENZIALE DEL 23 APRILE 2026

FRANCO BENASSI

SOMMARIO: 1. Premessa; 2. Il valore di liquidazione nel CCII come modificato dal correttivo-*ter*; 3. Il valore di realizzo nel decreto dirigenziale del 2026; 4. Il valore di liquidazione nella *check-list*: il paragrafo 6 del nuovo decreto.; 5. Il valore di liquidazione nella Sezione II-*bis*: gli strumenti di regolazione della crisi e il valore riservato ai soci; 5.1. Specificità dei piani; 5.2. Valore riservato ai soci; 6. Il valore di liquidazione nel protocollo di conduzione della composizione negoziata: il ruolo dell'Esperto; 6.1. Le prospettive di risanamento; 6.2. La gestione delle trattative; 6.3. Stima della liquidazione del patrimonio; 6.4. La relazione finale dell'Esperto; 7. Il valore di liquidazione nella transazione con i creditori pubblici.

1. Premessa

Con il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026, pubblicato nel Bollettino Ufficiale del Ministero della Giustizia n. 10 del 31 maggio 2026¹, la Direzione Generale degli Affari Interni ha provveduto ad integrare il precedente decreto del 21 marzo 2023, adeguando il corpus di regole operative della composizione negoziata alle modifiche introdotte dal decreto legislativo 13 settembre 2024, n. 136 (il cosiddetto "correttivo-*ter*") al codice

¹ Il testo del decreto: <https://ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it/Documento/853>.

della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14².

Il nuovo decreto interviene su più fronti³. Sul piano strutturale, arricchisce il documento di riferimento con una nuova Sezione II-*bis*, dedicata alle specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e al valore riservato ai soci, e con un nuovo Allegato 5 contenente l'indice della relazione finale dell'Esperto.

Sul piano contenutistico, aggiorna la *check-list* particolareggiata per la redazione del piano di risanamento, il protocollo di conduzione della composizione negoziata e la scheda sintetica sul profilo professionale dell'Esperto, recependo le indicazioni operative rese necessarie dalle modifiche normative del correttivo-*ter* e dalle prassi applicative maturate nei primi anni di funzionamento dell'istituto.

Il decreto si inserisce in un contesto assai mutato rispetto alle origini della composizione negoziata. Il d.lgs. 136/2024 ha infatti ridisegnato il ruolo del valore di liquidazione all'interno del codice della crisi, elevandolo a parametro generale e trasversale di riferimento per la valutazione degli strumenti di regolazione della crisi: dalla definizione introdotta nell'art. 87, comma 1, lett. c), CCII - che ancora il valore di liquidazione al concreto realizzo conseguibile in sede di liquidazione giudiziale - ai richiami contenuti negli artt. 84, 88, 100, 112 e 64-*bis* CCII, fino alle modifiche apportate alla disciplina del sovraindebitamento⁴. In questo quadro, anche le regole operative della composizione

² Pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 27 settembre, il decreto è entrato in vigore il 28 settembre 2024, introducendo importanti semplificazioni e adeguamenti normativi per le procedure di risanamento.

³ Per una visione d'insieme del decreto dirigenziale in commento, S. AMBROSINI, *Il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026 sulla composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 5 giugno 2026.

⁴ Sulla trattazione della novità del valore di liquidazione con rassegna delle parti del codice della crisi interessate dalla modifica legislativa, F. BENASSI, *Dal valore di mercato al valore di liquidazione nel codice della crisi: per chi suona la campana?*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 28 novembre 2024. A. TURCHI, *Il valore di liquidazione nel codice della crisi e dell'insolvenza dal testo originario al D.Lgs. n. 136/2024*, in *Diritto della crisi*, 18 agosto 2025; *Il valore di liquidazione alla luce delle prime pronunce di merito*, *ivi*, 11 dicembre 2023.

negoziata non potevano restare immuni: il nuovo decreto dirigenziale recepisce e declina sul piano pratico una nozione di valore di liquidazione che non è più quella di una stima teorica ancorata al valore di mercato, ma quella di un giudizio prognostico sul presumibile esito di una procedura liquidatoria vera e propria.

È su questo tema che si concentra il presente contributo. Dopo una sintetica ricognizione dei contenuti del decreto, si analizzerà in che modo le nuove indicazioni operative traducano sul piano applicativo il cambio di paradigma imposto dal correttivo-*ter* in materia di valore di liquidazione, e come tale cambio si rifletta sul ruolo dell'Esperto e sulle dinamiche della composizione negoziata.

2. Il valore di liquidazione nel CCII come modificato dal c.d. correttivo-*ter*

Il decreto legislativo 13 settembre 2024, n. 136, ha impresso una svolta decisiva al ruolo del valore di liquidazione all'interno del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Prima di tale intervento, le disposizioni del codice facevano in più punti riferimento al "valore di mercato" quale parametro per la valutazione della convenienza delle proposte di concordato e degli accordi di ristrutturazione rispetto all'alternativa liquidatoria. Il correttivo ha sistematicamente sostituito tale riferimento con quello al valore di liquidazione giudiziale, recependo un orientamento già emerso in giurisprudenza⁵ e

⁵ Trib. Milano, 5 febbraio 2024, dove si precisa che “Ai fini della determinazione del valore di liquidazione ai sensi del combinato disposto degli artt. 87, comma 1, lett. c) e 84, comma 6, CCI il riferimento all’ipotesi di liquidazione atomistica deve essere adeguatamente giustificato motivando l'inverosimiglianza della prosecuzione dell'attività di impresa in ipotesi di liquidazione giudiziale con conseguente esclusione di ogni previsione di esercizio provvisorio ex art. 211 CCII”; Trib. Monza, 18 luglio 2024, dove si afferma espressamente che “Per ‘valore di liquidazione’ deve intendersi il valore, alla data di deposito della domanda di concordato, che potrebbe trarsi dalla alienazione/realizzo in sede di liquidazione giudiziale dell’intero patrimonio sociale.”; Trib. Roma, 24 ottobre 2023 per cui il “valore di liquidazione così previsto dall'articolo 84, comma 5, a ben vedere altro non è, nel senso che coincide con esso, che il valore di liquidazione

riconoscendo che il valore di mercato - inteso come il prezzo ottenibile in una libera contrattazione tra parti consapevoli e non costrette, secondo le definizioni adottate dagli standard internazionali di valutazione - costituisce un parametro strutturalmente inadeguato nei contesti di vendita coattiva⁶. Nelle procedure concorsuali, infatti, il debitore è spossessato e non può negoziare liberamente: la vendita è gestita da organi della procedura in tempi condizionati dalle esigenze del concorso e il mercato tende a scontare la natura coattiva della vendita attraverso riduzioni significative rispetto al prezzo di stima. Come ha chiarito la Suprema Corte, il valore di mercato non coincide con il ricavato in caso di liquidazione, che è di regola inferiore al primo, ed è necessario che siano esplicitate le

ossia il valore realizzabile anche in questo caso in sede di liquidazione giudiziale cui fa riferimento il medesimo articolo 84 al successivo comma 6 a proposito della regola della relative priority rule”; Trib. Lucca, 20 gennaio 2023, opera un rinvio preciso alle norme della liquidazione giudiziale “Poiché nelle norme del CCII che disciplinano il concordato preventivo, non vi è la definizione del valore di liquidazione del patrimonio del debitore né si individuano i criteri di determinazione dello stesso, è possibile fare applicazione dell’art. 214 CCII in tema di liquidazione giudiziale, il quale stabilisce che la liquidazione dei singoli beni è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell’intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione.”; Trib. Verona, 10 luglio 2023, la quale espressamente afferma che “Nella procedura di concordato preventivo, ai fini della verifica del limite della falcidia dei creditori privilegiati ex art. 84 c.5 CCII e della determinazione del valore di liquidazione, si deve tener conto anche delle utilità ritraibili nella liquidazione giudiziale a seguito del positivo esperimento delle azioni revocatorie ex art. 166 CCII.”; Trib. Verona, 13 marzo 2024; tutte in *www.ilcaso.it*.

⁶ “Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie” ed. 2022, in *www.abi.it/mercati/crediti/valutazioni-immobiliari/linee-guida-valutazioni-immobiliari/* dove, con riferimento alla necessità di vendere in tempi ristretti, al punto A.1.4.1, si afferma “Questa situazione si verifica, per esempio, quando il lasso di tempo entro il quale si deve vendere l’immobile è troppo breve perché l’attività di promozione commerciale possa consentire le migliori offerte. I potenziali acquirenti, in generale, possono ridurre le somme offerte rispetto a quanto avrebbero altrimenti proposto se sanno che il venditore è costretto a vendere.”

rettifiche apportate al valore di mercato per giungere alla determinazione del secondo⁷.

La novità normativa più rilevante introdotta dal correttivo-*ter* in questa materia è, infatti, la definizione del valore di liquidazione contenuta nell'art. 87, comma 1, lett. *c*), CCII, che lo identifica con il valore realizzabile in sede di liquidazione giudiziale dall'alienazione dei beni e dei diritti, comprensivo dell'eventuale maggior valore economico realizzabile nella medesima sede dalla cessione dell'azienda in esercizio, nonché delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese.

Questa definizione assume una valenza di regola generale, come confermato dai numerosi richiami espliciti ad essa fanno le disposizioni successivamente modificate dall'intervento del legislatore: dall'art. 84, commi 6 e 7, CCII in tema di concordato preventivo in continuità aziendale, all'art. 88 sul trattamento dei crediti tributari e contributivi, dall'art. 100 sull'autorizzazione al pagamento delle rate di mutuo con garanzia reale, all'art. 112 sui requisiti per l'omologazione in presenza di creditori dissenzienti, fino all'art. 64-*bis* sul piano di ristrutturazione soggetto a omologazione⁸.

Il rafforzamento del valore di liquidazione come parametro centrale del sistema si inserisce in un più ampio cambio di paradigma che ha caratterizzato l'evoluzione del diritto della crisi: il passaggio da un modello fondato sulla negoziabilità e sul principio maggioritario a un modello in cui il tribunale svolge un

⁷ Cass. civ., sez. I, 12 marzo 2024, n. 6435, in tema di concordato fallimentare nella vigenza della legge fallimentare, afferma che il “valore di mercato” menzionato nell'art. 124, comma 3, l. fall. non coincide con il “ricavato in caso di liquidazione”, ma costituisce un termine di riferimento per determinare quanto sarebbe possibile ricavare dalla vendita coattiva fallimentare. Nella decisione in rassegna, si legge anche che “pur essendo sostanzialmente pacifico che il concetto di «ricavato in caso liquidazione» sia una misura differente, e di regola inferiore, al «valore di mercato», è comunque necessario che siano esplicitate le rettifiche apportate a quest'ultimo valore per giungere alla determinazione del primo”.

⁸ S. AMBROSINI, *La continuità aziendale nel codice della crisi: casi di “consustanzialità” e declinazioni di un concetto polisenso*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 20 dicembre 2025.

ruolo valutativo sostanziale, verificando che il trattamento offerto ai creditori non sia peggiore rispetto a quello conseguibile nella liquidazione giudiziale⁹. In questo contesto, la corretta determinazione del valore di liquidazione diventa fondamentale: essa non può risolversi in una stima teorica dell'attivo, ma richiede la costruzione di uno scenario liquidatorio concreto - un programma di liquidazione "virtuale", per usare un'espressione efficace¹⁰ - nel quale vengano indicati i modi e i tempi della liquidazione dell'attivo secondo le regole proprie della liquidazione giudiziale, tenendo conto delle specifiche condizioni giuridiche ed economiche dell'impresa, della possibilità o meno di cedere l'azienda come complesso funzionante, dei costi di procedura e delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni recuperatorie¹¹.

⁹ S. AMBROSINI, *Concordato semplificato: la giurisdizione come antidoto alla "coattività" dello strumento e alla "tirannia" dell'Esperto*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 27 ottobre 2023. F. BENASSI, *Dal valore di mercato al valore di liquidazione nel codice della crisi: per chi suona la campana?*, cit.

¹⁰ F. BENASSI, *Dal valore di mercato al valore di liquidazione nel codice della crisi: per chi suona la campana?*, cit.

¹¹ Per una concreta applicazione di questi principi alla liquidazione dell'azienda si vedano: F. BENASSI, *Valore di liquidazione e valore di mercato dell'azienda: il confronto con il contesto concreto della liquidazione giudiziale. Nota a Corte d'Appello di Reggio Calabria, 26 maggio 2026, n. 461*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 8 giugno 2026; M. POLLIO, *Cram down, transazione fiscale e valore di liquidazione nel concordato preventivo in continuità. Nota a Corte d'Appello di Reggio Calabria 26 maggio 2026, ivi, 29 maggio 2026*; S. AMBROSINI, *Concordato preventivo e "liquidazione": appunti in tema di valore di liquidazione e piano liquidatorio (con un cenno all'assunzione)*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, il quale afferma "come non sia più sostenibile, alla luce della definizione introdotta dal decreto correttivo (ove si parla, come già ricordato, di "azienda in esercizio"), la tesi secondo la quale nello scenario della liquidazione giudiziale sia sufficiente simulare la vendita atomistica dei beni aziendali, dovendo oggi aversi riguardo all'azienda in funzionamento." E. RICCIARDIELLO, *La cessione dell'azienda autorizzata ex art. 22 CCII attuata dopo la chiusura della composizione negoziata della crisi*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 22 marzo 2026. A. TURCHI, *Il valore di liquidazione nel codice della crisi e dell'insolvenza dal testo originario al D.Lgs. n. 136/2024*, in *Diritto della crisi*. S. PACCHI, *Una possibile alternativa per la continuità indiretta: l'acquisto dell'azienda da parte dei lavoratori*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 30 giugno 2021; F. DE SANTIS, *Forme esecutive e strategie concorsuali della vendita d'azienda nella liquidazione*

È in questo quadro che si collocano le novità del decreto dirigenziale del 23 aprile 2026, il quale declina sul piano operativo della composizione negoziata una nozione di valore di liquidazione profondamente diversa da quella che era possibile presupporre all'epoca del decreto del 2023.

3. Il valore di realizzo nel decreto dirigenziale del 2026

Il decreto dirigenziale del 21 marzo 2023 affrontava il tema del valore di liquidazione in modo coerente con il quadro normativo allora vigente. I riferimenti al tema si rinvenivano nel protocollo di conduzione della composizione negoziata, specificamente nel paragrafo 13, dove si prevedeva che l'Esperto si formasse un proprio convincimento del valore delle *risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso*, ove ciò risultasse utile per le trattative, e che si pronunciasse sui

universale, in *Diritto della crisi*, 5 maggio 2026. G. ZANOLA, *Il valore di liquidazione nel CCII: riflessioni tra Agenzia delle Entrate e PIV 2026*, *ivi*, 19 maggio 2026. In giurisprudenza: Trib. Monza, 18 luglio 2024, in www.ilcaso.it: "Dovrà pertanto aversi riguardo, anzitutto, al valore dell'azienda unitariamente compresa, considerato che ai sensi dell'art. 214, comma 1, CCI la liquidazione dei singoli beni deve essere disposta soltanto quando risulti prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori. La valutazione atomistica dei singoli beni componenti l'azienda sarà pertanto idonea a determinare correttamente il "valore di liquidazione" soltanto qualora risulti che, nell'ambito della liquidazione giudiziale, non potrà procedersi alla vendita dell'azienda (il che accade, ad esempio, qualora l'attività aziendale sia fortemente ricollegata all'apporto personale dato dall'amministratore, che verrebbe meno nell'ambito della liquidazione giudiziale)". Di particolare interesse anche Tribunale Ferrara, 9 giugno 2025, in www.ilcaso.it (https://www.ilcaso.it/sentenze/ultime_publicate/33846): "Nel procedimento di composizione negoziata della crisi, il valore di liquidazione dell'azienda o del ramo costituisce il parametro di confronto necessario per la valutazione giudiziale della funzionalità dell'operazione alla migliore soddisfazione dei creditori ai sensi dell'art. 22 CCII. Tale valore, risultante dalla stima peritale, rappresenta la base minima di riferimento economico, ma non vincola in modo assoluto il giudice, potendo l'autorizzazione alla cessione essere concessa anche a un prezzo inferiore qualora l'operazione, considerata nel suo complesso, assicuri un risultato più favorevole per i creditori attraverso la conservazione dell'attività aziendale, la continuità occupazionale o altre utilità economiche indirette rispetto alla liquidazione atomistica."

presumibili risultati della liquidazione nell'ambito del parere richiesto in caso di concordato semplificato ai sensi dell'art. 25-sexies CCII¹².

Si trattava, nel complesso, di un trattamento funzionale alle esigenze operative della composizione negoziata così come configurata prima dell'intervento del correttivo, in un contesto normativo nel quale la nozione di valore di liquidazione non aveva ancora ricevuto la definizione sistematica che il d.lgs. 136/2024 le ha successivamente attribuito.

Il recente decreto del 23 aprile 2026 torna sul tema in modo più articolato, declinando sul piano operativo della composizione negoziata la nozione di valore di liquidazione ridisegnata dal legislatore.

Le novità riguardano profili distinti che saranno esaminati nei paragrafi successivi: la riformulazione e l'arricchimento del paragrafo 6 della *check-list*; le indicazioni contenute nella nuova Sezione II-bis in tema di strumenti di regolazione della crisi e di valore riservato ai soci; gli aggiornamenti al protocollo di conduzione della composizione negoziata con particolare riguardo al ruolo dell'Esperto nella stima e nell'utilizzo del valore di liquidazione nel corso delle trattative.

¹² Decreto dir. 2023, par. 13.1. In qualunque momento risulti utile per le trattative, è opportuno che l'Esperto proceda alla stima delle risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso o, ove siano richieste competenze diverse dalle proprie, che proponga alle parti la nomina congiunta di un soggetto di fiducia di tutte, che proceda alle valutazioni necessarie, con costi ripartite tra di esse. La stima consente alle parti con le quali sono in essere le trattative di valutare le utilità che deriverebbero dalla liquidazione, nel rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione, sulla base dell'elenco dei creditori depositato ai sensi dell'articolo 17, comma 3, lettera c), del codice della crisi d'impresa e potranno essere utili ai fini del parere previsto nell'ambito della eventuale procedura di concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio.

Decreto dir. 2023, p. 13.2. Quando il tribunale richiede il parere di cui all'articolo 25-sexies, comma 3, del codice della crisi d'impresa l'Esperto si pronuncia sui presumibili risultati della liquidazione e sulle garanzie offerte dagli eventuali proponenti l'acquisto dell'azienda, di suoi rami o di singoli cespiti. In tal caso, ove non si sia già proceduto nei termini di cui al punto precedente, il parere dell'Esperto verterà sulla stima presentata dall'imprenditore.

Chi legge il decreto del 23 aprile 2026 con attenzione non può non notare una scelta lessicale ricorrente e tutt'altro che casuale. Laddove si tratta di stimare il valore dei beni ai fini della composizione negoziata, il decreto evita sistematicamente il termine "valore di mercato" e sostituisce espressioni come "valore di *realizzo*", "valore concretamente *realizzabile*", "presumibile valore di *realizzo*". Non si tratta di una variazione stilistica, ma di una precisa presa di posizione metodologica che riflette il cambio di paradigma di cui si è detto. Il valore di realizzo è, infatti, il valore che si può concretamente ottenere in un determinato contesto, tenendo conto delle condizioni specifiche in cui la vendita deve avvenire. Nella composizione negoziata, come vedremo, il contesto rilevante è quello della liquidazione in bonis o quello della liquidazione giudiziale, con i relativi tempi e costi e con le fisiologiche riduzioni di appetibilità che ne derivano. Il decreto recepisce dunque questa realtà sul piano del linguaggio, scegliendo termini che contribuiscono ad orientare l'interprete.

4. Il valore di liquidazione nella check-list: il paragrafo 6 del nuovo decreto.

Il paragrafo 6 della *check-list* rappresenta il nucleo operativo delle indicazioni del decreto sul tema che ci interessa. La sua lettura non propone un elenco di criteri valutativi giustapposti, ma un percorso ragionato che parte dalla funzione del valore di liquidazione all'interno della composizione negoziata e arriva alle indicazioni metodologiche per la sua determinazione, passando attraverso la distinzione degli scenari rilevanti e la specificità dei singoli asset.

Il punto di partenza è la funzione. Il decreto del 2026, dopo aver precisato che per accedere alla composizione negoziata l'imprenditore deve aver redatto un progetto di piano di risanamento anche secondo le indicazioni della *check list* e un

piano finanziario per i successivi sei mesi¹³, chiarisce che il piano, al fine di individuare l'interesse dei creditori e formulare proposte per loro coerenti, è redatto tenendo conto della stima del valore di liquidazione del patrimonio¹⁴.

Il valore di liquidazione rivela pertanto la sua funzione di strumento al servizio delle trattative perché serve all'imprenditore per individuare l'interesse dei creditori e formulare proposte per loro coerenti.

Questa precisazione colloca la stima del valore in esame all'interno di una logica negoziale: il valore che rappresenta è il parametro rispetto al quale i creditori misurano la convenienza di ciò che viene loro proposto, e dunque la sua corretta determinazione è condizione necessaria perché le trattative possano svilupparsi su basi realistiche.

Il secondo punto riguarda la distinzione degli scenari. Il valore rilevante è quello della liquidazione giudiziale nei casi di crisi o insolvenza, mentre nel solo caso di squilibrio economico, finanziario o patrimoniale ai sensi dell'art. 12 CCII, il valore è quello della liquidazione *in bonis* ordinata dei beni e dei diritti¹⁵. Si tratta di una distinzione di notevole importanza, perché i due scenari producono risultati significativamente diversi: la liquidazione giudiziale sconta i tempi, i costi e le fisiologiche riduzioni di appetibilità proprie della vendita coattiva, mentre la liquidazione *in bonis* si svolge in condizioni più favorevoli per il realizzo. La corretta individuazione dello scenario applicabile incide quindi direttamente sull'entità del parametro di confronto a disposizione dei creditori.

Il terzo aspetto riguarda il metodo di stima. Il decreto indica che la stima deve essere fondata su parametri oggettivi: il fattore

¹³ Decreto dir. 2026, Sezione II “*Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*”.

¹⁴ Decreto dir. 2026, Sezione II, *Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*, cit.

¹⁵ Decreto dir. 2026, Sezione II, *Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*, p. 6.2.

tempo, ossia il momento in cui i creditori otterrebbero le risorse in seguito a un riparto, con la conseguente necessità di applicare opportuni tassi di attualizzazione; e la probabilità di una cessione unitaria dell'azienda nella liquidazione giudiziale¹⁶.

Quest'ultimo elemento è particolarmente significativo alla luce della definizione introdotta dall'art. 87, comma 1, lett. c), CCII, che include nel valore di liquidazione l'eventuale maggior valore economico realizzabile dalla cessione dell'azienda in esercizio. Il decreto recepisce così l'indicazione normativa che la liquidazione giudiziale non è necessariamente sinonimo di vendita atomistica dei singoli beni: quando è ragionevolmente ipotizzabile la cessione dell'azienda come complesso funzionante, il valore di liquidazione deve tenerne conto, e la stima atomistica è appropriata solo quando tale possibilità sia concretamente esclusa dalle circostanze del caso¹⁷.

Il quarto aspetto riguarda i singoli asset, con indicazioni specifiche per le categorie di beni che presentano maggiori difficoltà valutative.

Per gli immobili, il decreto distingue tre configurazioni di valore: la valorizzazione di mercato, la valorizzazione cosiddetta "quick sale" in caso di necessità di alienazione nel breve termine, e la valutazione concorsuale, che sconta la riduzione percentuale corrispondente alla mancanza di garanzie e alle caratteristiche della procedura. Ai fini del valore di liquidazione, precisa il decreto, rileva quest'ultima configurazione, salvo il caso della composizione negoziata di imprese *in bonis*¹⁸. Per il magazzino, il decreto evidenzia come il suo valore muti radicalmente a seconda che l'attività prosegua o si interrompa: nel caso di

¹⁶ Decreto dir. 2026, Sezione II, *Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*, p. 6.4.

¹⁷ F. BENASSI, *Valore di liquidazione e valore di mercato dell'azienda: il confronto con il contesto concreto della liquidazione giudiziale. Nota a Corte d'Appello di Reggio Calabria, 26 maggio 2026, n. 461, cit.*

¹⁸ Decreto dir. 2026, Sezione II, *Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*, p. 6.8.

interruzione, il magazzino subisce un deprezzamento significativo che può arrivare all'azzeramento per le componenti i cui costi di smaltimento superino il ricavato dal realizzo; nel caso di prosecuzione, occorre distinguere la parte utilmente impiegabile nel processo produttivo - per la quale è possibile mantenere il valore - da quella con obsolescenza o lenta rotazione, che deve essere opportunamente svalutata¹⁹.

Il concetto di fondo che traspare dal paragrafo 6 è dunque quello di una stima che non può essere astratta o standardizzata, ma deve essere costruita tenendo conto della funzione che il valore di liquidazione svolge nelle trattative, dello scenario liquidatorio concretamente applicabile, del fattore tempo e delle specificità dei singoli asset. È, in altri termini, la traduzione operativa di quel "programma di liquidazione virtuale" di cui si è detto nel paragrafo precedente: uno strumento che consente alle parti - e al tribunale, ove la composizione negoziata sfoci in uno strumento di regolazione della crisi - di verificare su basi solide e trasparenti se le proposte formulate siano effettivamente convenienti rispetto all'alternativa liquidatoria.

5. Il valore di liquidazione nella Sezione II-bis: gli strumenti di regolazione della crisi e il valore riservato ai soci

La Sezione II-bis costituisce una novità certamente significativa del decreto del 2026 rispetto al testo del 2023. Essa non esisteva nel decreto precedente ed è interamente frutto del correttivo-ter, che ha introdotto nel codice della crisi una disciplina più articolata degli strumenti di regolazione della crisi e ha posto con maggiore precisione il problema della distribuzione del valore tra creditori e soci.

Il valore di liquidazione attraversa entrambi i temi trattati dalla Sezione, costituendo il filo che collega.

¹⁹ Decreto dir. 2026, Sezione II, *Check list (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per la analisi della sua coerenza*, p. 6.10.

5.1. Specificità dei piani

La parte dedicata alle specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi²⁰ si apre con indicazioni di carattere generale sulla documentazione e sul contenuto del piano, per poi convergere sul valore di liquidazione come elemento che il piano deve necessariamente indicare²¹.

Il decreto precisa che quando il CCII lo richiede, il piano deve indicare il valore di liquidazione del patrimonio in sede di liquidazione giudiziale, misurato secondo i criteri già esaminati nel paragrafo 6 della *check-list*. Suggerisce inoltre che tale indicazione è opportuna anche quando non esplicitamente richiesta dal codice, ogni volta che lo strumento di regolazione della crisi prescelto coinvolga soggetti diversi dall'imprenditore e dai creditori interessati dal tentativo di risanamento, come il tribunale e l'Esperto²². La data di riferimento per il calcolo varia a seconda dello strumento utilizzato: per gli strumenti non giudiziali, il valore va riferito a una data prossima alla redazione del piano; per gli strumenti giudiziali, a una data prossima alla presentazione della domanda ex art. 40 CCII completa della documentazione prevista dall'art. 39, commi 1 e 2. Si tratta di una precisazione operativa importante, perché il valore di liquidazione non è una grandezza statica ma muta nel tempo, e la sua corretta collocazione temporale è condizione necessaria per un confronto significativo con la proposta formulata ai creditori.

5.2. Valore riservato ai soci

Il secondo punto della sezione - dedicato al valore riservato ai soci nel concordato preventivo in continuità - affronta un tema di rilevanza pratica introdotto dall'ultimo decreto correttivo. Quando nel concordato preventivo in continuità è riservato un

²⁰ Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*.

²¹ Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*, p. 1.7.

²² Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*, pp. 1.1, 1.3, 1.7.

valore ai soci, il piano deve indicarne la quantificazione ai sensi dell'art. 120-*quater*, comma 2, CCII, in misura pari al valore delle partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle (per effetto dell'omologazione della proposta) dedotto il valore eventualmente apportato dai soci ai fini della ristrutturazione²³.

Il decreto precisa che per "valore effettivo" la norma intende un valore determinato seguendo il metodo applicato dai principi contabili - in particolare l'OIC 9 - per la determinazione del valore d'uso dell'azienda, con la differenza che oggetto della valutazione non è l'attivo dell'azienda ma il patrimonio netto espresso *pro quota* per i soci, al netto degli eventuali effetti diluitivi²⁴.

Il collegamento con il valore di liquidazione diviene dunque un elemento strutturale: nel concordato preventivo in continuità, il valore riservato ai soci può esistere solo nella misura in cui eccede detto valore, che costituisce la soglia minima garantita ai creditori. È questo valore a delimitare lo spazio entro cui i soci possono ricevere un trattamento e la sua corretta determinazione condiziona direttamente la legittimità di qualsiasi attribuzione di valore in loro favore. Il decreto aggiunge inoltre che il valore dei cespiti destinati alla vendita nel periodo di piano è determinato sulla base del valore atteso di realizzo, tenuto conto dei tempi previsti nel piano²⁵. Anche in questo caso emerge la medesima logica che permea la nuova impostazione recepita nel decreto del 2026: non il valore teorico di mercato, ma il valore concretamente realizzabile in quello specifico contesto e nei tempi previsti dal piano, quale parametro rilevante per la distribuzione tra tutti i soggetti coinvolti nella regolazione della crisi: creditori

²³ Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*, par. 2. *Il valore riservato ai soci*, p. 2.1.

²⁴ Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*, par. 2. *Il valore riservato ai soci*, p. 2.2.

²⁵ Decreto dir. 2026, Sez. II-BIS, *Specificità dei piani nel caso di strumenti di regolazione della crisi e valore riservato ai soci*, par. 2. *Il valore riservato ai soci*, p. 2.4.

privilegiati e chirografari, soci, e in ultima analisi il tribunale chiamato a verificare la correttezza del piano.

6. Il valore di liquidazione nel protocollo di conduzione della composizione negoziata: il ruolo dell'Esperto

Il protocollo di conduzione della composizione negoziata, contenuto nella Sezione III del decreto del 2026, affronta il tema del valore di liquidazione da una prospettiva diversa rispetto alla *check-list* e alla Sezione II-*bis*: non quella dell'imprenditore che redige il piano, ma quella dell'Esperto che conduce le trattative.

Il valore in questione entra nel protocollo come *strumento operativo nelle mani dell'Esperto*, in più momenti e con funzioni diverse, costituendo un filo che connota lo svolgimento dell'incarico dalla sua accettazione fino alla relazione finale.

6.1. Le prospettive di risanamento

Il primo momento in cui il valore di realizzo rileva è quello della verifica delle concrete prospettive di risanamento²⁶, che l'Esperto è chiamato a compiere sin dalle fasi iniziali dell'incarico. Il decreto precisa che quando l'Esperto reputa che il risanamento possa avere luogo attraverso la cessione dell'azienda o di rami di essa, deve tenere conto delle manifestazioni di interesse ricevute in forma scritta o concretamente ricevibili, delle ragionevoli stime delle risorse realizzabili - anche in assenza degli effetti dell'art. 2560, comma 2, c.c. - e della loro adeguatezza a consentire il raggiungimento di un accordo con i creditori²⁷. Il riferimento alle "ragionevoli stime delle risorse realizzabili" è significativo: l'Esperto non può limitarsi a prendere atto del valore indicato dall'imprenditore, ma deve formarsi un proprio convincimento sulla realizzabilità concreta delle risorse ricavabili dalla cessione, che costituisce il presupposto per

²⁶ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, par.2.

²⁷ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, pp.2.5, 2.6.

valutare se le prospettive di risanamento siano effettivamente concrete.

6.2. La gestione delle trattative

Il secondo momento riguarda la gestione delle trattative con le parti interessate. Il decreto indica che l'Esperto, nello stimolare la formulazione di proposte, deve rappresentare l'esigenza che esse assicurino l'equilibrio tra i sacrifici richiesti alle singole parti, in modo proporzionato al grado di esposizione al rischio di ciascuna e alle utilità derivanti dalla continuità aziendale²⁸.

È evidente che in questo contesto, il valore di liquidazione, benché non possa definirsi un parametro vincolante, svolge una funzione di riferimento negoziale per consentire a ciascun creditore di misurare la convenienza di ciò che gli viene proposto, e la sua corretta rappresentazione da parte dell'Esperto è condizione necessaria perché le trattative possano svilupparsi su basi realistiche. Il decreto precisa, inoltre, che una volta che l'imprenditore abbia definitivamente individuato le iniziative necessarie, l'Esperto può svolgere nuovamente il test pratico tenendo conto degli effetti previsti nel piano, per valutarne la coerenza ai fini del risanamento: anche in questa fase il valore di liquidazione costituisce il termine di confronto rispetto al quale misurare l'adeguatezza della proposta²⁹.

6.3. Stima della liquidazione del patrimonio

Il terzo momento - e forse il più articolato sul piano operativo - è quello della stima della liquidazione dell'intero patrimonio, disciplinato dal paragrafo 13 del protocollo. Il decreto prevede che, ove risulti utile per le trattative, l'Esperto si formi un proprio convincimento del valore delle risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso. Il nuovo

²⁸ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, p. 5.4.

²⁹ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, p. 5.5.

decreto è assai preciso sulla funzione di questa stima: essa serve a consentire alle parti, con le quali sono in essere le trattative, di valutare le utilità che deriverebbero dalla liquidazione, nel rispetto dell'ordine delle prelazioni, sulla base dell'elenco dei creditori depositato ai sensi dell'art. 17, comma 3, lett. c), CCII³⁰. Il decreto prevede inoltre che, quando le competenze necessarie esulino da quelle dell'Esperto, questi possa proporre alle parti la nomina congiunta di un soggetto di fiducia di tutte, che proceda alle valutazioni necessarie con costi ripartiti tra di esse. Si tratta di una indicazione operativa importante, che riconosce la complessità tecnica della stima del valore di liquidazione e la necessità che essa sia affidata a soggetti dotati delle competenze adeguate.

6.4. La relazione finale dell'Esperto

Il quarto momento riguarda la relazione finale: il decreto prevede che se l'Esperto ha stimato l'effetto della liquidazione dell'intero patrimonio, lo rappresenti nella relazione finale. Il valore di liquidazione diventa così un elemento documentale dell'incarico, che consente alle parti e al tribunale di verificare il ragionamento seguito dall'Esperto nel corso delle trattative³¹.

Il quadro che emerge dal protocollo è quello di un Esperto che non si limita a prendere atto del valore di liquidazione indicato dall'imprenditore, ma lo utilizza attivamente come strumento di lavoro in tutte le fasi dell'incarico: dalla verifica iniziale delle prospettive di risanamento, alla conduzione delle trattative, fino alla relazione finale. In questo senso, il protocollo del decreto del 2026 traduce sul piano operativo la centralità che il correttivo-*ter* ha attribuito al valore di liquidazione nell'intero sistema del

³⁰ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, Par. 13 *Stima della liquidazione dell'intero patrimonio* (cfr. anche *Sezione II, par. 6*) pp. 13.1, 13.2.

³¹ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, Par. 14. *Conclusione dell'incarico e relazione finale dell'Esperto*, p. 14.8.

codice della crisi, affidando all'Esperto un ruolo attivo e responsabile nella sua determinazione e nel suo utilizzo.

7. Il valore di liquidazione nella transazione con i creditori pubblici

Il paragrafo 9.6 del protocollo affronta un tema di grande rilevanza pratica: la formulazione di proposte ai creditori pubblici - agenzie fiscali e agente della riscossione - nell'ambito della composizione negoziata. Il valore di liquidazione giudiziale compare qui in modo esplicito e con una funzione precisa: costituisce il parametro minimo al di sotto del quale la proposta di accordo transattivo non può scendere.

Il decreto prevede che l'imprenditore abbia facoltà di formulare una proposta di accordo transattivo alle agenzie fiscali avente a oggetto il pagamento parziale e/o dilazionato di tutti i debiti tributari erariali, relativi a imposte, sanzioni e interessi. Il presupposto per l'accettazione della proposta è esplicito: essa deve essere più conveniente per il creditore rispetto al risultato della liquidazione giudiziale.

Il decreto aggiunge che a supporto della proposta devono essere predisposte due relazioni distinte: una redatta da un professionista indipendente, che attesti la convenienza della proposta rispetto alla liquidazione giudiziale, e una redatta dal revisore legale del soggetto proponente (o, in mancanza, da un revisore legale appositamente designato) sulla completezza e veridicità dei dati aziendali. Il decreto precisa che il revisore legale è figura distinta da quella del professionista che attesta la convenienza della proposta, e che è opportuno verificare che la data di riferimento dei dati su cui il revisore è chiamato a pronunciarsi non sia troppo anteriore alla data di presentazione della proposta (indicando come non eccessivo un periodo di quattro mesi) e alla data di deposito dell'accordo in tribunale³².

³² Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, Par. 9. *Formulazione delle proposte dell'imprenditore e delle parti interessate*, p. 9.6.

La convenienza della proposta transattiva deve dunque essere dimostrata attraverso un confronto esplicito con il *presumibile esito della liquidazione giudiziale*, e tale confronto deve essere attestato da un professionista indipendente. In questo senso, le indicazioni del decreto sul punto si raccordano perfettamente con il quadro generale che abbiamo descritto nei paragrafi precedenti: il valore di liquidazione giudiziale non è solo il parametro che orienta le trattative con i creditori privati, ma anche la soglia che determina l'ammissibilità degli accordi con i creditori pubblici, i quali non possono accettare una proposta che offra loro meno di quanto otterrebbero nell'alternativa liquidatoria.

Il decreto segnala infine un aspetto pratico di rilievo: poiché le agenzie fiscali hanno mostrato di aver bisogno di tempi significativi per pronunciarsi su ipotesi di questo tipo, è opportuno che la proposta venga formulata il più presto possibile nel corso della composizione negoziata. Anche questa indicazione si ricollega indirettamente al tema del valore di liquidazione: una proposta formulata tardivamente rischia di essere valutata dalle agenzie fiscali sulla base di dati aziendali non più aggiornati, con il conseguente rischio che il confronto con il valore di liquidazione risulti meno affidabile.

È infine opportuno precisare che l'accordo non può riguardare i tributi costituenti risorse proprie dell'Unione europea - tra le quali non rientra tuttavia l'IVA - né i debiti relativi ai tributi locali di cui sono titolari gli enti pubblici territoriali. Sono altresì esclusi i debiti previdenziali e assicurativi, che dovranno essere regolati in base alle ordinarie disposizioni di legge che ne disciplinano il pagamento, salvo la possibilità di abbinare alla soluzione prescelta una transazione su crediti tributari e contributivi (INPS) ai sensi dell'art. 63 CCII o una proposta ai sensi dell'art. 88 CCII, sussistendone i presupposti³³.

³³ Decreto dir. 2026, Sez. III, *Protocollo di conduzione della composizione negoziata*, Par. 9. *Formulazione delle proposte dell'imprenditore e delle parti interessate*, p. 9.6, nota n. 50.