



I QUADERNI
DEL
COMITATO SCIENTIFICO
PRESIDIUM DEBITORES



Osservatorio Giurisprudenziale

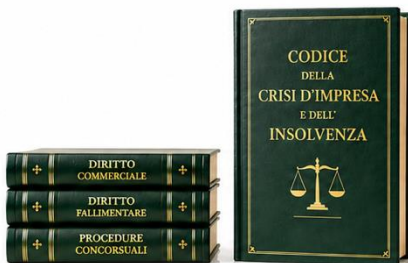
Nota d'Autore

del 3 agosto 2026

Dott. Filippo D'Aquino

Consigliere Corte di Cassazione

«VALORE DI LIQUIDAZIONE NELLA CONTINUITA' INDIRETTA»



CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL' INSOLVENZA

D.LGS. 12 GENNAIO 2019, N. 14

TESTO VIGENTE



DESTINATARI

Professionisti della crisi d'impresa e dell'insolvenza

- Gestori della crisi
- Avvocati
- Commercialisti
- Curatori
- Liquidatori giudiziali
- Advisor
- Componenti O.C.C.

VALORE DI LIQUIDAZIONE NELLA CONTINUITA' INDIRETTA

Fine della priorità relativa e della convenienza della proposta di concordato preventivo con continuità indiretta. Questi sono gli effetti del recente arresto di legittimità (Cass., n. 22960/2026), che parametrizza il plusvalore (delta concordatario), distribuibile secondo priorità relativa, a quanto sopravanza il valore ritraibile dalla cessione dell'azienda in esercizio nella liquidazione giudiziale. Nel caso esaminato, il valore di liquidazione è stato determinato assumendo come parametro il valore ritraibile dal prezzo offerto per l'azienda in esercizio all'esito di una procedura competitiva nella procedura concordataria e non il valore di stima dei singoli beni atomisticamente componenti l'azienda. In altri termini, il prezzo offerto da un terzo nella continuità indiretta per la cessione dell'azienda (e che astrattamente costituirebbe il plusvalore concordatario) viene sostanzialmente a coincidere con il valore di liquidazione.

La pronuncia intercetta un *sentiment* già invalso in parte della giurisprudenza di merito, secondo la quale la liquidazione giudiziale non è più associata alla mera disgregazione del patrimonio del debitore, ma ha una accezione “dinamica”, aderente alla funzione economica dell'impresa e alla più ottimale soddisfazione dei creditori (Trib., Lucca, 6 marzo 2026, pubblicata su Il Sole 24 Ore, 14 luglio 2026). Tale interpretazione – che tende a far coincidere il surplus concordatario con il valore comparativo (*floor*) derivante dalla liquidazione giudiziale - dà attuazione al testo della norma del Codice della Crisi post correttivo-ter, secondo cui la proposta concordataria deve indicare “*il valore realizzabile, in sede di liquidazione giudiziale, dalla liquidazione dei beni e dei diritti, comprensivo dell'eventuale maggior valore economico realizzabile nella medesima sede dalla cessione dell'azienda in esercizio*” (art. 87, comma 1, lett. c) CCII).

Questa interpretazione non si limita, tuttavia, a far tendere a zero la differenza tra valore di ristrutturazione nella continuità indiretta e valore di liquidazione, ma genera un delta costantemente negativo tra liquidazione giudiziale e questa forma di concordato.

Il concordato (quale che sia) ha, difatti, a regime minori fonti rispetto alla liquidazione concorsuale. Il valore di liquidazione non si determina solo in relazione al *relictum*, ossia a quanto si trovi nel patrimonio del debitore all'atto dell'apertura del concorso dei creditori (crediti, valore di scambio dell'azienda, altri cespiti), ma anche in relazione al *donatum*, ossia a quanto sarebbe ricavabile dalle azioni recuperatorie e risarcitorie esperibili nella liquidazione giudiziale (art. 87, comma 1, lett. c, cit.).

Alcune di queste azioni - revocatorie nella liquidazione giudiziale e revocatoria ordinaria, "ereditata" dai creditori o proposta autonomamente dal curatore - non sono esperibili nella procedura concordataria. E sulla maggiore utilità delle azioni revocatorie va anche considerato il maggior periodo sospetto, non decorrente più dalla apertura della procedura, bensì dalla eventuale pendenza di istanze per l'apertura della liquidazione giudiziale (art. 166 CCII), oltre al tema (inesplorato) del loro congelamento durante la composizione negoziata, ove questa non giunga a buon fine.

Altre azioni, come quella risarcitoria, contemplano solo l'azione di responsabilità esperibile dalla società e non quella proponibile dai creditori (art. 115, comma 2, CCII). Pur al netto dei costi delle iniziative giudiziali e del rischio di causa secondo "*ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese*" (art. 87 cit.), le fonti concordatarie non possono competere con quelle della liquidazione giudiziale.

Inoltre, *ça va sans dire*, la proposta concordataria genera costi in anteclassa (o prededuttivi), sia professionali, sia (spesso) societari estranei alla liquidazione giudiziale (si pensi, per esempio al maxiperiodo fiscale ex art. 183 TUIR), costi che schiacciano ulteriormente il soddisfacimento dei creditori, privati di alcune fonti e con maggiori impieghi in anteclassa rispetto alla comparativa liquidazione giudiziale.

L'equiparazione del valore di liquidazione della cessione di azienda al valore concordatario incide, pertanto, profondamente sulle ragioni per le quali la proposta concordataria è preferibile rispetto alla liquidazione giudiziale (art. 87, comma 2, CCII), rendendola astrattamente meno competitiva rispetto alla liquidazione giudiziale ed esponendo la proposta ai rilievi del commissario giudiziale circa le diverse utilità da questa ritraibili, per quanto in termini prospettici (art. 105, comma 2, CCII).

Rimarrebbe per i creditori, in questa prospettiva, la ragionevole certezza di minor durata della procedura concorsuale o, quanto meno, una certezza sul fattore tempo di soddisfacimento del credito, ma che da sola – in termini di mera attualizzazione del costo del credito – difficilmente può compensare la perdita di valore rispetto alla liquidazione giudiziale.

Questo tema fa passare in secondo piano l'altro (di più immediato rilievo), secondo cui le classi devono essere rigorosamente progettate secondo la graduazione imposta dalle cause legittime di prelazione: esaurite le fonti per la prima classe di creditori parzialmente insoddisfatti, tutti i creditori di rango inferiore rimangono insoddisfatti, con particolare riferimento ai creditori chirografari, che per essere soddisfatti devono accedere a fonti esterne al patrimonio dell'impresa (finanza esterna). Entrambi questi temi (utilità dei creditori della proposta concordataria e strutturazione delle classi, ovvero l'"architettura della proposta", come evidenziato nella pronuncia in commento) attengono al controllo preventivo di legittimità e sarebbero in grado di bloccare all'origine qualsiasi proposta di concordato in continuità indiretta.

Ci si chiede se questa lettura dell'art. 87 CCII (peraltro in linea con la lettera della legge), che ha fatto gridare interpreti e operatori alla "morte" della continuità indiretta, sia compatibile con il diritto dell'Unione.

Ad avviso di chi scrive, la norma interna, così come la lettura che ne dà la Suprema Corte, appaiono rispettose, della fonte unionale. Il 49° Considerando della Direttiva (UE) 2019/1023 recita che *“l'autorità giudiziaria o amministrativa possa respingere un piano di ristrutturazione se è stato accertato che esso riduce i diritti dei creditori o detentori di strumenti di capitale dissenzienti in misura superiore rispetto a quanto questi potrebbero ragionevolmente prevedere di ottenere in caso di liquidazione dell'impresa del debitore, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale”*. Questo Considerando (come anche il conforme 52° Considerando), assume un ruolo strategico nell'interpretazione della norma unionale, al pari dei vari considerando di atti dell'Unione che, per il loro valore interpretativo, precisano il contenuto delle relative disposizioni normative, chiarendo la volontà dell'autore dell'atto normativo (ECJ, 5 marzo 2024, Marián Kočner, C/755/21P, punto 59; ECJ, 13 luglio 2023, Commissione/CK Telecoms UK Investments, C-376/20, punti 104-105). La comparazione della vendita concordataria in regime di continuità indiretta va fatta, pertanto, comparando il risultato della ristrutturazione con quello ritraibile dalla liquidazione dell'impresa, ove questa possa avvenire *“in regime di continuità aziendale”*.

E' singolare notare come questo Considerando fosse già presente come 30° Considerando nell'originaria proposta della Direttiva Insolvency (Proposta della Commissione UE COM(2016) 723 *final* del 22 novembre 2016), in un articolato normativo che non prevedeva, se non per *“parti dell'impresa”* (cd. *“concordato misto”*) la cessione dell'azienda quale modalità di ristrutturazione dell'impresa (art. 2, par. 1 proposta 723 *final*, cit.: *“ristrutturazione”: la modifica della composizione, delle condizioni o della struttura delle attività e delle passività del debitore o di qualsiasi altra parte della struttura del capitale del debitore, tra cui il capitale azionario, o una combinazione di questi elementi, compresa la vendita di attività o parti dell'impresa”*). Continuità indiretta introdotta -su pressione di alcuni Stati membri – nel testo definitivo della Direttiva (art. 2, par. 1, n. 1) Dir. cit.: *“ristrutturazione (...) se previsto dal diritto nazionale, la vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale, come pure eventuali cambiamenti operativi necessari, o una combinazione di questi elementi”*.

Se nella continuità diretta il confronto con il valore della liquidazione aggregata dei beni è un effetto *ipso iure* della ristrutturazione (la generazione dei flussi di cassa della continuità posti a servizio del debito concordatario non può essere inferiore al soddisfacimento dei creditori ritraibile dalle fonti della responsabilità patrimoniale dell'impresa), il mantenimento di questo principio anche nella continuità indiretta discende dalla espressa volontà del legislatore unionale, che per la continuità indiretta non intende prescindere (come precisato anche dal 52° Considerando) dall'utilità ritraibile da una ordinata aggressione patrimoniale dell'azienda da parte della massa dei creditori, ove questa ne consenta la cessione.

La cessione aggregata dei beni nel concordato preventivo (continuità indiretta) altro non è, pertanto, che cessione del patrimonio. E sul patrimonio dell'impresa si rispettano le cause legittime di prelazione non solo in relazione alla postergazione dei crediti chirografari rispetto a quelli privilegiati (con privilegio speciale), ma – soprattutto – rispetto ai creditori con privilegio generale, che conservano intatto il loro diritto a essere soddisfatti integralmente sulle fonti patrimoniali sino all'integrale loro soddisfacimento (Cass., n. 10884/2020; Cass., n. 22169/2024; Cass., n. 22474/2024).

Nel concordato preventivo i creditori con privilegio generale mobiliare (che sul patrimonio vanno soddisfatti rispettando le cause legittime di prelazione) sono – (con esclusione dei crediti di lavoro, soddisfatti comunque secondo priorità assoluta: art. 84, comma 7, CCII) – oltre ai crediti (sostanzialmente) professionali, i creditori istituzionali (agenzie fiscali ed enti di previdenza obbligatoria). Creditori che – peraltro – sono quelli che sopportano anche il peso del *cross-class cram down* e che potrebbero vedersi trascinati nel concordato con continuità aziendale perdendo non solo la regola distributiva della priorità assoluta, ma anche vedendo mutato il proprio voto contrario alla proposta ai fini del raggiungimento della maggioranza delle classi (art. 88, comma 4, CCII).

Questo effetto, con la pronuncia in commento, non può più verificarsi nella continuità indiretta, retta dalle regole distributive della priorità assoluta.

A questo punto due precisazioni sono d'obbligo. La prima riguarda l'asserita equiparazione tra valore di liquidazione e delta concordatario nella continuità indiretta. Questa equiparazione in alcuni casi può non derivare, di per sé, dalla semplice offerta di acquisto dell'azienda in sede concordataria, essendo questa condizionata alla pendenza della procedura concordataria. L'apertura della liquidazione giudiziale potrebbe ingenerare sui valori intangibili una compressione, se non una perdita significativa del loro valore che, di conseguenza, porterebbe a una perdita dell'allineamento dei due valori (valore di liquidazione e plusvalore concordatario). D'altro canto, è in ogni caso necessaria da parte del proponente una simulazione dello scenario alternativo di quale sarebbe l'esito di un esercizio provvisorio dell'impresa, finalizzato alla cessione dell'azienda (o di parti della stessa), come anche di una eventuale gestione accessoria dell'impresa in pendenza di un affitto ponte, anch'esso strumentale alla cessione di rami dell'azienda. Queste (come altre) assunzioni di natura aziendale, appaiono decisive per impedire il travaso senza correzioni del valore di liquidazione nel valore di ristrutturazione.

La seconda attiene alle ricadute che, in concreto, questa pronuncia induce nelle procedure in corso, come anche sulle composizioni negoziali che prospettino sullo sfondo la continuità indiretta. L'unico modo per tenere in piedi un possibile accordo con i creditori diviene, salva l'ipotesi in cui le risorse dell'impresa siano in grado di soddisfare almeno in parte in creditori chirografari, l'utilizzo di finanza esterna. Esaurite le fonti patrimoniali, la proposta di concordato con continuità indiretta può essere portata a termine mettendo mano a risorse (realmente) esterne al patrimonio dell'impresa, liberamente distribuibili a favore del primo creditore realmente insoddisfatto, ovvero a favore dei creditori successivi (chirografari). E qui persiste l'utilità di questo strumento concordatario che, a differenza del concordato per cessione dei beni, non è assoggettato alla rigida predeterminazione della finanza esterna imposta dall'art. 84, comma 4, CCII), pari ad almeno il 10% dell'attivo disponibile e tali da assicurare il 20% del passivo chirografario.

FILIPPO D'AQUINO



PRESIDIUM
DEBITORES

Organismi di Composizione
della Crisi da sovraindebitamento

LEX CRISIS

— EDIZIONI SCIENTIFICHE —

OSSERVATORIO GIURISPRUDENZIALE

L'Osservatorio Giurisprudenziale raccoglie, analizza e commenta le più rilevanti pronunce in materia di crisi d'impresa e sovraindebitamento, con note di approfondimento a supporto di professionisti e operatori del diritto.



IL NOSTRO IMPEGNO

Diffondere cultura giuridica di qualità, favorire l'interpretazione delle norme e promuovere buone prassi al servizio della collettività.



IL NOSTRO OBIETTIVO

Essere un punto di riferimento autorevole e indipendente per l'aggiornamento giuridico in materia di crisi e sovraindebitamento.



A CHI CI RIVOLGIAMO

Avvocati, gestori della crisi, curatori, liquidatori, consulenti d'impresa e tutti gli operatori del diritto.

SCARICA GRATUITAMENTE
TUTTE LE NOTE DELL'OSSERVATORIO



www.presidiumdebitores.it

LE NOSTRE COLLANE



Nota di Approfondimento
Osservatorio Giurisprudenziale



Quaderni del
Comitato Scientifico



Vademecum Operativi



Approfondimenti Normativi



Linee Guida e Prassi



SEDE NAZIONALE
Via Ludovisi n. 35
00187 Roma



Tel. 06 87168009



info@presidiumdebitores.it



www.presidiumdebitores.it



PRESIDIUM DEBITORES

Organismi di Composizione
della Crisi da sovraindebitamento

LA RETE NAZIONALE DEGLI O.C.C. PRESIDIO DEBITORES



500+
GESTORI



37
TRIBUNALI



40+
SEDI OPERATIVE



PIEMONTE

- OCC TORINO



LOMBARDIA

- OCC ROZZANO
- OCC MILANO
- OCC BERGAMO
- OCC BRESCIA



VENETO

- OCC JESOLO (VE)



EMILIA-ROMAGNA

- OCC BOLOGNA
- OCC FERRARA
- OCC PIACENZA
- OCC MODENA
- OCC RAVENNA
- OCC FORLÌ
- OCC RIMINI



ABRUZZO

- OCC TERAMO
- OCC AVEZZANO



LAZIO

- OCC ROMA
- OCC FROSINONE
- OCC CASSINO
- OCC RIETI
- OCC VITERBO
- OCC CIVITAVECCHIA



PUGLIA

- OCC BARI
- OCC TRANI
- OCC BRINDISI
- OCC LECCE
- OCC TARANTO



CAMPANIA

- OCC NAPOLI
- OCC NAPOLI NORD
- OCC NOLA
- OCC SANTA MARIA C.V.
- OCC TORRE ANNUNZIATA
- OCC NOCERA INFERIORE
- OCC SALERNO
- OCC AVELLINO
- OCC BENEVENTO



CALABRIA

- OCC COSENZA



SICILIA

- OCC AGRIGENTO
- OCC TRAPANI



Scopri tutte le sedi
della Rete Italia su



www.presidiumdebitores.it

AL FIANCO DI CHI VUOL RIPARTIRE.

CONSUMATORI • IMPRESE • PROFESSIONISTI



COMPETENZA

Professionisti qualificati
al servizio dei cittadini
e delle imprese



PRESENZA

Una rete capillare
su tutto il territorio
nazionale



SOLUZIONI

Strumenti efficaci
per la composizione
della crisi



RETE ITALIA

Un'unica grande rete
per essere sempre
al tuo fianco