

CIRCOLARE MONOGRAFICA

CRISI D'IMPRESA

Valore di liquidazione: il tempo cambia il risultato

Un'offerta competitiva prevale sulla stima atomistica dei beni aziendali: analisi sulle ricadute pratiche del principio espresso dalla Cassazione

di Raffaele Marcello, Andrea Foschi | 9 Ottobre 2026

La Cassazione n. 22960/2026 ha chiarito che, quando il mercato esprime un'offerta concreta per l'azienda, il valore di liquidazione non può essere costruito su una stima atomistica che ignori quel dato. Il principio è condivisibile, ma apre un problema ulteriore: la data alla quale deve essere ricostruito lo scenario alternativo. Nella continuità indiretta e, soprattutto, nella composizione negoziata, il trascorrere del tempo può far confluire nel valore liquidatorio gli effetti del risanamento già realizzato. Il nodo è quindi evitare che il controfattuale incorpori ex post il valore conservato o creato dall'intervento del terzo, alterando il confronto tra continuità e liquidazione.

Dall'offerta reale al valore di liquidazione

**Novità**

La sentenza della Cassazione n. 22960 del 9 luglio 2026 ha riaperto, con effetti che vanno ben oltre il caso deciso, il tema del **valore di liquidazione nelle operazioni in continuità indiretta**. La Corte afferma un principio difficilmente contestabile sul piano sistematico: quando esiste un'offerta concreta per l'acquisto dell'azienda, tanto più se validata da una procedura competitiva, non è possibile assumere come alternativa liquidatoria una stima atomistica e disgregativa dei beni, ignorando il maggior valore espresso dal mercato. L'art. 87, comma 1, lett. c), CCII impone infatti di **considerare** anche **il maggior valore economico realizzabile**, nella liquidazione giudiziale, **dalla cessione dell'azienda in esercizio**. La ricaduta non è soltanto estimativa: la corretta determinazione del valore di liquidazione incide anche sulla distribuzione ai creditori e, quando entra in gioco la relative *priority rule*, diventa un tema di legalità della proposta.

Il problema nasce quando questo principio viene trasferito fuori dal caso concreto e, soprattutto, quando si sposta in avanti la **data di osservazione**. La Cassazione fotografa una situazione nella quale l'offerta era già disponibile alla data rilevante e costituiva quindi un dato di mercato non eludibile. Diverso è il caso in cui il valore venga stimato mesi dopo l'avvio dell'operazione di continuità, quando l'azienda è stata nel frattempo preservata, stabilizzata o rimessa in condizioni di

operare. È qui che la questione diventa decisiva per la continuità indiretta e, oggi, anche per la composizione negoziata.

La pronuncia muove da una premessa chiara: quando **esiste un'offerta concreta**, quel prezzo non può essere ignorato nella costruzione del valore alternativo. Una stima atomistica non può prevalere, per il solo fatto di essere peritale, su un'evidenza di mercato seria e attuale. L'eventuale differenza rispetto al valore realizzabile in liquidazione giudiziale deve essere spiegata con elementi puntuali: l'impatto reputazionale della procedura, la possibile perdita di clienti o contratti, i tempi di realizzo, l'attualizzazione dei flussi, gli eventuali impedimenti giuridici alla prosecuzione dell'attività. Ne deriva un approccio rigoroso, che lascia poco spazio ad abbattimenti convenzionali o a percentuali standard utilizzate per costruire uno scenario liquidatorio soltanto teorico.

Il nodo della data di osservazione

Fin qui il principio regge. Il problema nasce quando il **valore "alternativo"** viene **stimato molto tempo** dopo la decisione che ha consentito di preservare l'azienda.

Il tema è particolarmente evidente nelle **operazioni di continuità indiretta**. Si pensi a un'impresa in grave crisi, con margini negativi, assenza di *governance*, tensione finanziaria e impossibilità concreta di proseguire autonomamente l'attività oltre pochi mesi. In tale contesto viene avviata una ricerca di mercato, vengono contattati più operatori, raccolte manifestazioni di interesse e negoziate diverse soluzioni. Alla fine un terzo accetta di assumere la gestione dell'azienda, i dipendenti, i contratti di locazione e una parte dei rischi operativi, impegnandosi anche all'acquisto del complesso aziendale.

È proprio quell'intervento a evitare l'interruzione dell'attività, la perdita della clientela, l'escussione delle garanzie, le azioni risarcitorie e, in definitiva, la distruzione del valore aziendale. A distanza di mesi, tuttavia, la stessa azienda può presentarsi al valutatore in condizioni radicalmente diverse: clienti conservati, dipendenti transitati, contratti operativi stabilizzati, continuità assicurata dal nuovo gestore. Se a quel punto si stima il valore dell'alternativa liquidatoria sulla base della situazione "corrente", il rischio è evidente: si attribuisce alla liquidazione giudiziale un valore che esiste soltanto perché la liquidazione è stata evitata. Il **controfattuale** viene così **contaminato dal fatto storico**.

Quando il controfattuale viene alterato dal risanamento

È questo il punto che la prassi dovrà affrontare con maggiore chiarezza. Il **valore di liquidazione** è certamente una grandezza prospettica, ma lo **scenario controfattuale** deve restare coerente con il momento nel quale il confronto assume significato economico. Non può essere costruito incorporando *ex post* gli effetti prodotti proprio dalla soluzione che si sta mettendo a confronto con la liquidazione. Altrimenti si finisce per attribuire allo scenario liquidatorio una parte del valore che è stato creato, o anche soltanto conservato, grazie all'operazione di continuità indiretta. Il rischio è ancora più evidente quando, senza quell'intervento, l'impresa avrebbe interrotto i servizi, perso clienti e contratti e consumato in poche settimane la cassa disponibile.

La composizione negoziata e il valore "alla data attuale"

La questione è ancora più delicata nella **composizione negoziata**. Il Decreto dirigenziale del 23 aprile 2026 ha attribuito al valore di liquidazione un ruolo ancora più centrale nella redazione del piano. Il punto 6 della Sezione II richiede di considerare il valore realizzabile in liquidazione giudiziale, compreso l'eventuale maggior valore derivante dalla cessione dell'azienda in esercizio. Ma il paragrafo 6.5 stabilisce, per la composizione negoziata, che il valore sia calcolato "alla data attuale". È

una scelta che rende ancora più importante distinguere il valore già esistente all'origine da quello conservato o generato nel corso del risanamento.

La formula è tecnicamente comprensibile: la composizione negoziata non dispone di una "data della domanda" equivalente a quella prevista dall'art. 87 CCII per il concordato. Sul piano economico, però, può produrre un effetto distorsivo. Più tempo passa tra l'avvio della crisi, l'ingresso del terzo e la redazione della stima, più il valore osservato rischia di riflettere non l'alternativa originaria, ma gli effetti della continuità già assicurata. In altri termini, il **dato corrente** può diventare corretto sul piano temporale ma non più neutrale sul piano causale.

Se **tra l'avvio della crisi e la data della perizia** sono intervenuti un affitto di azienda, l'assunzione della forza lavoro da parte del terzo, il mantenimento dei clienti, investimenti, accolti di debiti operativi o altre iniziative indispensabili a preservare la continuità, il valore corrente non fotografa più l'alternativa originaria. Fotografa un'azienda già salvaguardata dall'intervento del soggetto che ha accettato di assumere il rischio industriale.

In questi casi la domanda corretta non può essere soltanto: quanto vale oggi l'azienda se fosse ceduta in una liquidazione giudiziale? Occorre aggiungerne un'altra: **quanto di quel valore esisterebbe oggi se non fosse stata tempestivamente attuata l'operazione di continuità indiretta?**

La differenza non è teorica. Può decidere, in concreto, se un'operazione è realizzabile oppure no.

Un **potenziale acquirente chiamato a entrare subito in un'azienda in crisi** sostiene costi, assorbe personale, garantisce locazioni, protegge rapporti commerciali e si espone al rischio che, mesi dopo, una procedura competitiva attribuisca a un altro soggetto proprio l'azienda che egli ha contribuito a tenere in vita. È ragionevole riconoscere che chi assume questo rischio debba poter **recuperare costi e investimenti sostenuti**. Ma il ragionamento va completato: il **valore generato** grazie a quell'assunzione di rischio non può essere trattato come se fosse già disponibile nello scenario alternativo originario. Diversamente, chi interviene per primo finirebbe per finanziare la conservazione dell'azienda senza avere alcuna certezza di poter beneficiare del valore che ha contribuito a preservare.

Competizione e tempi della procedura

Per questo la **procedura competitiva**, quando necessaria, dovrebbe intervenire **il più vicino possibile al momento in cui viene scelta la continuità indiretta**. Se il mercato è stato già sondato in modo serio, con pluralità di contatti, manifestazioni di interesse, confronto tra offerte e tracciabilità del processo, tali attività non possono essere ridotte a un semplice antecedente negoziale. Costituiscono, piuttosto, un'evidenza concreta delle condizioni di mercato disponibili in quel preciso momento e possono offrire un riferimento essenziale per ricostruire correttamente lo scenario alternativo.

Il punto non è sottrarre le operazioni alla competizione, ma **evitare che la competizione arrivi troppo tardi**, quando il bene oggetto della vendita non è più quello che esisteva al momento della crisi. Se nel frattempo l'azienda è stata preservata dal nuovo gestore, questo dato non può essere ignorato.

Una regola operativa per la stima

Le alternative, in fondo, sono due. O si ritiene che, nella continuità indiretta, il valore liquidatorio debba essere ricostruito con riferimento al momento in cui viene assunta la decisione industriale e avviato il trasferimento della gestione, neutralizzando nella valutazione successiva gli effetti prodotti

dal terzo. Oppure occorre fare in modo che la procedura competitiva si svolga in tempi davvero ravvicinati all'accesso alla composizione negoziata o allo strumento di regolazione della crisi. In entrambi i casi, il criterio guida deve essere lo stesso: **confrontare scenari omogenei e impedire che il tempo trasferisca nello scenario liquidatorio un valore maturato soltanto grazie alla continuità.**

La **soluzione peggiore** è quella **intermedia**: lasciare trascorrere il tempo e poi attribuire all'alternativa liquidatoria il risultato economico della continuità già realizzata. Un'impostazione di questo tipo rischia di rendere molte operazioni non finanziabili e, soprattutto, difficilmente eseguibili.

Il principio affermato dalla Cassazione resta corretto: un'**offerta reale** non può convivere con un valore liquidatorio puramente astratto. Ma anche lo **scenario alternativo** deve essere reale e, soprattutto, correttamente collocato nel tempo. Non può incorporare, come se fossero già esistenti, i benefici prodotti dalla scelta che si vuole mettere a confronto con la liquidazione. Per il **professionista** chiamato a stimare il valore, il passaggio decisivo diventa quindi esplicitare la data di riferimento, ricostruire gli eventi intervenuti e distinguere il valore originario da quello successivamente conservato o generato. È su questa distinzione che, in molte operazioni, si giocherà la tenuta tecnica della stima.



Valore di liquidazione: i passaggi chiave		
Profilo	Criterio da considerare	Effetto sulla valutazione
Offerta concreta sul mercato	L'offerta reale costituisce un riferimento significativo	Gli scostamenti dal prezzo offerto devono essere specificamente motivati
Data della valutazione	La stima deve essere coerente con il momento del confronto	Il trascorrere del tempo può alterare il valore dello scenario liquidatorio
Continuità indiretta	Va distinto il valore originario da quello conservato o generato dal nuovo gestore	Il valore prodotto dalla continuità non va automaticamente attribuito alla liquidazione
Procedura competitiva	Va svolta il più vicino possibile alla scelta della continuità	Se tardiva, può riguardare un'azienda economicamente diversa
Scenario controfattuale	Deve rappresentare ciò che sarebbe realmente accaduto senza la continuità	Non può incorporare benefici prodotti dal risanamento già avviato

Riferimenti normativi:

- Ministero della Giustizia, Decreto 23 aprile 2026;
- Cass., sez. I, ord. 9 luglio 2026, n. 22960.