

IL VALORE DI LIQUIDAZIONE NELLA COMPOSIZIONE NEGOZIATA: DA SOGLIA DI TUTELA DEL DISSENZIENTE A PARAMETRO DELLE SCELTE NEGOZIALI

FRANCO BENASSI

SOMMARIO: 1. La matrice europea del valore di liquidazione; 2. Dal valore di liquidazione al migliore scenario alternativo: il dibattito europeo e la soluzione della direttiva; 3. Il valore di liquidazione nella composizione negoziata: da soglia di tutela a parametro delle trattative; 4. Lo scenario di riferimento: liquidazione giudiziale e liquidazione ordinata in bonis; 4.1. Il riferimento alla data attuale; 5. Conclusioni

1. La matrice europea del valore di liquidazione

Per comprendere il significato assunto dal valore di liquidazione nel codice della crisi, può essere opportuno risalire all'origine europea del requisito. È nell'elaborazione dei quadri di ristrutturazione preventiva che il valore di liquidazione assume, infatti, una funzione giuridica definita, destinata a condizionarne anche il successivo recepimento negli ordinamenti nazionali.

La disciplina europea muove dall'esigenza di favorire la ristrutturazione precoce delle imprese economicamente sostenibili, consentendo che il piano approvato dalle maggioranze richieste e omologato dall'autorità giudiziaria possa produrre effetti anche nei confronti dei creditori dissenzienti. Il superamento della regola dell'unanimità e la

conseguente possibilità di modificare coattivamente i diritti dei creditori rendono tuttavia necessaria una garanzia individuale, volta a impedire che la decisione maggioritaria imponga al dissenziente un sacrificio maggiore di quello che egli subirebbe in assenza della ristrutturazione. Il valore di liquidazione si inserisce originariamente in questo contesto: non costituisce un criterio generale di valutazione dell'impresa né individua il risultato economico che la ristrutturazione deve necessariamente conseguire, ma concorre a determinare la soglia minima di trattamento al di sotto della quale il piano non può comprimere i diritti del creditore dissenziente.

Questa funzione era già riconoscibile nella Raccomandazione della Commissione del 12 marzo 2014 relativa a un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza. Nel delineare le condizioni per l'omologazione giudiziale del piano, la Commissione richiedeva che esso non riducesse i diritti dei creditori dissenzienti al di sotto di quanto questi avrebbero potuto ragionevolmente attendersi in assenza della ristrutturazione, qualora l'impresa fosse stata liquidata oppure ceduta in regime di continuità aziendale¹.

La tutela del dissenziente era dunque collegata, sin dalla prima elaborazione europea della disciplina, alla possibilità che il piano fosse reso vincolante nonostante la mancanza del consenso individuale.

La medesima impostazione fu successivamente recepita nella proposta di direttiva presentata dalla Commissione il 22 novembre 2016. In tale proposta la *verifica del migliore soddisfacimento dei creditori - best-interest-of-creditors test* - era espressamente definita come il controllo diretto ad assicurare che nessun creditore dissenziente risultasse svantaggiato dal piano rispetto a quanto avrebbe ricevuto nella liquidazione, effettuata mediante vendita separata dei beni oppure attraverso

¹ Commissione europea, Raccomandazione 2014/135/UE del 12 marzo 2014, relativa a un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza, considerando 19 e punto 22, lett. c), in GUUE, L 74 del 14 marzo 2014, p. 65 ss.

la cessione dell'impresa in funzionamento². Il riferimento al valore di liquidazione operava, pertanto, come limite alla coercibilità del piano: il dissenziente poteva essere assoggettato alla decisione della maggioranza, ma non poteva essere privato del valore che gli sarebbe stato attribuito nello scenario assunto dal legislatore come alternativa alla ristrutturazione.

La direttiva (UE) 2019/1023 ha confermato tale funzione, pur ampliando il possibile termine del confronto³. La verifica del migliore soddisfacimento dei creditori è infatti costruita come garanzia dei creditori dissenzienti e consiste nell'accertare che nessuno di essi riceva dal piano un trattamento deteriore rispetto a quello conseguibile nella liquidazione, sia essa attuata mediante realizzo separato dei beni o mediante vendita dell'impresa in continuità, oppure, secondo la scelta rimessa agli Stati membri, nel migliore scenario alternativo possibile in caso di mancata omologazione⁴. Il parametro liquidatorio non è dunque assunto dalla direttiva come criterio generale di valutazione dell'impresa, ma come limite alla coercibilità del piano nei confronti del creditore non consenziente.

² Commissione europea, Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui quadri di ristrutturazione preventiva, sulla seconda opportunità e sulle misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, COM(2016) 723 final, 22 novembre 2016, considerando 27, art. 2, punto 9 (*"prova dell'interesse superiore del creditore": la prova che nessun creditore dissenziente uscirà dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe dalla liquidazione, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale*"), art. 10, par. 2, lett. b), e art. 13. Nella proposta il test era costruito esclusivamente sul confronto con la liquidazione, atomistica o mediante vendita dell'impresa in continuità.

³ A. NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 201 e ss.; S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1259 e ss.

⁴ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, considerando 49, 50 e 52; artt. 2, par. 1, punto 6, 10, par. 2, lett. d), e 14.

2. Dal valore di liquidazione al migliore scenario alternativo: il dibattito europeo e la soluzione della direttiva

La proposta della Commissione del 2016 individuava nella liquidazione l'unico termine di confronto per la verifica del migliore soddisfacimento dei creditori. Il dissenziente avrebbe dovuto ricevere dal piano almeno quanto conseguibile mediante il realizzo separato dei beni oppure attraverso la vendita dell'impresa in funzionamento. Nel corso dei lavori del Consiglio non fu posta in discussione l'esigenza di assicurare al creditore una tutela minima contro gli effetti coattivi della ristrutturazione; il confronto riguardò, piuttosto, l'idoneità della liquidazione a rappresentare in ogni caso lo scenario destinato a verificarsi in assenza dell'omologazione⁵.

La critica più articolata provenne dalla delegazione del Regno Unito. Secondo tale delegazione, il riferimento esclusivo alla liquidazione poteva risultare inadeguato quando i creditori, in assenza del piano, avrebbero avuto accesso a procedure alternative suscettibili di produrre risultati migliori.

Nell'ordinamento britannico, in particolare, determinate categorie di creditori potevano promuovere procedure d'insolvenza orientate al salvataggio dell'impresa, come l'*administration*, dalle quali era ragionevole attendersi un soddisfacimento superiore a quello conseguibile mediante la liquidazione⁶.

L'obiezione metteva in evidenza un limite del parametro proposto dalla Commissione. Se il test era diretto a evitare che

⁵ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17 dell'11 ottobre 2017, *Proposal for a Directive on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures – Comments from delegations on Articles 8 to 18*, in particolare pp. 37-40; documento ST 13121/17 ADD 1 del 7 novembre 2017, pp. 22-25 e 41-43. I documenti raccolgono le osservazioni formulate dalle delegazioni sulla proposta della Commissione.

⁶ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17, *cit.*, pp. 37-38. La delegazione britannica osservava che alcune procedure alternative orientate al salvataggio, tra cui l'*administration*, avrebbero potuto assicurare ai creditori risultati superiori a quelli conseguibili mediante la liquidazione.

il dissenziente fosse pregiudicato rispetto a quanto sarebbe accaduto senza la ristrutturazione, lo scenario assunto come termine di confronto avrebbe dovuto coincidere, per quanto possibile, con *l'effettiva alternativa* alla mancata approvazione del piano. Tra l'insuccesso della ristrutturazione e la liquidazione potevano invece collocarsi altre procedure, nuovi tentativi di risanamento o ulteriori forme di continuità. In tali casi, il riferimento necessario alla liquidazione avrebbe potuto attribuire al creditore una tutela inferiore a quella conseguibile attraverso una diversa soluzione concretamente praticabile. La delegazione britannica propose pertanto di assumere come parametro la *next best alternative*, identificata con il *corso degli eventi più probabile* qualora il piano non fosse stato approvato. La verifica avrebbe così assunto carattere propriamente controfattuale: occorreva individuare, sulla base delle circostanze del caso, quale soluzione sarebbe stata verosimilmente perseguita in assenza dell'omologazione e quale risultato essa avrebbe prodotto per il creditore dissenziente⁷.

Anche la delegazione italiana sollevò il problema dell'adequatezza della liquidazione quale unico termine del confronto. Nelle osservazioni trasmesse nel novembre 2017 si rilevava che la mancata approvazione del piano non determinava necessariamente l'apertura di una procedura liquidatoria: la stessa proposta di direttiva escludeva qualsiasi automatismo tra la conclusione infruttuosa delle trattative e l'avvio dell'insolvenza liquidatoria. Il riferimento alla liquidazione avrebbe potuto essere coerente soltanto quando fosse stato ragionevole ritenere che, in assenza del piano, la probabilità di insolvenza si sarebbe trasformata in insolvenza inevitabile; diversamente, il confronto avrebbe dovuto estendersi alle «alternative praticabili nel caso concreto»⁸.

⁷ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17, *cit.*, p. 38.

⁸ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17 ADD 1, *cit.*, pp. 22-23. La delegazione italiana osservava che il riferimento alla liquidazione presupponeva che, in assenza del piano, l'insolvenza fosse destinata a divenire inevitabile e proponeva, diversamente, di considerare le «*feasible alternatives in the specific case*».

La posizione italiana non richiedeva necessariamente di abbandonare il valore di liquidazione, ma contestava che esso potesse essere assunto come conseguenza necessaria della mancata omologazione. Nella formulazione proposta, il creditore dissenziente non avrebbe dovuto ricevere meno di quanto conseguibile nella liquidazione, atomistica o mediante vendita dell'impresa in continuità, oppure attraverso un'altra alternativa concretamente praticabile. Il controfattuale avrebbe dovuto essere individuato alla luce della *situazione concreta* del debitore e delle soluzioni effettivamente disponibili⁹.

Nel corso della discussione emersero tuttavia anche le difficoltà connesse all'ampliamento del parametro. La considerazione di scenari ulteriori rispetto alla liquidazione avrebbe potuto rendere la verifica più aderente alla realtà del caso concreto, ma anche più complessa, costosa e incerta, aumentando le possibilità di contestazione e la durata del procedimento.

Il confronto contrapponeva quindi due diverse esigenze: da un lato, l'uniformità e la relativa prevedibilità del parametro liquidatorio; dall'altro, la ricerca dello scenario che avrebbe rappresentato la più attendibile alternativa alla ristrutturazione¹⁰.

Le osservazioni formulate dalle delegazioni condussero a una significativa modifica della proposta originaria tanto che nel testo di compromesso del 26 luglio 2018 la definizione della verifica del migliore soddisfacimento dei creditori non faceva più riferimento alla sola liquidazione, ma contemplava, in alternativa, il risultato conseguibile nel *migliore scenario possibile* qualora il piano non fosse stato omologato. Una specifica nota chiariva inoltre che gli Stati membri avrebbero

⁹ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17 ADD 1, *cit.*, pp. 24-25. Nella proposta di riformulazione della definizione, il test faceva riferimento alla liquidazione, atomistica o mediante vendita dell'impresa in continuità, «*or in the event of another feasible alternative*».

¹⁰ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 13121/17 ADD 1, *cit.*, pp. 41-43. Tra le obiezioni all'introduzione di scenari alternativi erano indicate la maggiore complessità della valutazione, l'aumento delle possibili contestazioni e la crescita dei tempi e dei costi della procedura.

potuto scegliere quale delle due soglie utilizzare nell'attuazione del test¹¹.

La soluzione accolta non sostituiva il valore di liquidazione con un diverso parametro, ma ne superava l'esclusività. Accanto alla liquidazione veniva introdotta la possibilità di assumere come termine del confronto il migliore scenario alternativo possibile in caso di mancata omologazione, rimettendo agli Stati membri la scelta della soglia da utilizzare. Il *testo definitivo* della direttiva conserva questa impostazione: il creditore dissenziente deve ricevere un trattamento non deteriore rispetto a quello conseguibile nella liquidazione, mediante realizzo separato dei beni o vendita dell'impresa in continuità, oppure nel migliore scenario alternativo possibile qualora il piano non fosse omologato¹². La direttiva non impone, quindi, di ricostruire in ogni caso entrambi gli scenari né di attribuire al creditore il maggiore tra i due risultati. Essa consente agli ordinamenti nazionali di scegliere tra un parametro più uniforme e prevedibile, rappresentato dalla liquidazione, e un parametro più aderente alla situazione concreta, rappresentato dallo scenario alternativo.

Quest'ultimo, tuttavia, non può essere identificato con una soluzione astrattamente più favorevole: deve trattarsi di un'*alternativa concreta e plausibile*, coerente con il corso degli eventi ragionevolmente prevedibile in assenza dell'omologazione.

Resta invariata, al di là della scelta rimessa ai legislatori nazionali, la funzione essenziale della verifica. L'art. 10, par. 2,

¹¹ Consiglio dell'Unione europea, documento ST 11405/18 del 26 luglio 2018, *Compromise Text Proposal on Titles I & II and related definitions*, art. 2, par. 1, n. 9, e nota 10, pp. 5-7. Il testo introduce il riferimento alternativo alla liquidazione e al *next best alternative scenario* e precisa che gli Stati membri possono scegliere quale delle due soglie applicare.

¹² Consiglio dell'Unione europea, documento ST 12536/18 del 1° ottobre 2018, *General approach*, considerando 27 e art. 2, par. 1, n. 9; documento ST 15556/18 del 17 dicembre 2018, *Confirmation of the final compromise text with a view to agreement*. La medesima impostazione è confluita nell'art. 2, par. 1, n. 6, della direttiva (UE) 2019/1023.

lett. d), include il superamento del test tra le condizioni dell'omologazione in presenza di creditori dissenzienti; l'art. 14 prevede che l'autorità giudiziaria o amministrativa decida sulla valutazione quando sia dedotta la violazione della verifica del migliore soddisfacimento o delle condizioni della ristrutturazione trasversale¹³. Il controllo sul valore non è dunque concepito come accertamento necessario in ogni procedura, ma come presidio attivabile in presenza di contestazione. Anche sotto questo profilo, il test conserva la propria funzione originaria: impedire che l'efficacia coattiva della ristrutturazione collochi il dissenziente in una posizione peggiore rispetto allo scenario assunto dall'ordinamento come alternativa.

3. Il valore di liquidazione nella composizione negoziata: da soglia di tutela a parametro delle trattative

La ricostruzione della matrice europea del valore di liquidazione consente di cogliere la peculiarità della funzione che il medesimo parametro assume - o dovrebbe assumere - nella composizione negoziata.

Il confronto richiede, tuttavia, una cautela preliminare. Nel sistema della direttiva (UE) 2019/1023 il valore di liquidazione rileva in quanto il piano di ristrutturazione può modificare i diritti dei creditori dissenzienti: esso concorre a individuare la soglia al di sotto della quale il trattamento non può essere imposto senza il consenso del titolare del diritto.

La funzione del parametro è dunque strettamente collegata all'*efficacia coattiva della ristrutturazione* e alla necessità di

¹³ In giurisprudenza, sul valore di liquidazione nel concordato preventivo, v. Trib. Milano, 5 febbraio 2024; Trib. Monza, 18 luglio 2024; Trib. Roma, 24 ottobre 2023; Trib. Lucca, 20 gennaio 2023; Trib. Verona, 10 luglio 2023; Trib. Verona, 13 marzo 2024, tutte in *www.ilcaso.it*. Le decisioni confermano, con accenti diversi, che il valore di liquidazione deve essere determinato con riferimento allo scenario della liquidazione giudiziale, tenendo conto delle concrete modalità di realizzo del patrimonio, dell'eventuale cessione unitaria dell'azienda o di suoi rami, delle azioni esperibili e dei relativi costi.

compensare il superamento della regola dell'unanimità con una garanzia individuale¹⁴.

Come è facilmente intuibile, la composizione negoziata, considerata nella sua ordinaria configurazione, si colloca in un contesto diverso. Essa non costituisce una procedura di approvazione e omologazione di un piano destinato a vincolare i creditori dissenzienti, ma un *percorso volto ad agevolare le trattative* tra l'imprenditore, i creditori e gli altri soggetti interessati, con l'assistenza di un esperto indipendente. Le soluzioni direttamente conseguibili all'interno del percorso hanno natura essenzialmente consensuale. Infatti, quando le trattative conducono all'accesso a uno *strumento di regolazione della crisi* capace di produrre *effetti nei confronti dei non aderenti*, tali effetti derivano dalla disciplina propria dello strumento successivamente utilizzato e non dalla composizione negoziata in quanto tale¹⁵.

Se nel modello europeo il valore di liquidazione interviene perché occorre delimitare il sacrificio che può essere imposto al dissenziente, nella composizione negoziata *esso viene in rilievo prima* che sia necessariamente individuato lo strumento attraverso il quale la crisi verrà regolata e indipendentemente dalla presenza di un dissenso destinato a essere superato

¹⁴ Direttiva (UE) 2019/1023, considerando 49, 50 e 52 e artt. 2, par. 1, n. 6, 10 e 14. Sulla configurazione del *best-interest-of-creditors test* come criterio di non deteriorità, volto ad assicurare al dissenziente un trattamento non inferiore a quello conseguibile nello scenario alternativo, v. S. AMBROSINI, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo "statuto" della continuità aziendale*, in *Dir. fall.*, 2024, I, 449 ss., spec. 451-452; sulla distinzione tra questa verifica e le regole di distribuzione del valore, v. G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2022, 1223 ss.

¹⁵ Artt. 12, comma 2, e 23 CCII. Gli effetti della composizione negoziata nei confronti dei non aderenti dipendono dalla disciplina propria dello strumento successivamente utilizzato. Sulla composizione negoziata quale percorso essenzialmente negoziale, distinto dagli strumenti di regolazione della crisi e privo, nella sua ordinaria configurazione, di effetti coattivi sui creditori, v. M. FABIANI-I. PAGNI, *Introduzione alla composizione negoziata*, in *Fallimento*, 2021, 1477 ss.; P. VELLA, *Le finalità della composizione negoziata e la struttura del percorso. Confronto col CCII*, *ivi*, 2021, 1489 ss.; G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, *cit.*, 1224 ss..

mediante un provvedimento giudiziale. La *medesima grandezza economica viene pertanto utilizzata in una fase e per una funzione differenti*.

Questa diversità emerge con particolare chiarezza dal decreto dirigenziale del 23 aprile 2026¹⁶. La lista di controllo per la redazione del piano di risanamento dedica un autonomo paragrafo al «valore di liquidazione del patrimonio» e precisa che il piano è redatto tenendo conto della relativa stima «al fine di individuare l'interesse dei creditori e formulare proposte per loro coerenti». La disposizione è significativa non soltanto perché inserisce la stima tra gli elementi metodologici del piano, ma soprattutto perché ne indica espressamente la funzione¹⁷. La valutazione non è richiesta per accertare *ex post* se il trattamento imposto a un creditore abbia superato una soglia minima, bensì per fornire *ex ante* una *base informativa* alla costruzione delle proposte e allo svolgimento delle trattative. Prima di formulare una proposta, l'imprenditore deve conoscere quale risultato i creditori potrebbero ragionevolmente conseguire nello scenario alternativo; i creditori, a loro volta, devono poter valutare la proposta alla luce delle utilità che sarebbero ricavabili in assenza del risanamento¹⁸. Il *valore di liquidazione diviene così un termine di orientamento delle scelte negoziali*.

¹⁶ Decreto dirigenziale 23 aprile 2026 qui reperibile: <https://ristrutturazioniazionali.ilcaso.it/Documento/853>. Sui contenuti del Decreto: S. AMBROSINI, *Il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026 sulla composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 5 giugno 2026; S. PACCHI, *Il significato sistematico del decreto dirigenziale del 23 aprile 2026: dal controllo della risanabilità alla costruzione della soluzione*, *ivi*, 15 giugno 2026; F. BENASSI, *Composizione negoziata: il valore di liquidazione e il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026*, *ivi*, 14 giugno 2026.

¹⁷ Art. 17, comma 3, lett. b), CCII e decreto dirigenziale del Ministero della giustizia 23 aprile 2026, Sezione II, premessa e par. 6.1. Già con riferimento al precedente protocollo, S. PACCHI, *L'Esperto: un'"alta" professionalità dinanzi alle trattative e alla gestione dell'impresa*, *cit.*, annoverava tra i temi affidati all'esperto la stima della liquidazione dell'intero patrimonio, non soltanto in funzione del concordato semplificato, ma anche ai fini della valutazione dell'interesse da parte dei creditori.

¹⁸ Sul valore informativo del valore di liquidazione si è pronunciata la Corte di Cassazione con la decisione 9 luglio 2026, n. 22960, in *Ristrutturazioni aziendali*,

Sotto questo profilo, permane un'evidente affinità con il *best-interest-of-creditors test* poiché in entrambi i casi la liquidazione costituisce uno scenario controfattuale e richiede di stimare un risultato non ancora prodotto.

La *funzione giuridica è però diversa*: nella direttiva il confronto individua una soglia di tutela del dissenziente, destinata a limitare il potere della maggioranza e dell'autorità di imporre il piano; nella composizione negoziata il medesimo confronto serve a rendere consapevole il processo di formazione del consenso.

Non sembra pertanto possibile trasferire automaticamente nella composizione negoziata la regola secondo cui ciascun creditore dovrebbe ricevere almeno quanto conseguibile nella liquidazione. Una simile conclusione non trova espressa previsione negli artt. 12, 16, 17 o 23 CCII e non può essere ricavata dalla sola circostanza che il piano debba tenere conto del valore di liquidazione. La necessità di conoscere il risultato dell'alternativa non implica, di per sé, che esso si trasformi nel contenuto minimo inderogabile di ogni proposta.

Il decreto dirigenziale non richiede che le proposte siano «non inferiori» al valore di liquidazione, né che assicurino ai creditori un trattamento «più conveniente» rispetto a tale alternativa, richiede semplicemente che siano «coerenti» con il loro interesse. E la differenza lessicale non appare priva di significato. Quando il Codice intende attribuire al confronto con

19 luglio 2026, la quale ha affermato che l'indicazione di detto valore assolve anche ad una evidente funzione informativa, assicurando la trasparenza della proposta e consentendo ai creditori – nel confronto conciso ma di immediata evidenza che detto elemento consente rispetto all'alternativa liquidatoria – di esprimere il proprio voto in modo informato e consapevole (<https://ristrutturazioniazionali.ilcaso.it/Giurisprudenza/885>). La decisione riguarda il concordato preventivo in continuità, nel quale il valore di liquidazione assume anche rilievo quale parametro di legittimità della proposta; essa è qui richiamata soltanto per la parte in cui valorizza la funzione informativa della relativa indicazione. Anche Trib. Torino, 23 aprile 2026, in ILCASO.it, 5 giugno 2026, ha affermato che Il dovere di trasparenza imposto dagli artt. 4, 16 e 17 CCII richiede una rappresentazione completa, veritiera e aggiornata della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

la liquidazione la funzione di requisito legale, utilizza formule più precise: nell'accordo transattivo con il creditore pubblico previsto dall'art. 23, comma 2-*bis*, richiede un'attestazione di convenienza rispetto alla liquidazione giudiziale. Nel concordato semplificato subordina l'omologazione all'assenza di pregiudizio per i creditori rispetto all'alternativa liquidatoria. Nelle autorizzazioni previste dall'art. 22 impone al tribunale di verificare la funzionalità dell'operazione rispetto alla migliore soddisfazione dei creditori¹⁹.

La nozione di *coerenza* delle proposte all'interesse dei creditori non deve tuttavia essere ridotta a una formula priva di contenuto. La stima del valore di liquidazione non costituisce un dato meramente descrittivo, destinato a essere inserito nel piano senza incidere sulla costruzione delle proposte. Una proposta è coerente con l'interesse del creditore quando *prende consapevolmente in considerazione il risultato dell'alternativa* e consente di comprendere per quali ragioni il creditore possa ragionevolmente preferire la soluzione prospettata. In molti casi il confronto richiederà anzitutto di rendere economicamente omogenei i risultati.

Un pagamento nominalmente inferiore, ma immediato o ravvicinato, può presentare un valore attuale superiore a quello di un riparto liquidatorio più elevato ma incerto e differito nel tempo. La stessa stima della liquidazione deve, del resto,

¹⁹ Art. 22, comma 1, art. 23, comma 2-*bis*, e art. 25-sexies, comma 5, CCII. Le disposizioni utilizzano, rispettivamente, i criteri della «migliore soddisfazione dei creditori», della «convenienza rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale» e dell'assenza di «pregiudizio ai creditori rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale o della liquidazione controllata». Per la diversa funzione assunta dal valore di liquidazione nel concordato preventivo, ove esso concorre a determinare il trattamento dei creditori e la distribuzione del valore e rileva quale profilo di legittimità del piano e della proposta, v. G.B. NARDECCHIA, Il valore di liquidazione, in *Fallimento*, 2024, 1392 ss. T. NIGRO, *L'attestazione di alternativa liquidatoria nella composizione negoziata dopo il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026: dall'“opportunità” alle nuove regole di redazione del piano*, in *Diritto della crisi*, 9 Giugno 2026. L. ANDRETTO, *Il “miglior soddisfacimento dei creditori” nel concordato in continuità aziendale: metamorfosi di un concetto*, in *Procedure concorsuali e crisi d'impresa*, 2025, 1476 ss.

considerare il momento nel quale le risorse giungerebbero ai creditori e procedere alla loro attualizzazione²⁰. Appare pertanto evidente che, in queste ipotesi, l'apparente inferiorità nominale della proposta non corrisponde necessariamente a un trattamento economicamente deteriore. Possono inoltre assumere rilievo utilità ulteriori rispetto al pagamento immediatamente quantificabile quali la prosecuzione di un rapporto commerciale, la conservazione di un cliente o di un fornitore, la continuità di una collaborazione industriale, la riduzione dei costi e dei rischi connessi a una procedura liquidatoria o la maggiore certezza del risultato possono incidere sulla valutazione del singolo creditore.

Nella composizione negoziata il creditore conserva, invero, la libertà di attribuire peso a tali elementi e di accettare una soluzione che ritenga complessivamente preferibile, anche quando il solo pagamento monetario non riproduca il risultato stimato della liquidazione²¹.

Ciò non significa che il valore di liquidazione sia irrilevante ogni volta che il creditore presta il proprio consenso. Al contrario, proprio perché la decisione è rimessa all'autonomia delle parti, l'attendibilità dell'*informazione* assume rilievo

²⁰ Decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, par. 6.4. La stima deve considerare il fattore temporale, vale a dire il momento nel quale i creditori ricevirebbero le risorse attraverso i riparti, applicando opportuni tassi di attualizzazione.

²¹ Sulla pluralità degli interessi facenti capo ai creditori e sulla distinzione tra quelli interessati essenzialmente alla riscossione del credito già maturato e quelli che attribuiscono rilievo alla prosecuzione dell'attività e dei rapporti con l'impresa risanata, v. S. AMBROSINI, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo "statuto" della continuità aziendale*, in *Dir. fall.*, 2024, I, 451-452. Sulla più ampia dimensione dell'interesse creditorio e sulla possibilità che l'utilità economicamente valutabile consista anche nella prosecuzione o rinnovazione dei rapporti contrattuali, v. B. INZITARI, *Le mobili frontiere della responsabilità patrimoniale: distribuzione del valore tra creditori e soci nel concordato in continuità secondo la negozialità concorsuale del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 443 ss., spec. 458-459. Con specifico riferimento alla composizione negoziata e agli interessi imprenditoriali del creditore, v. inoltre S. PACCHI, *La scelta dello strumento di regolazione della crisi*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 4 marzo 2024.

essenziale. Un consenso espresso sulla base di una rappresentazione incompleta o artificiosamente ridotta dell'alternativa liquidatoria non realizza la funzione perseguita dal decreto dirigenziale.

Questa conclusione è coerente con i doveri che regolano lo svolgimento della composizione negoziata. L'imprenditore deve rappresentare la propria situazione in modo *completo e trasparente*, l'esperto verifica la coerenza complessiva delle informazioni ricevute e può richiedere tutti gli elementi ulteriori utili o necessari, le banche e gli intermediari sono tenuti a partecipare alle trattative in modo attivo e informato e tutte le parti devono altresì collaborare lealmente e fornire risposte tempestive e motivate alle proposte ricevute²². La stima del valore di liquidazione si inserisce pertanto in tale sistema come strumento destinato a rendere effettiva la consapevolezza delle alternative e a dare corpo ai requisiti di buona fede e correttezza²³.

²² Art. 16, commi 2, 4, 5 e 6, CCII. Sul contenuto dei doveri informativi dell'imprenditore e sull'inammissibilità di silenzi od omissioni strategiche diretti a ottenere un consenso che, in presenza di informazioni complete, il creditore non avrebbe prestato, v. S. PACCHI, *L'Esperto: un'"alta" professionalità dinanzi alle trattative e alla gestione dell'impresa*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 24 dicembre 2022. Sui doveri dei creditori e sulla maggiore intensità della collaborazione richiesta ai creditori professionali, v. M. SPIOTTA, *Ruolo dei creditori nella composizione negoziata e negli strumenti di regolazione della crisi/insolvenza*, in *Fallimento*, 2022, 1276 ss., spec. 1277-1280.

²³ Artt. 4, commi 1, 2 e 4, e 16, commi 4-6, CCII; artt. 1175, 1337 e 1375 c.c. Sulla leale collaborazione dei creditori quale obbligo di cooperazione fondato sul canone della correttezza e sul collegamento tra i doveri delle parti nella composizione negoziata e il principio di buona fede, v. S. PACCHI, *L'Esperto: un'"alta" professionalità dinanzi alle trattative e alla gestione dell'impresa*, cit., la quale sottolinea altresì l'obbligo delle banche e degli intermediari di partecipare alle trattative in modo attivo e informato. V. inoltre M. SPIOTTA, *Ruolo dei creditori nella composizione negoziata e negli strumenti di regolazione della crisi/insolvenza*, cit., 1277 ss. In giurisprudenza sono numerose le decisioni che danno adeguato rilievo alla buona fede e correttezza nella composizione negoziata: Trib. Torino, 23 aprile 2026, cit. e, con riferimento a buona fede e correttezza nello svolgimento delle trattative, si vedano Trib. Nola, 15 maggio 2025, Trib. Firenze, 28 aprile 2025, Trib. Ancona, 1 aprile 2025, Trib. Santa Maria

Si può dunque affermare che, in questo contesto, al valore di liquidazione viene attribuita una funzione non certo distributiva, ma *informativa e negoziale*²⁴ perché esso non determina necessariamente quanto debba essere attribuito a ciascun creditore, ma consente di comprendere rispetto a quale alternativa la proposta deve essere valutata. Esso non sostituisce la volontà delle parti e non predetermina l'esito della negoziazione; contribuisce però a formare una volontà informata e a rendere razionalmente verificabile il percorso che conduce all'accordo.

4. Lo scenario di riferimento: liquidazione giudiziale e liquidazione ordinata *in bonis*

Chiarita la funzione informativa e negoziale del valore di liquidazione nella composizione negoziata, occorre individuare lo scenario al quale la stima deve essere riferita.

Il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026 introduce al riguardo una distinzione espressa: «nel caso di crisi o di insolvenza» il valore del patrimonio è quello conseguibile nella liquidazione giudiziale; «solo nel caso di squilibrio economico, finanziario o patrimoniale ai sensi dell'articolo 12 CCII» il riferimento è invece alla «liquidazione *in bonis* ordinata dei beni e dei diritti»²⁵.

La previsione mostra che, nella composizione negoziata, il valore di liquidazione non è determinabile secondo un unico scenario invariabile. Il medesimo patrimonio può infatti assumere valori diversi a seconda che il realizzo sia ipotizzato

Capua Vetere, 31 luglio 2024, Trib. Milano 23 aprile 2025, Appello Venezia, 28 marzo 2024, tutte in *IL CASO.it*.

²⁴ G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Il Fallimento*, 2022, 1223 ss., il quale afferma che nella composizione negoziata non esistono regole che disciplinino la distribuzione del valore, perché essa costituisce soltanto un percorso verso una delle possibili soluzioni della crisi; le regole distributive operano eventualmente nello strumento utilizzato all'esito delle trattative.

²⁵ Decreto dirigenziale del Ministero della giustizia 23 aprile 2026, Sezione II, par. 6.2.

nell'ambito di una liquidazione giudiziale, aperta nei confronti di un imprenditore in crisi o insolvente, oppure mediante una dismissione ordinata compiuta da un'impresa ancora in bonis. La scelta dello scenario precede quindi l'applicazione dei criteri estimativi e condiziona il risultato della valutazione²⁶.

La distinzione trova il proprio presupposto nell'ampiezza delle condizioni di accesso alla composizione negoziata. A seguito delle modifiche introdotte dal decreto correttivo del 2024, l'art. 12 CCII contempla espressamente l'imprenditore che si trovi in stato di crisi, quello già insolvente e quello che versi «anche soltanto» in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario tali da rendere probabile la crisi o l'insolvenza, purché il risanamento risulti ragionevolmente perseguibile²⁷.

La crisi è definita dal codice della crisi come lo stato che rende probabile l'insolvenza e si manifesta nell'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici rispetto alle obbligazioni dei successivi dodici mesi; l'insolvenza presuppone invece l'incapacità attuale di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

²⁶ La scelta dello scenario precede l'applicazione dei criteri estimativi, poiché determina sia il perimetro delle utilità considerate sia le condizioni del loro presumibile realizzo. Sulla necessità che la ricostruzione dello scenario liquidatorio tenga conto delle peculiarità del caso concreto e che siano specificamente motivate le ragioni dell'eventuale impraticabilità dell'esercizio provvisorio o della cessione unitaria dell'azienda, v. S. AMBROSINI, *Concordato preventivo e "liquidazione": appunti in tema di valore di liquidazione e piano liquidatorio (con un cenno all'assunzione)*, in *Dir. fall.*, 2025, I, 276 ss., spec. 278-281. V. altresì F. BENASSI, *Valore di liquidazione e valore di mercato dell'azienda: il confronto con il contesto concreto della liquidazione giudiziale*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 8 giugno 2026; G.B. NARDECCHIA, *Il valore di liquidazione*, in *Fallimento*, 2024, 1392 ss..

²⁷ Sulla distinzione tra insolvenza, crisi e condizione prodromica alla crisi v. S. AMBROSINI, *Il codice della crisi dopo il d.lgs. n. 83/2022: brevi appunti su nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 837 ss., spec. 845-846, il quale individua nella crisi una condizione che rende probabile l'insolvenza e nella «pre-crisi» lo squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rende probabile la crisi, segnalando tuttavia le numerose zone grigie che rendono in concreto mobile la linea di confine tra le diverse situazioni. V. altresì P. BASTIA, *Crisi e insolvenza dopo il codice della crisi*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 22 agosto 2022

Lo squilibrio contemplato dall'art. 12 si colloca in una fase ancora anteriore, nella quale la crisi o l'insolvenza sono soltanto probabili.

L'individuazione della liquidazione giudiziale quale scenario di riferimento appare immediatamente comprensibile quando l'impresa è già insolvente. In tale situazione la procedura liquidatoria costituisce l'alternativa istituzionale alla mancata riuscita del risanamento e la stima deve riprodurre le condizioni nelle quali il patrimonio sarebbe presumibilmente realizzato nell'ambito della procedura concorsuale.

Più problematico è il riferimento alla liquidazione giudiziale quando l'impresa si trovi soltanto in stato di crisi. L'apertura della procedura liquidatoria richiede infatti l'insolvenza e non consegue automaticamente alla semplice esistenza della crisi. Assumere il valore della liquidazione giudiziale significa quindi costruire uno *scenario ipotetico* che presuppone l'insuccesso del risanamento e la successiva evoluzione della crisi in insolvenza. Non si tratta quindi, in questa ipotesi, della descrizione di una procedura immediatamente accessibile né della conseguenza necessaria dell'interruzione delle trattative, ma di un controfattuale individuato dal decreto quale riferimento prudenziale per la valutazione dell'interesse dei creditori²⁸.

Questa scelta sembra muovere dalla considerazione che, quando la crisi si è già manifestata, il mancato risanamento espone l'impresa a un rischio sufficientemente concreto di insolvenza da rendere poco attendibile una valutazione fondata sulle condizioni di una normale liquidazione volontaria.

La stima non può tuttavia essere costruita come se l'insolvenza futura e la liquidazione giudiziale fossero eventi certi né può assumere un deterioramento del patrimonio privo di

²⁸ Art. 121 CCII e decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, par. 6.2. Il problema è segnalato anche da R. RANALLI, *Il valore di liquidazione giudiziale da esercizio di stile a presidio giuridico*, cit., in *Diritto della crisi*, 7 luglio 2026, il quale si domanda se, quando l'impresa sia in crisi ma non ancora insolvente, il valore debba essere riferito alla liquidazione giudiziale ipotizzata alla data attuale oppure al successivo momento nel quale l'insolvenza potrebbe manifestarsi.

riscontro nelle condizioni attuali. Lo stesso decreto richiede che il valore tenga conto dello stato di crisi o di insolvenza dell'imprenditore, del rischio di insuccesso del risanamento e dell'effetto negativo derivante dal tempo limitato a disposizione per la cessione.

Il rischio deve quindi essere considerato nella valutazione, *non trasformato in una presunzione assoluta di disgregazione dell'impresa*²⁹.

Diversa è la situazione dell'impresa che non si trovi ancora in crisi o in stato di insolvenza, ma versi soltanto nello *squilibrio* previsto dall'art. 12 CCII. In questo caso il decreto esclude il ricorso al valore della liquidazione giudiziale e assume come termine del confronto la «liquidazione *in bonis* ordinata dei beni e dei diritti». La scelta appare coerente con la maggiore distanza dell'impresa dall'insolvenza. Applicare a un soggetto ancora *in bonis* le condizioni e le penalizzazioni proprie di una procedura concorsuale significherebbe rappresentare ai creditori uno scenario eccessivamente deteriorato e, conseguentemente, ridurre in modo artificioso il valore dell'alternativa rispetto alla quale essi sono chiamati a valutare le proposte.

La «liquidazione *in bonis* ordinata» non sembra identificare una specifica procedura giuridica, ma una configurazione economica della dismissione. L'aggettivo «ordinata» richiama una liquidazione effettuata senza i vincoli propri dell'insolvenza e della procedura concorsuale, secondo tempi e modalità coerenti con la condizione di un'impresa che conserva la capacità di governare il processo di realizzo. Ciò non significa, tuttavia, che il valore coincida necessariamente con il valore di mercato dei singoli beni rilevato in condizioni ideali né che la liquidazione debba essere configurata in forma esclusivamente atomistica³⁰. Il decreto richiede in ogni caso di tenere conto sia

²⁹ Decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, par. 6.4. Il valore di liquidazione giudiziale deve considerare lo stato di crisi o insolvenza dell'imprenditore, il rischio di insuccesso del risanamento e l'impatto negativo sul realizzo derivante dal tempo limitato disponibile per la cessione.

³⁰ Sul carattere distinto del valore di liquidazione rispetto al valore di mercato e sull'inadeguatezza di rettifiche forfetarie, v. F. BENASSI, *Dal valore di mercato*

del valore realizzabile dei singoli beni e diritti sia dell'eventuale maggior valore conseguibile mediante la cessione dell'azienda in esercizio; distingue inoltre la valorizzazione concorsuale da quella applicabile alla composizione negoziata dell'impresa *in bonis*³¹.

La differenza tra gli scenari riguarda quindi non soltanto l'autorità chiamata a governare la liquidazione, ma l'intero insieme delle condizioni nelle quali il patrimonio potrebbe essere realizzato.

Nella liquidazione giudiziale assumono rilievo lo stato di crisi o insolvenza, il rischio di deterioramento, i vincoli procedurali, la pressione temporale e le limitazioni che possono incidere sulla cessione.

Nella liquidazione *in bonis* la dismissione può essere programmata con maggiore gradualità, preservando, quando possibile, il valore organizzativo dell'azienda e riducendo gli effetti distruttivi di una vendita imposta dall'insolvenza.

Tale distinzione presenta un punto di contatto con il dibattito europeo sul migliore scenario alternativo, ma non coincide con la scelta prevista dall'art. 2, par. 1, n. 6, della direttiva (UE) 2019/1023. Il decreto non sostituisce il valore di liquidazione con la ricerca della soluzione più favorevole tra tutte quelle concretamente praticabili in caso di mancato risanamento; individua invece due configurazioni della liquidazione e stabilisce quale debba essere utilizzata in relazione alla condizione attuale dell'impresa. Anche la funzione è diversa: nella composizione negoziata ordinaria il parametro non serve a

al valore di liquidazione nel codice della crisi: per chi suona la campana?, cit.; nonché Cass., 12 marzo 2024, n. 6435.

³¹ Decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, parr. 6.2, 6.3 e 6.8. Per gli immobili il decreto distingue tra valore di mercato, valore di vendita rapida e valore concorsuale, precisando che quest'ultimo non costituisce il riferimento nel caso di composizione negoziata di imprese in bonis. Per la ricostruzione del valore di liquidazione giudiziale come comprensivo dell'eventuale maggior valore dell'azienda in esercizio, delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili e delle relative spese.

verificare il trattamento imposto a un creditore dissenziente, ma a individuarne l'interesse e a formulare proposte coerenti.

Rimane tuttavia comune l'esigenza metodologica di riferire la valutazione a uno *scenario plausibile e coerente con la situazione concreta dell'impresa*. Una liquidazione giudiziale riferita a un'impresa che si trovi soltanto in una fase iniziale di squilibrio potrebbe sottostimare il risultato alternativo; una liquidazione in bonis riferita a un'impresa già insolvente potrebbe invece sovrastimarla. L'errore nella scelta dello scenario incide quindi sull'attendibilità della valutazione prima ancora dell'applicazione dei singoli criteri estimativi.

La linea di confine tra squilibrio, crisi e insolvenza può essere mobile e il passaggio dall'una all'altra situazione può verificarsi durante le trattative. L'esperto, pur non essendo chiamato a certificare lo stato dell'impresa, deve verificare la coerenza complessiva delle informazioni fornite e valutare nel corso del percorso la permanenza di concrete prospettive di risanamento³².

4.1. Il riferimento alla data attuale

La scelta dello scenario deve inoltre essere coordinata con la *data della valutazione*. Il decreto precisa che, nella composizione negoziata, «il valore di liquidazione del patrimonio è calcolato alla data attuale». La disposizione distingue la data alla quale il valore deve essere riferito dal momento nel quale si ipotizza che la liquidazione produca i propri risultati. Il patrimonio deve essere valutato sulla base delle condizioni e delle informazioni esistenti al momento della stima; i realizzzi e i riparti potranno invece avvenire in un momento successivo e il loro differimento dovrà essere

³² Decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, par. 6.2; artt. 16, comma 2, e 17, comma 5, CCII.

considerato mediante l'applicazione di opportuni tassi di attualizzazione³³.

Il riferimento alla «data attuale» evita che le proposte siano costruite su valori storici ormai superati o su una situazione prospettica non ancora realizzata.

Nello stesso tempo, esso rende la valutazione necessariamente dinamica. La composizione negoziata può protrarsi per diversi mesi e, durante le trattative, possono mutare la situazione finanziaria, le prospettive di continuità, il valore degli attivi, le condizioni del mercato, la disponibilità dei finanziatori o la probabilità di una cessione dell'azienda. La stima iniziale potrebbe quindi perdere progressivamente la propria capacità di rappresentare l'alternativa effettivamente disponibile ai creditori.

Il decreto dirigenziale non prevede espressamente una periodicità dell'aggiornamento né impone di procedere a una nuova valutazione per ogni variazione intervenuta. La necessità di aggiornare la stima sembra tuttavia discendere dalla funzione che le viene attribuita. Se il valore serve a individuare l'interesse dei creditori e a formulare proposte coerenti, esso deve continuare a rappresentare in modo attendibile lo scenario alternativo nel momento in cui la proposta viene formulata o modificata. L'aggiornamento dovrebbe pertanto rendersi necessario quando intervengano *mutamenti idonei a incidere in misura significativa sul risultato della liquidazione*: il passaggio dallo squilibrio alla crisi o dalla crisi all'insolvenza; il deterioramento o il miglioramento della continuità aziendale; la perdita di contratti essenziali; il venir meno di finanziamenti indispensabili; l'emersione di nuove passività; la ricezione di offerte per l'azienda o per beni rilevanti; una variazione significativa dei valori di mercato. Non ogni oscillazione richiede una nuova perizia completa, ma le modificazioni capaci

³³ Decreto dirigenziale 23 aprile 2026, Sezione II, parr. 6.4 e 6.5. Il valore è calcolato «alla data attuale», mentre il fattore temporale relativo ai successivi realizzi e riparti deve essere considerato mediante l'applicazione di opportuni tassi di attualizzazione.

di alterare lo scenario o il risultato del confronto devono essere recepite nella valutazione posta a base delle trattative³⁴.

La distinzione introdotta dal decreto evidenzia, in conclusione, che il valore di liquidazione non è una grandezza fissa, ricavabile mediante l'applicazione automatica di una percentuale di riduzione al valore di mercato³⁵. Esso dipende dallo scenario giuridico ed economico assunto, dalla condizione dell'impresa e dalla data alla quale la valutazione viene effettuata.

5. Conclusioni

La ricostruzione svolta consente di distinguere con maggiore precisione le diverse funzioni che il valore di liquidazione può assumere nel sistema del codice della crisi. Nei quadri di ristrutturazione preventiva di matrice europea, esso nasce come soglia di tutela del creditore dissenziente, chiamata a delimitare il sacrificio che può essergli imposto mediante l'omologazione di un piano non approvato individualmente. Nella composizione negoziata, invece, il medesimo parametro opera in una fase anteriore e con una diversa funzione: non predetermina il trattamento minimo dovuto al creditore, ma contribuisce a individuare il suo interesse, a rendere *trasparente* l'alternativa liquidatoria e a formulare proposte negoziali coerenti.

³⁴ Il decreto dirigenziale *non* stabilisce una cadenza obbligatoria per l'aggiornamento della stima. La necessità di rivederla in presenza di modificazioni rilevanti è qui ricavata dalla previsione secondo cui il valore deve essere calcolato alla data attuale, dalla funzione di individuare l'interesse dei creditori e formulare proposte coerenti, nonché dai doveri di rappresentazione completa e trasparente e di verifica della coerenza delle informazioni previsti dall'art. 16 CCII.

³⁵ Sul carattere strutturalmente distinto del valore di liquidazione rispetto al valore di mercato e sull'inadeguatezza di rettifiche automatiche o meramente percentuali v. F. BENASSI, *Dal valore di mercato al valore di liquidazione nel codice della crisi: per chi suona la campana?*, cit.; Cass., 12 marzo 2024, n. 6435, secondo cui il valore di mercato non coincide con il ricavato conseguibile nella liquidazione, dovendo quest'ultimo essere determinato mediante rettifiche specificamente motivate in relazione al concreto contesto realizzativo.

Ne deriva che una proposta inferiore al valore nominalmente ricavabile dalla liquidazione non è, per ciò solo, incoerente o inammissibile. Essa richiede tuttavia una giustificazione più intensa, fondata sui tempi di realizzo, sull'attualizzazione dei flussi, sull'incertezza del risultato liquidatorio, sulla maggiore sicurezza dell'adempimento o su utilità ulteriori che il singolo creditore possa ragionevolmente apprezzare. Il valore di liquidazione non sostituisce dunque la valutazione negoziale delle parti, ma ne costituisce un presupposto informativo essenziale.

Il decreto dirigenziale del 23 aprile 2026 conferma questa impostazione, imponendo di riferire la stima allo scenario coerente con la condizione attuale dell'impresa: liquidazione giudiziale in caso di crisi o insolvenza, liquidazione ordinata in bonis nel caso di mero squilibrio.

La corretta individuazione dello scenario costituisce, pertanto, il presupposto dell'intero procedimento valutativo e ne condiziona l'attendibilità. Per questa ragione il valore di liquidazione, nella composizione negoziata, non è una grandezza fissa né un dato meramente contabile, ma uno strumento dinamico di orientamento delle trattative, destinato a essere aggiornato quando mutino in modo significativo le condizioni dell'impresa o le alternative concretamente disponibili.