ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI PISTOIA

Organismo di studio Area giudiziale

Sezione procedure concorsuali

IL VALORE DI LIQUIDAZIONE NEL CONCORDATO PREVENTIVO

FEDERICO GUIDI - Pistoia, 9 OTTOBRE 2025

INTRODUZIONE E QUADRO NORMATIVO

- **Il Valore di Liquidazione: Pilastro del Sistema Concordatario**
- Il valore di liquidazione rappresenta il parametro fondamentale del concordato preventivo, costituendo il fulcro del sistema distributivo introdotto dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza e perfezionato dal D.Lgs. 136/2024.

- **Definizione normativa** (art. 87, comma 1, lett. c) CCII):
  - Valore realizzabile in sede di liquidazione giudiziale dalla liquidazione dei beni e dei diritti
  - Comprensivo dell'eventuale maggior valore economico dalla cessione dell'azienda in esercizio
  - Include le ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese

- **Modifiche del D.Lgs. 136/2024**:
  - Ancoraggio temporale: valore calcolato alla data della domanda di concordato
  - Introduzione della distinzione tra APR e RPR
  - Regime transitorio per procedure pendenti

FUNZIONI DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE

Triplice Valenza del Concetto

Il valore di liquidazione assolve a tre funzioni essenziali nel sistema concordatario:

- **Funzione Comparativa**
  - Parametro per il giudizio di convenienza;
  - Test del miglior soddisfacimento delle ragioni dei creditori - ogni creditore riceve dal concordato un trattamento almeno pari a quello ottenibile nella liquidazione giudiziale - .
  - Verifica della non deteriorità (87 c. 3 CC.II.»*piano è atto a impedire o superare l'insolvenza del debitore, a garantire la sostenibilità economica dell'impresa e a riconoscere a ciascun creditore un trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale piano è atto a impedire o superare l'insolvenza del debitore, a garantire la sostenibilità economica dell'impresa e a riconoscere a ciascun creditore un trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale)*

- **Funzione Distributiva**
  - Perimetro della absolute priority rule
  - Base per il calcolo del valore eccedente
  - Tutela dell'ordine delle prelazioni

- **Funzione di Garanzia**
  - Diritto di opposizione individuale – 112 c. 3 cc.ii. »
- - Protezione dei creditori dissenzienti - 109 c. 5 cc.ii – 112 c. 2 cc.ii.
- - Controllo giudiziale sulla correttezza delle stime (C.A. Venezia 03/06/2025 n. 2009).

VALORE DI LIQUIDAZIONE – ATTESTAZIONE

- **Attestazione di “non deteriorità” (art. 87, comma 3)**
- Oggetto: il professionista deve certificare che «a ciascun creditore è riconosciuto un trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale».
- Ambito soggettivo: riguarda ogni singolo creditore (o classe), con un confronto puntuale tra ciò che riceverebbe nel piano di continuità e la recovery stimata in liquidazione.
- Soglia di legittimità: è sufficiente l’equivalenza (“non peggio”), non serve un vantaggio.
- Finalità: tutela minima individuale; evita che qualcuno sia penalizzato dalla scelta della continuità.
- **2. Attestazione del “miglior soddisfacimento” (art. 84, comma 1-2)**
- Oggetto: il debitore deve dimostrare – e il professionista attestare – che la proposta di concordato «realizza il soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale» e, di fatto, costituisce la soluzione preferibile tra “le alternative concretamente praticabili”.
- Ambito soggettivo: la valutazione è complessiva (pluricategoriale); si guarda all’esito per la massa dei creditori o per le classi, non per il singolo creditore.
- Soglia di merito: la proposta dev’essere la migliore (o quantomeno non peggiore) fra le alternative percorribili; dunque mira a un vantaggio relativo (“miglior” o “non inferiore”).
- Finalità: legittimare la procedura come soluzione ottimale dell’insolvenza, giustificando la continuità o la liquidazione concordataria rispetto alla liquidazione giudiziale.

SEGUE

Principali differenze operative

- Prospettiva di analisi – Non deteriorità → confronto minimo, creditore per creditore. – Miglior soddisfacimento → confronto di scenario, con benchmark su alternative effettivamente praticabili e valutazione aggregata.
- Metodologia – Non deteriorità → focus sul valore di liquidazione e attualizzazione dei flussi del piano per ciascuna classe. – Miglior soddisfacimento → costruzione di scenari alternativi (liquidazione giudiziale, cessione d'azienda, vendita per rami, ecc.) e scelta di quello che massimizza il ritorno complessivo.
- Conseguenze sull'omologa – Il mancato rispetto della non deteriorità impedisce l'omologa perché viola una soglia di legittimità individuale. – Il mancato miglior soddisfacimento può condurre il tribunale a rigettare il concordato per carenza di convenienza rispetto alla liquidazione, pur se la non deteriorità fosse rispettata.

CONTENUTO DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE

Perimetro di Stima e Componenti Essenziali

- **Componenti incluse**:
  - **Azienda**: valutazione in esercizio provvisorio vs. vendita atomistica
  - **Beni extra-aziendali**: immobili, partecipazioni, crediti
  - **Liquidità disponibile** alla data della domanda
  - **Utilità da azioni di massa**: revocatorie, risarcitorie, recuperatorie
  - **Canoni d'affitto d'azienda** fino all'aggiudicazione

- **Criterio di valutazione**: Scenario di liquidazione giudiziale.

- Come precisato dalla Tribunale di Ravenna (**sentenza n. 53 del 18 luglio 2024)**il valore di liquidazione deve intendersi quale valore complessivo ritraibile dalla alienazione dell'intero patrimonio del debitore in sede di liquidazione giudiziale, comprensivo di tutti gli assets materiali e immateriali.

DATA DI RIFERIMENTO E TIMING

- **Il Momento della "Fotografia" Patrimoniale**
- **Principio cardine** (art. 84, comma 6 CCII):
  - Valore calcolato alla data della domanda di concordato
  - Certezza per la comparazione liquidatoria
- **Implicazioni operative**:
  - Inventario patrimoniale alla data di deposito
  - Esclusione di variazioni successive
  - Separazione netta dal plusvalore di continuità
- Come chiarito dalla Tribunale di Ferrara (sentenza 54/2024), "il valore di liquidazione ritrae lo stato della azienda e dei suoi cespiti al momento del ricorso, irrilevanti gli accadimenti successivi a tale data".

CRITERI DI STIMA DELL'AZIENDA

Esercizio Provvisorio vs Vendita Atomistica

Test di convenienza:
Esercizio provvisorio prevedibile e conveniente?
- Valutazione cessione azienda in funzionamento
- Mantenimento avviamento e organizzazione
- Riferimento all'art. 211 CCII – eserizio provvisorio - .

- Altrimenti: vendita atomistica
- Realizzo singoli beni aziendali
- Perdita valore organizzativo

- **Documentazione richiesta**:
  - Business plan dell'esercizio provvisorio
  - Analisi costi/ricavi della prosecuzione
  - Comparazione con realizzo atomistico

- La Tribunale di Milano (**sentenza n. 606 del 19 agosto 2025)** ha evidenziato la necessità di "una compiuta analisi operata in tema di funzionalità della proposta concordataria rispetto al miglior soddisfacimento dei creditori".

QUESTIONI CONTROVERSE E ORIENTAMENTI

- **Profili Problematici nella Prassi Applicativa**

- **Canoni d'affitto pre-esistenti**:
  La Corte d'Appello di Venezia (**sentenza n. 2009 del 3 giugno 2025)** ha precisato che i canoni di affitto d'azienda "non costituiscono di per sé valore eccedente quando sussista la concreta possibilità che il curatore subentri nel medesimo rapporto contrattuale".

- **Finanza esterna vs plusvalore**:
  La Corte d'Appello di Brescia (**sentenza n. 1063 del 19 novembre 2024)** chiarito che "l'apporto di finanza esterna non costituisce valore eccedente quello di liquidazione".

- **Attestazione insufficiente**:
  Necessità di analisi sostanziale, non meramente formale del valore di liquidazione

VALUTAZIONE DELLE AZIONI RISARCITORIE E RECUPERATORIE

- **Inclusione Obbligatoria nel Valore di Liquidazione**

- **Quadro normativo di riferimento**:
  - Art. 87, comma 1, lett. c) CCII: valore di liquidazione "comprensivo delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese"
  - Art. 87, comma 1, lett. h) CCII: indicazione delle "azioni risarcitorie e recuperatorie esperibili"

- **Principio consolidato dalla giurisprudenza**:
  La Cassazione (ord. n. 17106/2023) ha chiarito che "la relazione ex art. 160, co. 2, l. fall (ora 84 c.4 cc.ii.)., deve contenere le valutazioni in ordine alla possibilità di esperire eventuali azioni risarcitorie o revocatorie, risultando le stesse necessarie per la corretta quantificazione e valutazione del possibile attivo ricavabile in sede di liquidazione".

- **Conseguenze dell'omessa valutazione**: L'omessa o incompleta indicazione integra violazione dei presupposti giuridici della procedura, potendo indurre a ritenere erroneamente l'inesistenza di alternative o di migliori possibilità di realizzo.

TIPOLOGIE DI AZIONI DA VALUTARE

- **Classificazione delle Azioni Esperibili**

- **Azioni esperibili anche nel concordato**:
  - **Azioni risarcitorie** (art. 2394 c.c. - art. 2476 c.c.):
    - Responsabilità amministratori per violazione doveri di gestione
    - Responsabilità per mancato scioglimento società (art. 2486 c.c.)
    - Responsabilità sindaci per omessa vigilanza
  - **Azioni recuperatorie**: recupero crediti verso terzi, azioni di adempimento contrattuale

- **Azioni esperibili solo in liquidazione giudiziale**:
  - **Azioni di inefficacia** (art. 163 e 164 CCII): atti a titolo gratuito, pagamenti crediti non scaduti, rimborsi finanziamenti soci
  - **Azioni revocatorie** (art. 166 CCII): atti a titolo oneroso squilibrati, pagamenti anomali, garanzie per debiti preesistenti

METODOLOGIA DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI

I Quattro Profili di Analisi

- **Profilo dell'AN (fondatezza dell'azione)**:
  - Esistenza di violazioni dei doveri gestori
  - Nesso causale tra condotta e danno
  - Assenza di cause di giustificazione
  - Elementi soggettivi della responsabilità

- **Profilo del QUANTUM (entità del recupero)**:
  - Quantificazione del danno risarcibile
  - Valore dei beni oggetto di revocatoria
  - Deduzione vincoli e prelazioni esistenti
  - Considerazione patrimonio convenuto

- **Profilo del QUANDO (tempi di realizzo)**:
  - Durata prevedibile del giudizio (3 gradi)
  - Tempi di esecuzione forzata
  - Applicazione tasso di attualizzazione

- **Profilo dei COSTI**:
  - Spese legali per tutti i gradi di giudizio
  - Spese di CTU e perizie
  - Costi di esecuzione forzata

VALUTAZIONE DELLE PROBABILITÀ DI SUCCESSO

Criteri di Classificazione

- **Alta probabilità (85-70%)**:
  - Violazioni evidenti e documentate
  - Giurisprudenza consolidata favorevole
  - Patrimonio aggredibile certo

- **Media probabilità (30-70%)**:
  - Questioni giuridiche controverse
  - Necessità di accertamenti complessi
  - Incertezza sul patrimonio convenuto

- **Bassa probabilità (15- 30%)**:
  - Fondatezza dubbia
  - Giurisprudenza sfavorevole
  - Difficoltà probatorie rilevanti

- **Standard giurisprudenziale**: La Corte d'Appello di Milano (**sentenza n. 2186 del 24 luglio 2024**) ha precisato che il test di convenienza "richiede una valutazione prognostica rigorosa e non meramente ipotetica delle concrete possibilità di recupero dell'attivo attraverso le azioni di responsabilità e revocatorie esperibili in sede di liquidazione giudiziale".

AZIONI DI RESPONSABILITÀ PER RITARDATO SCIOGLIMENTO

Disciplina e Quantificazione del Danno

- **Presupposti** (art. 2486 c.c.):
  - Perdita integrale capitale sociale
  - Mancato scioglimento tempestivo
  - Aggravamento dissesto

- **Quantificazione del danno**: Il danno risarcibile si presume pari alla differenza tra il patrimonio netto alla data in cui si è verificata una causa di scioglimento e il patrimonio netto alla data di cessazione dalla carica o di apertura della procedura concorsuale.

- **Elementi da considerare**:
  - Bilanci società nel periodo rilevante
  - Cause esterne non imputabili (es. pandemia, concorrenza sleale)
  - Misure adottate per fronteggiare la crisi
  - Responsabilità temporale dei singoli amministratori

- **Caso pratico**: La Corte d'Appello di Milano (**n. 2186 del 24 luglio 2024)** ha valutato un caso con patrimonio netto negativo 2018 di € 377.967, scioglimento deliberato solo nel 2021 con patrimonio netto negativo di € 2.356.406, per un aggravamento di € 1.978.439.

AZIONI REVOCATORIE: ASPETTI SPECIFICI

Revocatorie Concorsuali vs Ordinarie

- **Revocatorie concorsuali** (art. 166 CCII):
  - **Eventus damni**: diminuzione garanzia patrimoniale, sottrazione beni aggredibili
  - **Scientia damni**: conoscenza stato insolvenza (presunta per alcuni atti)
  - **Vantaggi**: presunzioni legali, periodo sospetto definito

- **Revocatoria ordinaria** (art. 2901 c.c.):
  - **Maggiori difficoltà probatorie**: prova eventus damni e partecipatio fraudis terzo
  - **Assenza presunzioni legali**
  - **Criteri di valutazione**: legame pregresso tra le parti, normalità operazione, corrispettivo congruo

- **Orientamento giurisprudenziale**: La Tribunale di Fermo ha chiarito che per l'accoglimento dell'azione revocatoria non è necessaria la prova di un disegno fraudolento deliberato, essendo sufficiente accertare la consapevolezza di ledere i diritti dei creditori.

FORMULA DI ATTUALIZZAZIONE E ESEMPIO PRATICO

Metodologia Operativa di Stima

- **Formula di attualizzazione**:

- **Esempio pratico - Azione di responsabilità amministratori**:
  - Danno stimato: € 500.000
  - Probabilità successo: 60%
  - Costi legali stimati: € 80.000
  - Durata stimata: 6 anni
  - Tasso sconto: 6%

- **Calcolo**:
  1. Valore atteso = (500.000 × 60%) - 80.000 = € 220.000
  2. Valore attuale = 220.000 / (1,06)^6 = € 155.000

- **Valore da includere nel valore di liquidazione**: € 155.000,00

VALUTAZIONE DELLE AZIONI – CHECK LIST

- **FASE 1: Ricognizione**
  - ✓ Analisi bilanci ultimi 3-5 esercizi
  - ✓ Verifica atti dispositivi periodo sospetto
  - ✓ Identificazione potenziali responsabilità amministratori/sindaci
  - ✓ Ricognizione crediti verso terzi

- **FASE 2: Valutazione giuridica**
  - ✓ Sussistenza presupposti azioni risarcitorie
  - ✓ Sussistenza presupposti azioni revocatorie
  - ✓ Analisi giurisprudenza applicabile
  - ✓ Valutazione probabilità successo (%)

- **FASE 3: Quantificazione economica**
  - ✓ Stima quantum recuperabile
  - ✓ Deduzione vincoli e prelazioni
  - ✓ Verifica patrimonio convenuti
  - ✓ Calcolo costi processuali

- **FASE 4: Attualizzazione e documentazione**
  - ✓ Stima durata procedimenti
  - ✓ Applicazione tasso sconto
  - ✓ Calcolo valore attuale netto
  - ✓ Redazione relazione analitica

CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIONI

- **Principi di Sintesi**

- **Regole fondamentali**:
  - **Inclusione obbligatoria**: Tutte le azioni esperibili devono essere valutate e incluse nel valore di liquidazione
  - **Valutazione rigorosa**: Non è sufficiente una mera elencazione, ma occorre una stima prognostica attendibile
  - **Considerazione integrale**: Devono essere valutate sia le azioni esperibili nel concordato sia quelle "solo fallimentari"
  - **Attualizzazione necessaria**: Il valore deve essere attualizzato considerando tempi e costi
  - **Trasparenza informativa**: I creditori devono poter valutare consapevolmente la convenienza della proposta

- **Impatto sul sistema concordatario**: La corretta valutazione delle azioni risarcitorie e recuperatorie costituisce elemento imprescindibile della determinazione del valore di liquidazione, come definitivamente chiarito dal D.Lgs. 136/2024.

- Il professionista attestatore deve fornire una stima prognostica attendibile, basata su elementi concreti e verificabili, evitando sia valutazioni eccessivamente ottimistiche sia omissioni che potrebbero indurre a ritenere inesistenti possibilità di maggior realizzo.

MASSIME DI GIURISPRUDENZA

Tribunale/Data	Massima	Riferimento normativo	Giurisprudenza correlata
Trib. Spoleto, 4 luglio 2024	Nel valore di liquidazione rientrano anche i canoni di affitto maturati per la prosecuzione del contratto fino all'aggiudicazione dell'azienda.	Art. 84, comma 6, CCII (APR sul valore di liquidazione); contenuto del valore di liquidazione alla data della domanda.	Trib. Milano, 20 luglio 2023; Trib. Roma, 24 ottobre 2023.
Trib. Milano, 20 luglio 2023	Il valore di liquidazione comprende azienda, beni estranei, utilità da revocatorie/risarcitorie/recuperatorie e il maggior valore da cessione in esercizio rispetto allo scenario liquidatorio.	Art. 84, comma 6, CCII (APR sul valore di liquidazione); perimetro del valore alla data della domanda.	Trib. Roma, 24 ottobre 2023; Trib. Avellino, 27 marzo 2024.
Trib. Roma, 24 ottobre 2023	Il valore di liquidazione è il valore che, alla data di deposito della domanda, si può trarre dall'alienazione/realizzo in liquidazione giudiziale dell'intero patrimonio.	Art. 84, comma 6, CCII (APR) e regola di distribuzione del solo "valore di liquidazione".	Trib. Roma, 11 aprile 2024; Trib. Spoleto, 4 luglio 2024.
Trib. Roma, 11 aprile 2024	Il valore dell'azienda nel valore di liquidazione si determina di regola sul presumibile realizzo in esercizio provvisorio; se non conveniente, sulla vendita atomistica dei beni.	Art. 84, comma 6, CCII (APR); criteri estimativi del valore di liquidazione dell'azienda.	Trib. Roma, 24 ottobre 2023; Trib. Avellino, 27 marzo 2024.
Trib. Avellino, 27 marzo 2024	Il valore di liquidazione include anche le utilità recuperabili tramite azioni di massa.	Art. 84, comma 6, CCII (APR); azioni risarcitorie/recuperatorie tra le utilità comprese.	Trib. Milano, 20 luglio 2023; Trib. Roma, 24 ottobre 2023.
Trib. Milano, 5 febbraio 2024	Il plusvalore da continuità diretta consiste nei flussi di continuità (utili dalla domanda in poi), distinto dal valore di liquidazione.	Art. 84, comma 6, secondo periodo, CCII (RPR sul solo plusvalore di continuità).	Trib. Reggio Emilia, 18 marzo 2025; Trib. Roma, 24 ottobre 2023.
Trib. Reggio Emilia, 18 marzo 2025	In continuità indiretta il plusvalore è il delta tra maggior prezzo in concreto in procedura e prezzo nello scenario liquidatorio; comprende anche recupero crediti migliore rispetto al liquidatorio.	Art. 84, comma 6, secondo periodo, CCII (RPR sul plusvalore di continuità).	Trib. Mantova, 14 marzo 2024; Trib. Spoleto, 4 luglio 2024.
Trib. Mantova, 14 marzo 2024	Nei canoni d'affitto, il plusvalore è la differenza tra canoni proposti in concordato e canoni stimabili nello scenario liquidatorio.	Art. 84, comma 6, secondo periodo, CCII (RPR sul plusvalore da continuità).	Trib. Spoleto, 4 luglio 2024; Trib. Reggio Emilia, 18 marzo 2025.

LE DUE REGOLE DI DISTRIBUZIONE – VALORE DI LIQUIDAZIONE E VALORE ECCEDENTE QUELLO DI LIQUIDAZIONE

- **Absolute Priority Rule (APR) vs Relative Priority Rule (RPR)**
- **Fondamento europeo**: RPR deriva dalla Direttiva UE 2019/1023 per incentivare la continuità aziendale
- **Operatività delle regole**:
  - **APR**: applicabile al valore di liquidazione
  - **RPR**: applicabile al valore eccedente quello di liquidazione
  - **Condizione**: RPR opera solo quando il valore di liquidazione non copre integralmente i privilegiati
- **Disciplina normativa** (art. 84, comma 6 CCII):
  - Valore di liquidazione: distribuzione nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione
  - Valore eccedente: sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado

APR - FONDAMENTO

- La regola della “priorità assoluta” (absolute priority rule – APR) stabilisce che, nella distribuzione del valore di liquidazione (ossia di ciò che si sarebbe realizzato in caso di liquidazione giudiziale), i creditori sono soddisfatti rigorosamente secondo l’ordine delle cause legittime di prelazione: solo dopo che i creditori di grado superiore siano stati pagati integralmente, si può procedere al pagamento dei creditori di grado inferiore. Nessun salto di rango è consentito.

- **Fondamento sistematico e ratio**

    - **Sistematicamente**, l’APR è la regola cardine delle procedure concorsuali di tipo liquidatorio, rispondendo al principio di parità di trattamento tra creditori e di rispetto delle posizioni formali di privilegio, pegno e ipoteca, come risultano dalla legge.
    - **Ratio**: garantire la “gerarchia” dei creditori stabilita dal legislatore, impedendo che soluzioni pattizie o di piano possano alterare la tutela minima che la legge assicura a ciascuna posizione. È una garanzia di certezza e di prevedibilità per chi concede credito.
    - **Conseguenza**: nel concordato preventivo, il valore di liquidazione stimato alla data della domanda deve essere ripartito integralmente secondo l’APR; se manca capienza per i creditori di grado inferiore, questi non ricevono nulla su quel valore.

RPR - FONDAMENTO

- La “priorità relativa” (relative priority rule – RPR) disciplina la distribuzione del plusvalore generato dal concordato in continuità aziendale, cioè il valore che eccede la liquidazione. In sede di omologazione, la RPR consente che questo plusvalore sia attribuito alle classi dei creditori secondo un principio meno rigido: è sufficiente che i crediti di una classe ricevano un trattamento almeno pari alle altre classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quelle di grado inferiore, senza necessità di integrale soddisfacimento delle classi superiori.

- **Fondamento sistematico e ratio**

  - **Sistematicamente**, la RPR è una regola “innovativa”, derivante dal diritto europeo (Direttiva UE 2019/1023), che mira a facilitare le soluzioni di continuità e ristrutturazione d’impresa anche in presenza di dissenso di alcune classi di creditori, superando la rigidità dell’APR per il “plusvalore” generato dal risanamento.
  - **Ratio**: incentivare la prosecuzione dell’attività e il salvataggio dell’azienda, permettendo una distribuzione del valore “aggiuntivo” meno vincolata dall’ordine delle prelazioni, ma comunque improntata a un trattamento equo tra classi (pari grado: trattamento almeno uguale; grado inferiore: trattamento più favorevole).
  - **Conseguenza**: la RPR si applica solo al surplus rispetto al valore di liquidazione, e solo ai fini dell’omologazione del concordato in continuità aziendale. Non consente “salti di rango” arbitrari, ma tutela la differenza tra classi.