

# La valutazione dell'efficacia della procedura di amministrazione straordinaria

Alessandro Danovi\* - Alberto Falini\*\*1

Sommario: 1. Introduzione - 2. Il quadro teorico: efficienza ed equità del turnaround - 3. La ricerca - 3.1. Obiettivi e metodologia - 3.2. La popolazione analizzata - 3.3. Analisi dei dati - 3.4 Le performance delle cessionarie newco nel medio termine - 4. Conclusioni

## Abstract

This article aims to evaluate the effectiveness of the Amministrazione Straordinaria procedure with regards of its ability to allow the return to the market of a fully functional production complex with a renovated competitive autonomy. The effectiveness judgment is based on a specific sub-set of procedures deepening, coinciding with those concluded with the transfer of the business unit to newly established companies. Specifically, the survival of the assignee companies, occupational defense and the economic-financial performances expressed in terms of operating profitability were analyzed.

The overall judgement on the effectiveness of the A.S. procedure is cautiously positive, despite this analysis' limits, considering that were analyzed procedures of the first decade of application of the new norm, during which it is reasonable that the A.S. new procedure required a settlement period and despite a perfectible information base.

**Keywords:** Amministrazione Straordinaria, Dipendenti, Reddittività

## 1. Introduzione

---

\* **Alessandro Danovi**, Professore Associato di Economia e gestione delle Imprese. Dipartimento di scienze aziendali, economiche e metodi quantitativi, Università degli Studi di Bergamo. E-mail: [alessandro.danovi@unibg.it](mailto:alessandro.danovi@unibg.it).

\*\* **Alberto Falini**, Professore Associato di Economia e gestione delle Imprese. Dipartimento di Economia e Management, Università degli Studi di Brescia. E-mail: [alberto.falini@unibs.it](mailto:alberto.falini@unibs.it).

Arrivato il 8 Ottobre 2018; accettato il 8 Gennaio 2019

DOI: 10.15167/1824-3576/IPEJM2018.3.1152

Nella vita di un'impresa, la crisi può manifestarsi sia sotto il profilo economico, attraverso squilibri che, se persistenti, danno origine all'insolvenza e, nei casi più gravi, al dissesto patrimoniale, che dal punto di vista sociale, con il progressivo indebolimento delle relazioni di fiducia che legano l'impresa ai suoi principali stakeholder (Guatri, 1995; Bertoli, 2000; Falini, 2008). Il pieno riconoscimento del valore istituzionale dell'impresa<sup>2</sup>, intesa come organismo atto a soddisfare stabilmente bisogni individuali e collettivi di coloro che, a vario titolo, interagiscono con essa, ha considerevoli implicazioni anche sul piano giuridico nelle situazioni di crisi<sup>3</sup>.

In questo quadro si collocano gli istituti giuridici finalizzati a supportare la continuità aziendale quale potenziale alternativa alla finalità liquidatoria propria del fallimento (si fa specifico riferimento al concordato preventivo, agli accordi di ristrutturazione dei debiti e alla procedura di amministrazione straordinaria). Sebbene la valorizzazione dell'opzione conservativa sia pienamente giustificabile sotto il profilo dell'equilibrio istituzionale, appare evidente il rischio di un sostanziale disallineamento degli effetti dello strumento giuridico rispetto alle caratteristiche e ai principi del turnaround, che la letteratura di matrice aziendalistica descrive come processo manageriale finalizzato all'efficienza allocativa (Robbins e Pearce II, 1992; Barker III e Duhaime, 1997; Buttignon, 2008; Trashms, Ndofo e Simon, 2013). Elemento comune delle procedure con finalità conservativa è, infatti, la sospensione *pro-tempore* del principio di efficienza alla base del corretto funzionamento del mercato. L'impresa viene temporaneamente mantenuta in vita pur in assenza delle condizioni di economicità e di capacità competitiva che regolano il mercato. Affinché ciò possa trovare giustificazione sotto il profilo aziendalistico è necessario che la sospensione del principio di efficienza allocativa sia sin dall'origine fondata su ragionevoli presupposti di risanamento e ristrutturazione dell'impresa. Questa, se risanata, riacquista la propria autonomia competitiva e torna ad essere strumento di sviluppo, realizzando contestualmente obiettivi sociali ed economici, entrambi connessi alla creazione di valore per tutti gli stakeholder (Coda, 1983; Sicca e Izzo, 1995; Guatri, 1995; Vicari, 1991; Sciarelli, 1995,1996).

---

<sup>2</sup> La letteratura economica dà pienamente conto di tale complessità; in particolare, il tema delle finalità dell'impresa è andato progressivamente arricchendosi di contributi che riflettono una crescente articolazione delle relazioni impresa-ambiente in corrispondenza di un processo inclusivo che considera, nell'ambito delle responsabilità e delle funzioni aziendali, un numero via via maggiore di portatori di interesse (Donaldson e Preston, 1995).

<sup>3</sup> L'evoluzione della legge fallimentare italiana testimonia il tentativo di accogliere tale "interpretazione forte". Pur a fronte di un processo normativo non sempre lineare e caratterizzato dalla stratificazione di interventi, risulta evidente la volontà del legislatore di introdurre strumenti giuridici che contemperino i diritti dei creditori, assolutamente prevalenti in corrispondenza di una interpretazione "contrattualistica" dell'agire d'impresa, con quelli di categorie più ampie di interlocutori sociali. Nell'ipotesi in cui il capitale di rischio sia stato completamente eroso dalle perdite, il rischio tipico dell'azionista viene di fatto trasferito in capo ai creditori e ciò giustifica la particolare tutela offerta al ceto creditorio dalle procedure concorsuali attraverso l'applicazione dell'*absolute priority rule*. Per approfondimenti si vedano, tra gli altri, Cleassens e Clapper (2002), Stanghellini (2004).

Il tema di portata generale è stato visitato da quella parte della dottrina che viene ricompresa sotto la dicitura di analisi economica del fallimento. Tra i contributi riferiti al contesto italiano si possono ricordare non molti studi di Belcredi, Bertoli e Danovi di cui si dirà nel paragrafo successivo.

Il dilemma concettuale tra continuazione e liquidazione<sup>4</sup> appare particolarmente rilevante nella procedura di amministrazione straordinaria, che il legislatore riserva alle grandi imprese insolventi in presenza di “concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali” (Art. 1 del D. Lgs. 270/99). La *ratio* di una disciplina specificamente destinata alle imprese di grandi dimensioni coincide con il riconoscimento della particolare rilevanza sociale di tali organizzazioni. La crisi delle grandi imprese produce, infatti, effetti particolarmente gravi, sia sotto il profilo della perdita occupazionale, che in termini di disgregazione di patrimoni di competenze difficilmente riproducibili<sup>5</sup>. La portata di tali fattori impone un approfondimento degli effetti della procedura in un'ottica di lungo termine.

In questo quadro, il presente contributo si propone di valutare l'efficacia *ex post* dell'Amministrazione straordinaria, vale a dire la sua capacità di consentire, tramite la gestione transitoria dell'impresa e la cessione dei suoi rami più vitali, la restituzione al mercato di un complesso produttivo funzionante e dotato di rinnovata autonomia competitiva. L'ipotesi accolta è che la continuità aziendale, laddove possibile secondo criteri di economicità, consenta di supportare la funzione sociale dell'impresa senza pregiudicare in modo significativo l'interesse dei creditori, che troverebbero maggiori garanzie di soddisfacimento proprio nella ritrovata capacità competitiva dell'impresa.

Non solo, ma efficaci sistemi di gestione delle crisi aziendali riverberano i loro positivi effetti anche sul sistema economico generale, attraverso il perseguimento di allocazione di risorse che contemperino motivazioni economiche e sociali. In questa prospettiva, il presente lavoro, assume obiettivi di verifica della policy, finalizzata al miglioramento dello strumento dell'amministrazione straordinaria e – per effetto delle modifiche intervenute nell'ultimo decennio – delle altre procedure concorsuali, attraverso la conservazione del patrimonio produttivo e (almeno parzialmente) della filiera. La rilevanza del tema trova conferma nell'iter di riforma, complesso e poco lineare, che (anche) la procedura di amministrazione straordinaria va sperimentando nell'ambito del sistema italiano di gestione delle crisi aziendali. Molto spesso, infatti, le analisi sull'efficacia degli strumenti normativi,

---

<sup>4</sup> Sotto un altro profilo il dilemma troverebbe soluzione laddove il valore di *going concern* è superiore al valore liquidativo (Danovi, 2014).

<sup>5</sup> La salvaguardia dell'unità dei complessi aziendali diviene quindi criterio fondamentale per la definizione del Programma ad opera del Commissario straordinario e, per la stessa ragione, i contenuti di tale Programma devono tener conto della politica industriale del Ministero dello Sviluppo Economico, che in tal modo assume una (generica) funzione di orientamento e indirizzo tecnico. Il carattere “speciale” dell'Amministrazione straordinaria, la sua natura prevalentemente pubblicistica e il radicale spostamento dell'ottica normativa che essa realizza (dalla regolamentazione dell'insolvenza dell'imprenditore alla disciplina delle relazioni che fanno capo all'impresa con conseguente compressione dei diritti dei creditori) costituiscono i principali elementi di criticità associati alla procedura in parola.

propedeutiche ad implementazioni del framework giuridico, sono sprovviste di verifiche empiriche. La conoscenza del grado di soddisfacimento dei creditori e l'entità del ricorso ad ammortizzatori sociali sono solo due elementi conoscitivi, oggi non disponibili ad alcuno, che gli scriventi ritengono necessario conoscere per approfondimenti teorici e modifiche legislative. Un altro aspetto, ad oggi non indagato, attiene alla capacità di sopravvivenza dei rami d'azienda oggetto di cessione da parte delle imprese in A.S., al quale è dedicato il presente lavoro, che – come tale – si pone anche un obiettivo metodologico riconducibile alla necessaria verifica empirica delle ipotesi teoriche.

A tal fine è esaminato nel lavoro l'esito di tutte le procedure attivate dall'entrata in vigore della relativa disciplina<sup>6</sup> (1999/2003) sino al 30 settembre 2016 individuando dapprima quelle che hanno avuto un esito favorevole coincidente con la cessione di ramo d'azienda a società di nuova costituzione<sup>7</sup>. Sono poi esaminati i risultati di tali newco nei 5 esercizi successivi alla cessione con l'obiettivo di verificare nel medio-lungo termine il giudizio sull'efficacia della procedura sulla base dei parametri di tutela occupazionale e di redditività che si possono considerare quali *proxy* dell'efficacia del risanamento. Il giudizio, formulato attraverso la lettura dei contratti di cessione e l'analisi dei dati di bilancio, reperiti da fonte pubblica, si focalizza, infatti, sui seguenti aspetti: la sopravvivenza delle imprese (o comunque dei complessi aziendali ceduti); la difesa occupazionale, quale obiettivo espressamente previsto dalla normativa; le performance economico-finanziarie espresse in termini di redditività operativa, che segnalano l'eventuale avvio di un percorso di effettivo recupero dell'equilibrio economico.

Le variabili sopraindicate costituiscono indubbiamente elementi utili per valutare la capacità della procedura di favorire il superamento della crisi salvaguardando l'unità dei complessi aziendali, come indicato dall'art. 55 del D. Lgs. 270/1999, ancorché, la formulazione di un giudizio compiuto richiederebbe la valutazione di altri elementi quali la misura del grado di soddisfacimento dei creditori (ed il relativo orizzonte temporale) nonché l'impiego di eventuali

---

<sup>6</sup> La disciplina dell'Amministrazione straordinaria vigente venne introdotta con il D. Lgs. 270/1999 (c.d. Prodi-bis) e si pose l'obiettivo di correggere, anche sulla base delle sollecitazioni della Comunità europea, le distorsioni della L. 95/1979 (c.d. Prodi), nella quale il salvataggio industriale era perseguito a prescindere dall'applicazione di criteri di razionalità economica, cercando di ripristinare un sistema di regole funzionali al corretto dispiegarsi dei meccanismi di funzionamento del mercato. I requisiti di accesso riservano la procedura alle grandi imprese che presentino effettive possibilità di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, con requisiti dimensionali costituiti da un numero di dipendenti non inferiore alle 200 unità e debiti per un ammontare non inferiore ai due terzi del totale dell'attivo che dei ricavi delle vendite e delle prestazioni dell'ultimo esercizio. Nel 2003 venne introdotta una nuova procedura di A.S., non alternativa, riservata alle imprese di grandissime dimensioni. Tale procedura "speciale", disciplinata dal D.L. 347/2003 (c.d. Decreto Marzano), prevede requisiti ancora più stringenti (organico non inferiore alle 500 unità e un'esposizione debitoria non inferiore a 300 milioni di euro).

<sup>7</sup> Come si avrà modo di evidenziare, i criteri di determinazione dell'universo di osservazione, *in primis* riferibili alla focalizzazione su entità di nuova costituzione, rispondono all'esigenza di isolare i risultati dei rami d'azienda oggetto di cessione dalle vicende economiche attribuibili ad organizzazioni già esistenti.

ammortizzatori sociali. Si tratta di aspetti di analisi in parte affrontate in precedenti lavori (Falini, 2008; Danovi, 2010; Danovi, Montanaro 2010; Danovi Falini, 2012; Danovi, Macario, 2013) e in parte demandate a futuri approfondimenti. Parimenti rinviata a future analisi è l'indagine statistica inferenziale sugli elementi di successo della procedura, limitandosi questo studio ad una statistica descrittiva, per avviare la riflessione sul tema. Nondimeno si ritiene che il presente contributo, per quanto preliminare, possa contribuire ad una più oggettiva riflessione sui risultati dell'amministrazione straordinaria favorendo il dibattito sull'efficacia ed efficienza della norma, anche in vista di una ipotizzata futura revisione.

Il lavoro è così articolato: il paragrafo 2 è dedicato alla disamina dei principali contributi della letteratura economica sul tema delle ristrutturazioni aziendali. Il paragrafo 3 è dedicato alla esplicitazione dei contenuti della ricerca: alla descrizione dell'approccio metodologico su cui si fonda la costruzione del database di riferimento segue l'esposizione, l'analisi e l'interpretazione dei dati. Nel paragrafo 4 sono infine formulate le considerazioni conclusive degli Autori.

## 2. Il quadro teorico: efficienza ed equità del turnaround

Il turnaround può essere definito, in termini generali, come processo teso a riportare l'impresa in crisi in condizioni di normale operatività e solvibilità finanziaria. I principali contributi teorici ed empirici sul tema sono orientati all'individuazione degli interventi correttivi che qualificano il turnaround nei casi di successo (Hofer, 1980; Hambrick e Schecter, 1983; Tikici et al., 2011). In particolare, gli studi sulle ristrutturazioni aziendali individuano una relazione stringente tra le cause della crisi, la severità della stessa e la natura delle azioni correttive da implementare per completare il processo di risanamento. La corretta valutazione delle determinanti della crisi è infatti all'origine della distinzione tra interventi operativi e interventi strategici, associati rispettivamente ad inefficienze gestionali e a più complesse difficoltà di adattamento (Schendel e al., 1976; Hofer, 1980)<sup>8</sup>. Nell'ambito dei primi studi sul turnaround, tale distinzione assume carattere prescrittivo: il turnaround è infatti descritto come processo articolato in una pluralità di fasi, ciascuna caratterizzata da specifici tratti prevalentemente operativi e/o strategico-organizzativi (Robbins e Pearce, 1992; Sudarsanam e Lai, 2001). Alla fase iniziale del turnaround (*retrenchment*) è attribuito l'obiettivo della stabilizzazione delle performance negative dell'impresa e della riattivazione dei flussi di cassa principalmente attraverso la riduzione dei costi e il disinvestimento di immobilizzazioni. Il *retrenchment* ha pertanto contenuto prevalentemente (ma non esclusivamente) operativo e risulta finalizzato a correggere le inefficienze gestionali

---

<sup>8</sup> Gli interventi operativi sono prioritariamente finalizzati a incrementare il livello di efficienza dell'impresa così che essa possa produrre flussi di cassa aggiuntivi e tali da ridurre significativamente la situazione di squilibrio finanziario. Il turnaround operativo consiste pertanto in azioni volte a ridurre i costi e/o aumentare i ricavi a partire dalle risorse esistenti. Gli interventi correttivi a carattere strategico sono invece finalizzati a generare un cambiamento di portata tale da determinare un sostanziale rinnovamento della capacità competitiva dell'impresa.

e a snellire assetti operativi e organizzativi particolarmente pesanti e ridondanti. Alla stabilizzazione delle performance segue la fase del rilancio (*recovery*) che implica investimenti sistematici volti alla ricerca di nuove fonti di vantaggio competitivo nell'ambito delle originarie combinazioni prodotto-mercato oppure mediante il progressivo ampliamento delle aree di business e/o dei mercati serviti (Barker III e Duhaime 1997).

Pur riconoscendo l'estrema complessità del fenomeno della crisi, gli studi in precedenza descritti assumono, come già rilevato, valenza prescrittiva, individuando la sequenza di azioni da compiere (prima *retrenchment*, poi *recovery*) per realizzare un turnaround efficace<sup>9</sup>. Ciò a prescindere dell'impatto che ciascun fattore di crisi e ciascuna azione correttiva sono in grado di produrre sul complessivo equilibrio aziendale e, in generale, sulla capacità dell'impresa di creare valore per i suoi stakeholder. A fronte di tali limiti esplicativi, un ampio filone di studi focalizza l'attenzione sul carattere specifico della crisi e, dunque, del turnaround (Sheppard, 1994; Pretorius, 2008; Arend, 2008; Chowdhury, 2002; Sheppard e Chowdhury, 2005): risultando da un disallineamento tra l'organizzazione e il suo ambiente di riferimento, la crisi costituisce sempre il prodotto di scelte strategiche (Barr, Stimpert, & Huff, Cognitive Change, Strategic Action, and Organizational Renewal, 1992). La descrizione del processo di gestione della crisi assume dunque carattere specifico (Danovi, 2003): se da un lato, la crisi è di norma causata da una molteplicità di fattori il cui impatto dipende anche dalle particolari caratteristiche dell'impresa (Falini, 2017), dall'altro il progetto di ristrutturazione può essere caratterizzato da un diverso grado di ampiezza e profondità, potendo esso tradursi in un'azione circoscritta ad una o più aree funzionali oppure in un cambiamento più radicale, esteso alle aree d'affari e volto a ridefinire il portafoglio attività e il posizionamento competitivo dell'impresa (Chowdhury, 2002)<sup>10</sup>.

Il riconoscimento del carattere *entity-based* della crisi e del turnaround appare coerente con la prospettiva d'analisi propria dell'economia aziendale. Dal punto di vista aziendalistico, infatti, la ristrutturazione costituisce la migliore soluzione alla crisi se e nella misura in cui ad essa corrisponda la più efficiente allocazione degli *asset* aziendali, ove il giudizio di efficienza si fonda sulla comparazione tra il valore dell'impresa come complesso funzionante e il suo valore di liquidazione (Buttignon, 2008). Tale impostazione consente di porre il tema della gestione della crisi aziendale nell'ambito di un quadro concettuale più ampio, finalizzato a identificare i criteri fondamentali per la ricerca della soluzione che bilanci l'imperativo dell'efficienza allocativa con quello dell'equità. Le soluzioni potenziali, a prescindere

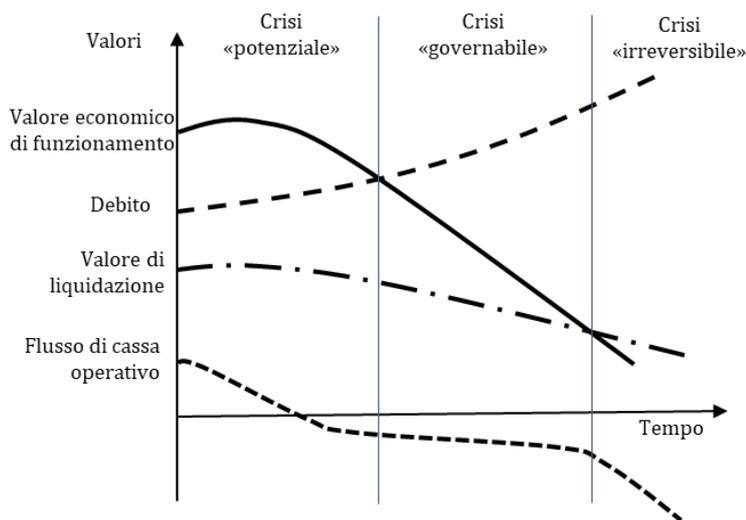
---

<sup>9</sup> In realtà, risulta piuttosto acceso il dibattito relativo ai contenuti di norma associati al turnaround nei casi di successo. Se nel modello di Robbins e Pearce la realizzazione del *retrenchment* costituisce condizione necessaria per implementare la successiva fase di *recovery*, altri autori sottolineano il rischio che i tagli e le azioni orientate all'efficienza generino un definitivo depauperamento delle risorse aziendali accelerando il declino e rendendo più grave la crisi (Barker e Mone, 1994; Castrogiovanni e Bruton, 2000).

<sup>10</sup> Nella tassonomia di cambiamento proposta da Ackerman (1984), il turnaround rientrerebbe in particolare tra i cambiamenti "trasformazionali" essendo caratterizzati da un focus ampio e da un "salto quantico" rispetto allo stato precedente (Gilardoni e Danovi, 2000).

dalla sede giudiziale o stragiudiziale della relativa attuazione, sono rappresentate dalla ristrutturazione per via interna, dalla cessione, che trasferisce a terzi la responsabilità della ristrutturazione, e dalla liquidazione, cui corrisponde la disaggregazione e la cessazione dell'impresa. Nella prospettiva aziendalistica la scelta dovrebbe fondarsi sulla comparazione del valore potenziale associato a ciascuna opzione. Tale decisione viene quindi a dipendere dal giudizio in merito allo stato attuale del valore degli *asset* aziendali e alla loro evoluzione potenziale rispetto alla prevedibile dinamica ambientale. Si tratta pertanto di una valutazione specificamente riferita ad una data impresa; ciò nonostante, risulta possibile generalizzare l'ambito del giudizio tenendo in considerazione l'effetto prodotto dal perdurare delle difficoltà aziendali. La crisi causa infatti un progressivo deterioramento delle relazioni di fiducia tra l'impresa e i suoi principali stakeholder e ciò agisce negativamente *in primis* sul suo valore economico di funzionamento; solo in fasi successive l'impatto della crisi si produce anche attraverso la riduzione del valore di liquidazione degli *asset* aziendali. Per tale ragione, la ristrutturazione, per via interna o mediante cessione a terzi, rappresenta la soluzione (potenzialmente) ottimale solo nell'ipotesi di crisi "governabile" ovvero sino a che il valore (stimato) di funzionamento dell'impresa risulti superiore al suo valore di liquidazione (figura n. 1).

**Figura n. 1 - Le fasi della crisi e il valore aziendale**



Fonte: Buttignon (2008), p. 256, ns. elaborazione

Nell'ambito di tale valutazione, il principio di efficienza assume declinazioni differenti a seconda del ruolo che si attribuisce all'impresa e quindi anche dell'orizzonte temporale della valutazione. In particolare, in un'ottica di breve termine e secondo una prospettiva che tradizionalmente privilegia la tutela dei

creditori, la soluzione liquidatoria tende ad essere favorita (anche sotto il profilo normativo e istituzionale). Tuttavia, in talune circostanze, la riattivazione dell'impresa come complesso funzionante può costituire la soluzione che massimizza *ex post* la soddisfazione del ceto creditorio pur rappresentando *ex ante* l'ipotesi meno appetibile (perché particolarmente rischiosa) per tale categoria di *stakeholder*. La capacità di accogliere una prospettiva valutativa di medio-lungo termine coincide con un'interpretazione dell'impresa coerente con la c.d. *stakeholder view* (Freeman, 1984; Freeman e Evan, 1990; Donaldson e Preston, 1995): la ristrutturazione, finalizzata alla conservazione del patrimonio di risorse e competenze che fa capo all'impresa, costituisce un'opzione idonea al contestuale perseguimento del principio di efficienza, corrispondente all'allocazione più produttiva degli *asset* disponibili, e del principio di equità, quest'ultimo valutato *ex post* e definito in "termini generali" così da accogliere le istanze di altre fondamentali categorie di interlocutori sociali<sup>11</sup>.

Dato questo contesto concettuale, il tema che qui interessa attinge, come si è detto, anche alla c.d. analisi economica del fallimento, vale a dire a quella corrente di studi che affronta la normativa contrattuale in ottica non solo giuridica ma valutandone gli effetti con evidente intento non solo descrittivo ma anche normativo. Il tema, pur non infrequente nella letteratura internazionale (anche per la diffusione e utilità delle analisi comparatistiche), presenta evidenti specificità correlate alle diverse normative nazionali<sup>12</sup>. Concentrandosi sul tema del risanamento l'attenzione è stata riservata alle cd. procedure minori, a partire dal concordato preventivo. Agli studi di Barontini, 1997 e Bertoli, 2000 sono succedute alcune analisi, prevalentemente condotte dall'Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese (OCRI) insieme ai magistrati del CESPEC e culminate nella pubblicazione Danovi, Giacomelli, Riva Rodano (2018) che presenta i dati del più ampio campione italiano sinora raccolto.

Per l'amministrazione straordinaria Boccuzzi e Caprio (1997) formulano indicazioni sull'efficienza delle procedure di gestione del dissesto in Italia (ante riforma), mentre Leogrande (2003) presenta un bilancio dell'esperienza applicativa della legge riformata nel primo triennio. Altre riflessioni si trovano in Bertoli, 2000; Danovi, 2003; Moliterni, Paci, Vallini 2003; Lacchini, Scafarto, Trequartini, 2005; Falini, 2009. Alcuni contributi più recenti (Falini, 2008; Danovi, Montanaro, 2010; Danovi, Falini, 2012; Danovi, Macario, 2013) hanno condotto una prima mappatura delle procedure aperte negli anni 2000, in ideale continuità con l'analisi svolta da Floreani (1997) prima della riforma.

---

<sup>11</sup> Si fa riferimento *in primis* ai creditori e ai dipendenti ma anche, nei casi di imprese appartenenti a settori strategici per l'economia, alla collettività genericamente intesa per la quale la continuità aziendale si qualifica come opzione alternativa alla dispersione delle competenze tecnico-scientifiche di cui l'impresa in crisi si fa portatrice.

<sup>12</sup> Va peraltro ricordato il lodevole tentativo della Comunità europea di procedere sulla strada dell'armonizzazione dei sistemi concorsuali nei diversi paesi. In vista della emananda direttiva sono state condotte analisi in diversi paesi dell'Unione nell'ambito del progetto CO.DI.RE., coordinato dall'Università di Firenze ([www.codire.eu](http://www.codire.eu)).

### **3. La ricerca**

#### **3.1. Obiettivi e metodologia**

Il lavoro si propone di offrire un contributo alla valutazione dell'efficacia della procedura di amministrazione straordinaria intesa come strumento atto a favorire la continuità aziendale. Per le procedure con esito favorevole (non convertite in fallimento) sono esaminati per i 5 anni successivi all'uscita dalla procedura:

- a. la difesa dei livelli occupazionali, anche come previsto dalla normativa vigente (in capo alla cessionaria dei rami);
- b. le performance dell'impresa, valutate sotto il profilo della redditività operativa (ROI), allo scopo di verificare il dispiegarsi di un processo di progressivo miglioramento che possa ragionevolmente preludere a condizioni di economicità gestionale.

L'identificazione di tali variabili, cui corrisponde la costruzione del database utilizzato nel presente lavoro, si fonda su tre fondamentali fonti informative. La prima è rappresentata dalla documentazione di sintesi fornita dal Ministero dello Sviluppo Economico e aggiornata al 30 settembre 2016. Il documento ministeriale ha consentito l'acquisizione delle seguenti informazioni:

- denominazione dei gruppi imprenditoriali ammessi alla procedura;
- numero di società ammesse alla procedura;
- numero di dipendenti alla data di apertura della procedura;
- contenuti del Programma di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali in termini di cessione, ristrutturazione o liquidazione;
- data di esecuzione del programma e di chiusura della procedura.

La seconda fonte documentale è rappresentata dai contratti di cessione delle procedure avviate entro il 31 dicembre 2010, reperiti mediante la consultazione della banca-dati Telemaco. Le informazioni contrattuali utili ai fini dello studio sono relative a:

- la data di cessione;
- la denominazione della cessionaria;
- il numero di dipendenti trasferiti;

Infine, la consultazione della banca-dati Aida ha permesso l'acquisizione dei bilanci delle cessionarie di nuova costituzione (newco). Esse definiscono un sottogruppo di organizzazioni oggetto di analisi specifica: i bilanci delle cessionarie newco sono stati infatti utilizzati per l'acquisizione delle informazioni relative alle performance registrate nei 5 esercizi successivi alla cessione, in termini di difesa occupazionale e redditività operativa.

#### **3.2. La popolazione analizzata**

Il research design dello studio identifica i "casi utili" a partire dall'intera popolazione delle amministrazioni straordinarie aperte dal 2000 (la legge è del 1999) al giugno 2016. L'intera popolazione è divisa in 5 campioni di imprese, ciascuno dei quali costituisce un sottoinsieme di quello precedente (Tabella n. 1).

**Tabella n. 1 – Le imprese indagate. Costruzione del campione di indagine**

Campioni	Numero Gruppi societari	Società poste in A.S.	Dipendenti (data ammissione)	Numero cessionarie
1. Procedure sino al 30. 9.2016	137	500	125.570	-
2. Procedure sino al 31.12.2010	93	400	83.193	-
3. Procedure sino al 31.12.2010 con Cessione di rami	78	368	74.019	149
4. Cessioni a newco	59	305	43.213	86
5. Società (newco) analizzate nei 5 esercizi successivi alla cessione	39	231	31.158	57

Fonte: ns. elaborazioni

Il campione n. 1 coincide con il totale della popolazione di tutte le procedure avviate entro il 30 settembre 2016 così come indicato dalla documentazione di sintesi resa disponibile dal Ministero dello Sviluppo Economico. Si tratta di 137 procedure che hanno coinvolto 500 società e 125.570 dipendenti. Di queste, 115 sono disciplinate dal D. Lgs. 270/1999 e le restanti 22 dal D.L. 347/2003.

Il campione n. 2 si compone dei gruppi imprenditoriali ammessi alla procedura sino al 31 dicembre 2010. Rispetto al complessivo database, si è infatti scelto di circoscrivere l'analisi ai gruppi di A.S. per le quali sia intercorso un periodo di almeno 5 esercizi dalla cessione dei rami aziendali, tenuto conto dei tempi previsti per l'elaborazione e l'esecuzione del Programma per il recupero dell'equilibrio economico<sup>13</sup>. L'applicazione del requisito temporale porta a circoscrivere la popolazione iniziale così come evidenziato dalla Tabella n. 1: i gruppi imprenditoriali che hanno avuto accesso all'amministrazione straordinaria entro il 31 dicembre 2010 sono 93, corrispondenti a 400 società e 83.193 dipendenti. Il campione n. 2 rappresenta, rispetto ai corrispondenti dati del 30 settembre 2016, il 67,9% dei gruppi imprenditoriali in amministrazione straordinaria, l'80,0% delle società coinvolte e il 66,3% degli addetti rilevati alla data di avvio della procedura.

Il secondo criterio considerato ai fini dell'analisi attiene ai contenuti del Programma per il recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali. A questo proposito, si è scelto di focalizzare lo studio sui gruppi interessati da operazioni di cessione dei complessi aziendali, che complessivamente costituiscono

---

<sup>13</sup> La durata del Programma è pari ad un anno nell'ipotesi di cessione dei complessi aziendali mentre per la ristrutturazione economico-finanziaria è previsto un programma di durata non superiore a due anni (art. 27).

il campione n. 3. rappresenta l'insieme delle procedure con esito favorevole escludendo dal computo i casi di conversione della procedura in fallimento nonché le società ammesse al concordato anteriormente alla realizzazione del programma di risanamento. Nel complesso, risulta così possibile identificare 169 operazioni di cessione realizzate a favore di 149 cessionarie. Tali operazioni sono state concluse nell'ambito di 78 procedure, cui corrispondono 368 società cui facevano capo, alla data di ammissione, 74.019 dipendenti. Sono inoltre esclusi i due gruppi che hanno avviato processi di ristrutturazione nell'ambito della procedura. Come è noto la ristrutturazione economico-finanziaria costituisce un'opzione marginale rispetto alla cessione, su cui si focalizza il presente contributo.

Se la popolazione delle imprese che hanno sperimentato operazioni di cessione offre importanti informazioni relativamente alla capacità di portare a compimento, nell'ambito della procedura, un processo di riattivazione dei complessi aziendali che renda gli stessi appetibili per l'acquirente, l'effettiva efficacia dell'amministrazione straordinaria non può che essere valutata nel medio termine. Come già indicato, il periodo di osservazione che si è deciso di considerare è rappresentato dai 5 esercizi successivi alla cessione. La necessità di verificare la funzionalità della procedura rispetto al turnaround, ha inoltre evidenziato l'opportunità di circoscrivere l'analisi, considerando i soli casi ove la cessione abbia determinato la costituzione di una società cessionaria *ad hoc*. La presenza di una newco consente infatti di isolare gli effetti del processo di riorganizzazione, evitando la sovrapposizione di attività e fenomeni economici che inevitabilmente caratterizzerebbe le acquisizioni ad opera di società già esistenti e pienamente funzionanti. In altre parole, la focalizzazione su questo sottogruppo di imprese (cui è dedicato il paragrafo 3.4) esprime il tentativo di condurre l'analisi di ciascuna realtà imprenditoriale *nel continuum* accogliendo l'ipotesi che la newco cessionaria costituisca la migliore espressione delle sorti dell'impresa (o, almeno, di un suo ramo aziendale) originariamente ammessa alla procedura. In questa prospettiva, il campione n. 4 è ottenuto espungendo dal database le cessioni di rami a favore di società già esistenti. Tale operazione ha portato a identificare 86 cessionarie newco. I gruppi imprenditoriali coinvolti in tali operazioni sono 59 su un totale di 78 procedure concluse con un programma di cessione. Alla data di ammissione alla procedura, a tali gruppi corrispondevano 305 società e 43.213 dipendenti.

Il gruppo delle newco cessionarie è stato analizzato allo scopo di reperire le informazioni relative alle tre dimensioni oggetto d'indagine ovvero la sopravvivenza della nuova entità, l'obiettivo della difesa occupazionale e le performance economiche. La fonte informativa utilizzata per questa fase dello studio è rappresentata, come già indicato, dal database Aida. La consultazione di tale banca-dati ha portato a circoscrivere ulteriormente il numero delle società-cessionarie su cui fondare la successiva analisi. In particolare, sono state escluse tutte le cessionarie per le quali non risultano disponibili le informazioni fondamentali (vale a dire dipendenti e ROI) con riferimento al periodo di osservazione. In sintesi, il campione delle operazioni per le quali è risultato possibile completare il set informativo (campione n. 5) è rappresentato da 57 cessionari di nuova costituzione. Come mostra la tabella 1, le operazioni di cessione sottostanti traggono origine da

39 gruppi imprenditoriali che alla data di ammissione alla procedura occupavano 31.158 dipendenti.

Dal punto di vista statistico il campione di "casi utili": 39 amministrazioni straordinarie, 231 imprese, 31.158 dipendenti e 57 cessionarie appare statisticamente significativo, rappresentando in percentuale rispettivamente il ...% del totale dei casi di procedure di successo. E' evidente che future ricerche con il prosieguo del tempo potranno estendere l'analisi anche alle non poche procedure concluse dopo il 2010.

### ***3.3. Analisi dei dati***

Prima di procedere all'analisi statistica dei campioni indicati nel paragrafo precedente, appare opportuno porre in luce le principali criticità connesse al processo di costruzione di tali sottoinsiemi d'analisi. Tali criticità attengono infatti ai contenuti della procedura e incidono sulla significatività delle informazioni su cui si fonda il giudizio di efficacia della amministrazione straordinaria. Come normativamente previsto, l'amministrazione straordinaria può essere convertita in fallimento nell'ipotesi di sopravvenuta insussistenza delle concrete prospettive per il recupero dell'equilibrio economico (art. 69). Qualora invece ricorrano i presupposti per la prosecuzione dell'esercizio dell'impresa, il Programma può prevedere la prosecuzione dell'attività finalizzata alla cessione dei complessi aziendali oppure il risanamento e dunque la ristrutturazione economico-finanziaria (art. 27). Nell'ambito di procedure particolarmente complesse, i due percorsi possono coesistere<sup>14</sup>. La focalizzazione del presente lavoro sulle sole operazioni di cessione determina una possibile sottovalutazione dell'efficacia della procedura sotto il profilo della difesa occupazionale, stante l'impossibilità di rilevare, nella prospettiva di medio termine qui adottata, il destino del personale afferente alle società ristrutturate e, soprattutto, alle cessionarie già esistenti.

#### ***3.3.1 I gruppi in amministrazione straordinaria. Caratteristiche generali***

La documentazione ministeriale fornisce informazioni di sintesi relativamente a tutte le procedure avviate dall'1 gennaio 2000 al 30 settembre 2016. Il database così costituito comprende 137 procedure, cui fanno capo 500 società e 125.570 dipendenti. In tale ambito, le procedure riconducibili al D. Lgs. 270/1999 sono 115 e ad esse sono riferibili 302 società e 63.146 dipendenti. I restanti 22 gruppi imprenditoriali, costituiti da 198 società e da 62.424 addetti, hanno invece avuto accesso alla disciplina riservata alle grandissime imprese di cui al D.L. 347/2003.

---

<sup>14</sup> Il gruppo Parmalat, alla data di ammissione all'amministrazione straordinaria, occupava nelle sue 70 società 3.826 dipendenti. Il 77% dell'occupazione complessiva (2.951 unità) è stata interessata da operazioni di ristrutturazione mentre le cessioni, relative al ramo prodotti da forno e alle attività del settore turismo, hanno riguardato rispettivamente 419 e 456 addetti.

Il riferimento ai dati medi e mediani permette di tracciare il profilo generale dei gruppi interessati alla procedura che, nel complesso, risultano scarsamente articolati ma di dimensioni rilevanti sotto il profilo occupazionale: il numero medio delle società appartenenti a ciascun gruppo è infatti pari a 3,6 ma l'organico mediamente riferibile alla singola procedura è costituito da 916 dipendenti. Tale dato è fortemente influenzato dalla dimensione particolarmente rilevante delle 22 procedure ex D.L. 347/2003. Nel complesso, il gruppo medio assoggettato a tale disciplina è infatti costituito da 9 società e da 2.837 dipendenti mentre la dimensione media delle procedure disciplinate dalla c.d. Prodi-bis è di 2,6 società cui fanno capo 549 dipendenti. Il dato medio risulta, inoltre, fortemente influenzato, oltre che dalle imprese in c.d. Decreto Marzano, anche dall'incidenza, nell'ambito della disciplina delle specifiche A.S., dalla dimensione delle imprese maggiori. Il dato mediano è, infatti, significativamente più contenuto del dato medio sia per quanto concerne il numero delle società del gruppo che per il numero dei dipendenti di ciascun gruppo<sup>15</sup>.

**Tabella n. 2 - La dimensione media dei gruppi in procedura**

	Campione 1	Campione 2
Numero medio annuo di procedure	8,6	8,5
Numero medio (mediano) società per ciascun gruppo	3,6 (2)	4,3 (2)
Numero medio (mediano) dipendenti per ciascun gruppo	916 (420)	895 (400)
<i>Procedure ex D.Lgs. n. 270/1999</i>		
Numero medio annuo di procedure	7,2	7,4
Numero medio (mediano) società per ciascun gruppo	2,6 (2,0)	3,0 (2,0)
Numero medio (mediano) dipendenti per ciascun gruppo	549 (379)	581 (379)
<i>Procedure ex D.L. n. 347/2003</i>		
Numero medio annuo di procedure <sup>16</sup>	1,7	1,5
Numero medio (mediano) società per ciascun gruppo	9,0 (4,5)	13,3 (5,5)
Numero medio (mediano) dipendenti per ciascun gruppo	2.837 (1.277)	3.014 (1.300)

Fonte: ns. elaborazioni

La focalizzazione sul campione n. 2, costituito dalle procedure avviate entro il 2010, evidenzia alcune specificità sotto il profilo dimensionale (Tabella n. 2). Nel complesso, esse hanno infatti interessato gruppi imprenditoriali mediamente più grandi. Considerando distintamente le procedure regolate dalla Prodi-bis e dal

---

<sup>15</sup> Le procedure c.d. Decreto Marzano ILVA ed Alitalia rappresentano, in termini di dipendenti, il 51% circa del complesso dei dipendenti delle c.d. Decreto Marzano e il 25% circa del complesso dei dipendenti delle imprese in A.S. (dell'intero periodo di riferimento analizzato).

<sup>16</sup> Il numero medio annuo per le A.S. c.d. Decreto Marzano (D.L. 347/2003) è stato ottenuto considerando come primo anno di utile applicazione il 2003. Conseguentemente, il numero medio annuo delle procedure in A.S. non è pari alla somma del numero medio annuo delle A.S. c.d. Prodi-bis (D. Lgs. 270/99) e del numero medio annuo delle A.S. c.d. Decreto Marzano (D.L. 347/2003).

Decreto Marzano si evidenzia infatti come, in entrambi i casi, la dimensione media delle entità imprenditoriali sia maggiore nel campione n. 2 che nel campione n.1.

La distribuzione delle procedure per classi dimensionali mostra come la gran parte dei gruppi in amministrazione straordinaria abbia un organico compreso tra 200 e 500 dipendenti (Tabella n. 3). A tale classe appartengono 77 procedure (corrispondenti al 56% circa del totale) del campione n. 1 e 53 procedure ricomprese nel campione n. 2 (57% circa). In entrambi i cluster analizzati, la prima classe dimensionale è quasi interamente rappresentata da procedure disciplinate dalla c.d. Prodi bis. Coerentemente con i requisiti dimensionali previsti dalla normativa di riferimento, le procedure disciplinate dal Decreto Marzano si concentrano invece nelle classi dimensionali maggiori.

**Tabella n. 3 – Distribuzione delle procedure per classi dimensionali dei dipendenti. Confronto campioni 1 (2000-2016) e 2\* (2000-2010)**

	Classe dimensionale dipendenti				Totale
	≤ 500	501 - 1.000	1.001 - 2.000	> 2.000	
D. Lgs. 270/1999	75 (52)	24 (15)	13 (11)	3 (3)	115 (81)
D.L. 347/2003	2 (1)	8 (4)	4 (2)	8 (5)	22 (12)
Totale	77 (53)	32 (19)	17 (13)	11 (8)	137 (93)

\* Campione 2 tra parentesi

Fonte: ns. elaborazioni

### **3.3.2 I campioni 2 e 3: sopravvivenza e indice di "assorbimento occupazionale"**

Il primo indicatore su cui fondare il giudizio in merito all'efficacia dell'amministrazione straordinaria attiene alla capacità della procedura di conservare in vita le imprese così come esse risultano dopo il processo di riorganizzazione avviato/realizzato dal Commissario straordinario. Nella fase che intercorre dall'apertura della procedura alla chiusura del Programma per il recupero dell'equilibrio economico, la percentuale dei successi – identificati nei casi di esecuzione del Programma - risulta particolarmente elevata. Infatti, delle 93 procedure avviate entro il 2010, solo 12 sono convertite in fallimento antecedente alla chiusura del Programma di recupero dell'equilibrio economico. Le procedure in parola corrispondono a 7.835 dipendenti alla data di ammissione.

Ai fini della presente analisi ai fallimenti antecedenti la chiusura del Programma sono assimilate le procedure per le quali la mancata chiusura del Programma è da attribuire all'avvio del concordato nonché i casi di fallimento della cessionaria intervenuto nel periodo immediatamente successivo alla chiusura del Programma (per un totale di 3 procedure con 2.093 addetti).

L'esclusione dei casi di conversione in fallimento e di apertura del concordato antecedentemente alla chiusura del Programma consente di focalizzare l'analisi sul numero dei dipendenti trasferiti in virtù della procedura. L'importanza del dato, acquisito mediante la consultazione dei contratti di cessione, deriva dal fatto che la tutela dei livelli occupazionali rappresenta una delle finalità istituzionali dell'amministrazione straordinaria, insieme al recupero dell'equilibrio economico-finanziario e della capacità competitiva. L'indicatore utilizzato per l'analisi di questo aspetto delle performance della procedura è costituito dall'indice di assorbimento occupazionale (A.O.) dei dipendenti, calcolato come rapporto tra il numero dei dipendenti trasferiti con la cessione dei complessi aziendali - con riferimento ai quali il cessionario assume l'obbligo legale della tutela dei livelli occupazionali - e il numero di dipendenti rilevati al momento dell'avvio della procedura.

L'indice di assorbimento dei dipendenti riferibile all'intero campione n. 3 è pari al 49,1%. Come indicato dalla Tabella n. 4, si fa infatti riferimento a 78 gruppi articolati in 368 società, originariamente dotate di un organico complessivo di 74.019 dipendenti. In seguito all'amministrazione straordinaria, sono state avviate 169 operazioni di cessione a favore di 149 soggetti cessionari, in capo ai quali sono stati complessivamente trasferiti 36.345 dipendenti.

**Tabella n. 4 - Il campione 3. Caratteristiche e indice di assorbimento occupazionale**

	Campione 3
Numero Cessioni	169
Numero Cessionarie	149
Numero gruppi coinvolti	78
Numero società complessivamente ammesse	368
Dipendenti Data apertura A.S. (A)	74.019
Dipendenti Trasferiti (B)	36.345
Indice di assorbimento occupazionale (%) (B/A)	49,1%

Fonte: ns. elaborazioni

In realtà, l'indicatore qui utilizzato sottostima le performance della procedura rilevabili in questa fase del processo, poiché non tiene conto delle importanti operazioni di ristrutturazione realizzate nell'ambito del gruppo Parmalat, conclusesi col mantenimento dell'intero organico presente all'inizio della procedura. Sommando i 2.724 dipendenti interessati dalla ristrutturazione di tale gruppo si rileva un tasso di assorbimento occupazionale del 52,8%. Vi è una seconda ragione che conduce ad una sottostima dell'indice di assorbimento dell'occupazione. Come si è visto, infatti, tale indice assume al numeratore i dipendenti trasferiti al momento della cessione e al denominatore la consistenza dell'organico al momento di apertura della procedura, quale *proxy* della consistenza dell'organico immediatamente prima della cessione. È di palmare evidenza, tuttavia, che - realizzandosi le cessioni dopo molti mesi se non anni dall'inizio della procedura - nel frattempo siano intervenuti pensionamenti e dimissioni, riducendosi così l'organico potenzialmente assorbibile rispetto a quello rilevato all'inizio.

L'analisi delle performance occupazionali non evidenzia una correlazione significativa con la dimensione dei gruppi societari coinvolti, anche se si segnala che le imprese molto grandi (ovvero quelle con oltre 2.000 addetti) registrano un indice di assorbimento occupazionale medio inferiore rispetto alle altre classi (35,8%).

La limitata correlazione tra la dimensione aziendale e la performance occupazionale trova conferma nella descrizione statistica delle operazioni di cessione. A questo proposito, il database delle procedure avviate entro il 2010 segnala la realizzazione di 169 operazioni di trasferimento a favore di 149 cessionarie. Queste ultime sono caratterizzate da una dimensione media, in termini di dipendenti trasferiti, pari a 243,9 unità (mediana 109). Come nel caso dei gruppi imprenditoriali, le performance occupazionali delle singole cessioni sono misurate dal tasso di assorbimento occupazionale, calcolato come rapporto tra il numero di dipendenti trasferiti e il numero di dipendenti attribuiti al singolo complesso o ramo aziendale oggetto di cessione. Quest'ultimo dato è disponibile per 102 operazioni riferibili a complessi aziendali che originariamente occupavano 54.331 dipendenti. Con le cessioni sono stati trasferiti 30.674 addetti, cui corrisponde un indice di assorbimento occupazionale del 56,5%. Dal computo appare tuttavia opportuno escludere 5 cessioni prive di organico.

### ***3.4 Le performance delle cessionarie newco nel medio termine***

Il passaggio dal campione n. 3, corrispondente al database delle procedure avviate entro il 2010 e conclusesi con una cessione, al campione n. 4 implica l'esclusione di tutte le cessioni a favore di soggetti già esistenti. Le società cessionarie già costituite e pienamente operative al momento dell'acquisizione sono 63 e ad essi sono stati complessivamente trasferiti 19.521 addetti (corrispondenti al 53,7% dei dipendenti complessivamente trasferiti nell'ambito della procedura).

La cessione di complessi o rami aziendali a società di nuova costituzione (per un totale di 86) rappresenta un'operazione particolarmente frequente. Il 57,7% delle cessionarie si identifica, infatti, come nuovo soggetto (newco). L'analisi dei dati medio e mediano non consente di pervenire a conclusioni univoche su eventuali correlazioni tra dimensione dell'organico del ramo ceduto e tipologia di cessionaria (newco o esistente) (Tabella n. 5). Il numero di dipendenti trasferiti alle newco, pari a 16.824 unità, corrisponde quindi al 46,3% degli addetti complessivamente "salvati" dalla procedura.

La performance occupazionale al momento della cessione, benché significativa, non può essere utilizzata come indicatore esaustivo dell'efficacia dell'amministrazione straordinaria. La capacità di tale procedura di assolvere alla finalità istituzionale di supportare la continuità dell'attività d'impresa in condizioni di ritrovata economicità gestionale richiede infatti una valutazione di medio termine che, ai fini del presente studio, coincide con i 5 esercizi successivi alla cessione. Trascorso tale periodo si può ragionevolmente presumere che l'intero processo di turnaround sia concluso; in altre parole, nella prospettiva della ricerca, la sopravvivenza del complesso aziendale ceduto, la sua performance occupazionale e la

capacità reddituale dimostrata nel corso di tale periodo costituiscono i fondamentali elementi su cui fondare la valutazione complessiva.

**Tabella n. 5- Le cessioni a newco. Caratteristiche generali**

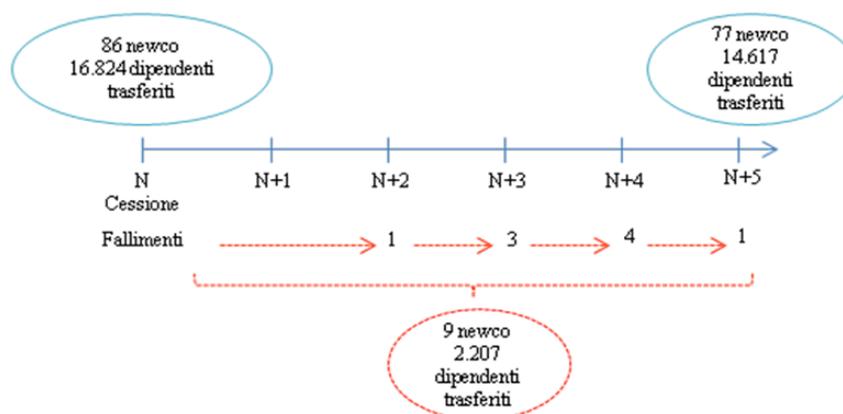
	Numero cessionarie	Dipendenti trasferiti	Numero medio (mediano) di dipendenti trasferiti
Cessionarie già esistenti	63	19.521	309,9 (93)
Cessionarie newco	86	16.824	195,6 (118)
Totale cessionarie	149	36.345	243,9 (109)

Fonte: ns. elaborazioni

### 3.4.1. La sopravvivenza dei complessi aziendali ceduti

La disciplina dell'amministrazione straordinaria si propone di offrire alle grandi imprese italiane gli strumenti giuridici per la gestione della crisi aziendale consentendone il superamento laddove sussistano i presupposti per il recupero dell'equilibrio economico. La sopravvivenza dell'impresa nella sua nuova configurazione costituisce pertanto il primo fondamentale indicatore dell'efficacia della procedura.

**Figura n. 2 - La sopravvivenza delle newco**



Fonte: ns. elaborazione

Delle 86 cessionarie newco che costituiscono il campione, 4, 9 sono fallite nel corso dei 5 anni che compongono il periodo di osservazione qui considerato (prevalentemente negli esercizi N+3 e N+4, Figura 2). Il fallimento delle newco ha

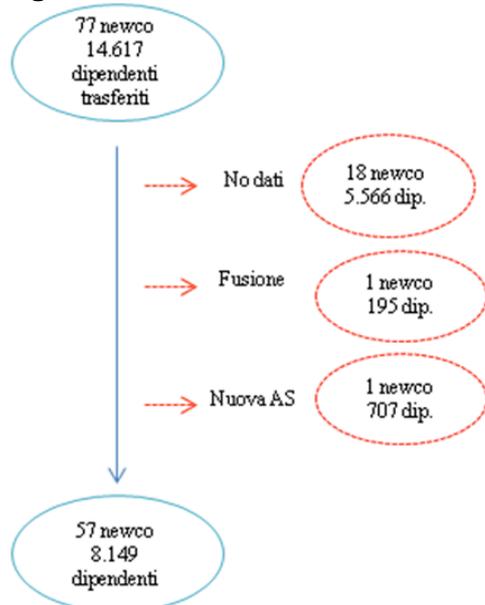
interessato 2.207 dipendenti trasferiti per effetto della cessione. Il dato è significativo poiché segnala un errore di valutazione: la stima ottimistica delle opportunità di recupero dell'equilibrio economico può aver condotto i soggetti responsabili a implementare operazioni non congruenti (anche) sotto il profilo organizzativo.

Le newco che in corrispondenza dell'esercizio N+5 risultano ancora operative sono 77 e ad esse sono riferibili 14.617 dipendenti trasferiti in virtù della cessione. L'indice di assorbimento occupazionale (relativo alle 60 società per le quali il dato risulta disponibile) è pari al 58,2%.

### 3.4.2. Performance occupazionale

La rilevazione della performance occupazionale nei 5 esercizi successivi alla cessione impone una ulteriore delimitazione del sottocampione delle newco operative. In 20 casi non risultano disponibili, per varie ragioni, i bilanci delle newco cessionarie (o alcuni dati rilevanti). Ad esse equivalgono 6.468 dipendenti trasferiti, corrispondenti al 38,4% degli addetti trasferiti a newco. Si segnalano, quali cause particolari di esclusione, oltre l'indisponibilità dei dati, successive operazioni straordinarie o l'avvio di procedura della newco.

Figura n. 3 - Le newco analizzate



Fonte: ns elaborazioni

Il sottocampione delle cessioni a newco per le quali risulta possibile completare l'analisi relativa all'intero periodo di osservazione (campione n. 5) è quindi

composto da 57 società che all'esercizio N, corrispondente all'anno della cessione, occupavano complessivamente 8.149 dipendenti.

Nell'arco temporale qui considerato, le 57 società analizzabili mostrano una discreta tenuta sotto il profilo della difesa occupazionale (Tabella 6). Se al momento della cessione i dipendenti trasferiti erano 8.149, in corrispondenza dell'esercizio N+1 si rilevano 7.373 addetti, cui corrisponde una perdita occupazionale del 9,5%. Si tratta di un dato sostanzialmente coerente con le difficoltà connesse al processo di ristrutturazione nell'ambito di crisi aziendali particolarmente gravi.

**Tabella n. 6- Variazione organico cessionarie**

Esercizio	Numero dipendenti	Var. % organico vs anno prec
N	8.149	
N+1	7.373	-9,5%
N+2	7.860	6,6%
N+3	7.834	-0,3%
N+4	7.371	-5,9%
N+5	6.685	-9,3%
<b>Variazione totale</b>	<b>-1.464</b>	<b>-18,0%</b>

Fonte: ns elaborazioni

La performance occupazionale registrata al termine del periodo di osservazione costituisce il risultato di un processo poco lineare caratterizzato da una significativa contrazione dell'organico nell'esercizio immediatamente successivo alla cessione, seguito da un incremento in corrispondenza degli esercizi N+2 e da riduzioni negli esercizi successivi. Nel complesso, rispetto all'esercizio della cessione, la perdita occupazionale complessiva è pari al 18%. Un limite di tale indicatore è costituito dalla mancanza di informazioni sulla composizione di detto saldo (entrate-uscite) e dalle ragioni delle uscite imputabili a pensionamenti e dimissioni<sup>17</sup>.

Le variazioni occupazionali annuali, rappresentate nella Tabella n. 6, definiscono un trend significativo. L'andamento rilevato è infatti scarsamente coerente con i vincoli normativi previsti dall'attuale disciplina che, come già rilevato, pongono a carico del soggetto cessionario l'obbligo al mantenimento dei livelli occupazionali per il biennio successivo alla cessione (peraltro non sempre accompagnata – contrattualmente - da sanzioni in caso di inadempimento o, in caso contrario, dall'esercizio delle stesse verso società se non in difficoltà certamente in fase di turnaround).

---

<sup>17</sup> Un aspetto degno di nota, al riguardo, è l'esame del beneficio del ricorso alla Cassa Integrazione negli anni considerati. In ordine a tale aspetto, tutt'altro che episodico, rilevante ai fini che sono assunti dagli scriventi, non si dispone di dato alcuno.

**Tabella n. 7 – Variazione occupazionale-V.O. e dimensione media delle newco**

Classi di variazione occupazionale (V.O.)	Numero	Dimensione media
V.O. ≤ -50%	11	122,8
-50% < V.O. ≤ 0%	17	241,9
0% < V.O. ≤ 50%	13	119,8
50% < V.O. ≤ 100%	5	68,8
V.O. > 100%	11	71,3
Totale	57	143,0

Fonte: ns. elaborazione

In aggiunta, si segnala che tale variazione (assoluta e relativa) cela una significativa disomogeneità di performance delle newco (Tabella n. 7). Si registrano, infatti, cessionarie che presentano riduzioni dell'organico (rispetto ai dipendenti trasferiti) in misura superiore al 50% (11 società con dimensione media di 122,8 dipendenti). Nel contempo, 29 cessionarie hanno accresciuto la dimensione dell'organico nel quinquennio considerato (in 11 casi addirittura raddoppiandolo, ancorché di dimensione media di 71,3 dipendenti).

### **3.4.3. La capacità reddituale**

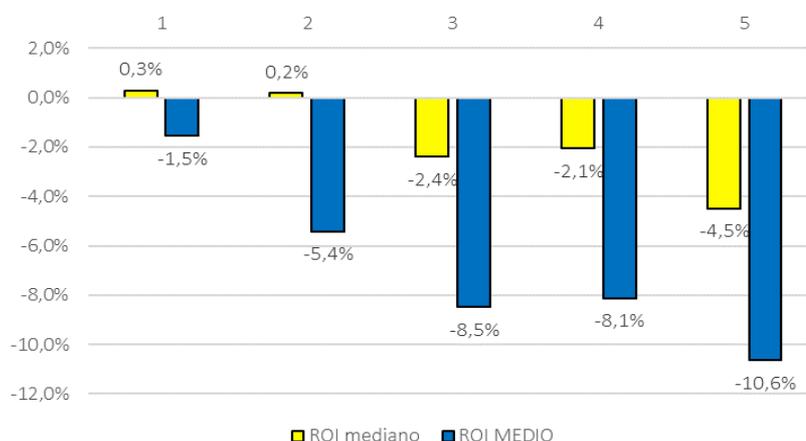
Un ulteriore elemento della valutazione dell'efficacia della procedura è connesso alla capacità delle cessionarie dei Rami d'azienda di creare valore, giacché solo la creazione di valore consente, medio tempore, la salvaguardia dei livelli occupazionali ed il sacrificio imposto agli stakeholder (dai creditori, allo Stato e, non ultimo, al gioco competitivo) per effetto della procedura di A.S.

In questa prospettiva, sono stati analizzati i bilanci delle cessionarie newco nei 5 anni successivi all'acquisizione, indagando, in particolare, l'andamento del ROI, quale indicatore di redditività sintetico, al fine di verificare l'esistenza di un effettivo turnaround (Figura n. 4). L'analisi effettuata risente di molti limiti, quale ad esempio la mancata considerazione delle differenti condizioni competitive nei diversi mercati nelle quali le newco operano.

In prima approssimazione, pertanto, è stato indagato l'andamento del ROI medio nel corso del tempo. Il dato evidenzia valori sempre negativi con un peggioramento che culmina in corrispondenza dell'esercizio N+5, con valori pari a -10,6%.

Il trend illustrato, tuttavia, appare risentire di valori dell'indicatore particolarmente negativo per alcune società. In effetti, il valore mediano del ROI è di dimensioni più contenute e presenta nei primi due esercizi un valore positivo e, nei tre esercizi successivi, valori negativi che culminano con un valore negativo del ROI di -4,5% al quinto anno dall'acquisizione.

**Figura n. 4 - Evoluzione del ROI medio**



Fonte: ns. elaborazioni

L'analisi sviluppata trova conferma nella tabella seguente (Tabella n. 8) che espone il numero delle cessionarie che presentano ROI positivi e negativi nel corso dei 5 anni successivi all'acquisizione. La tabella evidenzia un numero maggiore di cessionarie che presentano un ROI positivo nei primi due anni e viceversa nei successivi tre anni (confermando il valore mediano indirettamente).

**Tabella n. 8 - Numero di cessionarie che presentano ROI positivo e negativo**

	1	2	3	4	5
ROI > 0	30	29	27	23	22
ROI < 0	27	28	30	34	35
Totale	57	57	57	57	57

Fonte: ns. elaborazioni

Ne risulta un quadro controverso con un numero maggiore di società che presentano ROI negativi a distanza da 3 a 5 esercizi dall'acquisizione, dato che evidenzia un processo di risanamento non (ancora) riuscito per la maggioranza delle cessionarie. D'altro canto, il numero di cessionarie che presenta un ROI positivo è non modesto, raggiungendo il limite minimo di 22 al quinto anno: come dire che il 39% circa delle cessionarie dei rami ha completato un percorso di risanamento (forse già nell'alveo della procedura di AS considerando i risultati del primo anno).

La tenuta occupazionale, com'è intuibile, appare connessa alle performance economiche. Tale evidenza è espressa dalla rilevazione dei dati occupazionali riferibili alle cessionarie newco suddivise in funzione della performance reddituale registrata al termine del periodo di riferimento (ROI medio a N+5), così come

indicato nella Tabella n. 9. I dati mostrano, in primo luogo, come le imprese che, in corrispondenza dell'esercizio N+5, registrano i risultati reddituali maggiormente soddisfacenti siano quelle caratterizzate da una dimensione media più contenuta.

La Tabella n. 9 segnala inoltre la significativa riduzione della perdita occupazionale al decrescere della performance reddituale. La perdita occupazionale riferibile all'intero periodo (da N a N+5) è infatti del 24,5% per la Classe I (ROI medio  $\leq -10\%$ ) e solo del 4,3% per l'ultima (ROI medio  $>5\%$ ). In sostanza, nel medio termine, l'economicità della gestione diviene condizione necessaria per la tenuta occupazionale.

**Tabella n. 9 – Classi di ROI a (N+5) e performance occupazionale (V.O.)**

	I. ROI* $\leq -10\%$	II. $-10\% < \text{ROI}^* \leq 0\%$	III. $0\% < \text{ROI}^* \leq 5\%$	IV. ROI* $>5\%$
Cessionarie	18	17	12	10
Dimensione media (Numero dipendenti)	239,6	111,2	100	74,6
Variazione occupazione	-24,5%	-16,9%	-5,5%	-4,3%

Fonte: ns. elaborazioni

#### **3.4.4. Discussion dei risultati**

I dati ottenuti non appaiono sempre agevolmente paragonabili con le indicazioni della letteratura. Per quanto attiene alla efficacia della amministrazione straordinaria è possibile fare riferimento alle citate analisi di Floreani (1996) e Danovi e Montanaro (2010), che corroborano il giudizio positivo sulla tutela dell'occupazione. La finalità "sociale" dell'amministrazione straordinaria appare confermata, ancorché tale finalità debba essere considerata solo uno degli obiettivi, anche per i possibili effetti distorsivi della concorrenza che il mantenimento in vita di aziende antieconomiche può generare<sup>18</sup>. Più controversie appaiono le analisi sui risultati reddituali che indicano un elevato numero di aziende a redditività negativa dopo l'uscita della procedura. A successivi approfondimenti si rinvia per una più puntuale contestualizzazione, anche per tenere conto del generale contesto recessivo degli ultimi anni. Nondimeno il dato appare in qualche modo indicativo delle difficoltà del contesto italiano in cui, anche nelle ristrutturazioni operate attraverso accordi ex art. 182-bis l.f. (e quindi con aziende che dovrebbero versare in uno stato decisamente migliore di quelle che accedono all'A.S.), sovente i risultati non appaiono risolutivi (Conca, Danovi, Riva, 2016). A conclusioni analoghe si

---

<sup>18</sup> Il tema assume una rilevanza al di là dei confini nazionale anche per le censure mosse in sede comunitaria al nostro paese che avevano condotto alla riforma del 1999 e all'introduzione della condizione di almeno teorica "risanabilità" per l'ammissione.

perviene sulla base di lavori aventi ad oggetto il concordato preventivo (Falini, 2015; Veneziani, 2015). Per quanto semplicistica, appare confermata la considerazione di Slatter (2003) che “turnarounds seldom turn”.

#### 4. Conclusioni

Nelle pagine che precedono sono stati analizzati i risultati delle procedure di A.S. indagandone, per quanto possibile, le performance in termini di mantenimento del livello occupazionale e di redditività.

Nonostante i limiti che caratterizzano la presente analisi, alcuni dei quali difficilmente sormontabili (carenza informativa) ed altri superabili in futuri lavori che beneficino di un più ampio set di procedure per il trascorrere del tempo o facciano uso di analisi statistica inferenziale, pare già possibile formulare un giudizio buono sul mantenimento dei livelli occupazionali, specie se si considera che alla procedura di A.S. pervengono imprese che, in genere, hanno cercato senza successo altre soluzioni stragiudiziali e/o concorsuali (Falini, 2017). Fermo restando i riferimenti alle indicazioni della letteratura citate nel paragrafo precedente, la mancanza di indicatori analoghi di altre procedure concorsuali (ad es. fallimenti o concordati) limita la validità relativa di tale giudizio. Si osserva, tuttavia, che assunta la necessità (con valutazione amministrativa) della conservazione del patrimonio produttivo dell'impresa ammessa alla procedura di A.S., il ricorso agli stessi indicatori – per le specifiche e parzialmente diverse finalità delle procedure – renderebbero il confronto parziale.

Anche l'esame della Redditività operativa evidenzia aspetti positivi, con imprese cessionarie che (sia pure in misura inferiore al 50% dei casi) presentano una redditività operativa positiva.

Il giudizio complessivo sull'efficacia della procedura di A.S. è quindi cautamente positivo, specie considerando che sono state analizzate le A.S. del primo decennio di applicazione della nuova norma nel quale è ragionevole che la procedura richiedesse – stante gli aspetti innovativi rispetto alla c.d. Prodi – un periodo di rodaggio. L'impiego come ammortizzatore sociale, evidente in alcune situazioni, non modifica il giudizio generale non costituendo per fortuna la regola ma l'eccezione.

Volendo concludere il presente studio, preliminare e originale (per l'oggetto), con alcune osservazioni *generali*, occorre ricordare che la presente ricerca ha evidenziato una base informativa perfettibile. Ai fini di una completa valutazione dell'efficacia della amministrazione straordinaria sarebbe necessario considerare altri elementi, oggettivamente non disponibili (dalla percentuale di soddisfacimento dei creditori all'impiego della cassa integrazione ad opera delle cessionarie). In assenza di tali dati non è possibile esprimere un giudizio conclusivo. La speranza, quale conclusione teorica del presente lavoro, al riguardo, è che gli stessi siano in futuro disponibili, almeno, ai *policy-maker*, giacché appare evidente che, nel mentre l'agire economico è definito dai confini segnati dal diritto, quest'ultimo, al fine dell'efficace operare del sistema economico, non può prescindere dall'osservazione dei risultati, pluridimensionali, delle imprese e delle procedure.

Peraltro, l'efficacia della procedura (lungo le prospettive analizzate) dipende dallo stato di disgregazione delle imprese che accedono alla procedura. Non v'è dubbio che consentire l'accesso ad imprese già decotte, utilizzando l'A.S. quale ammortizzatore sociale, preclude il raggiungimento di performance adeguate o anche solo sufficienti. L'attenzione andrà posta, quindi, sullo stadio del ciclo di vita attraversato dall'impresa (se, in particolare, si trova in una situazione di crisi irreversibile, per tutti i suoi rami) e, soprattutto, occorrerà valutare se l'impresa ha un patrimonio produttivo meritevole di conservazione<sup>19</sup>. Lo stadio della crisi, le sue cause ed il settore di appartenenza, opportunamente considerati, possono consentire il perseguimento di performance superiori e che, in altra prospettiva, giustificano l'alterazione del meccanismo competitivo dovuto all'A.S. (Falini, 2017).

*De iure condendo*, nel momento in cui si discute dell'esercizio della delega al Governo avente ad oggetto la "riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza", non si può non ricordare che il progetto ha perso la sua organicità, stante lo stralcio dell'articolo relativo alla riforma dell'Amministrazione Straordinaria. Gli scriventi auspicano (e questa è forse anche la principale conclusione manageriale) che i futuri interventi, a partire dalle procedure di allerta, consentano di coniugare efficacia ed imparzialità incentivando, anche le imprese di più rilevanti dimensioni ad affrontare la crisi per tempo e con gli strumenti adeguati. Solo in tal modo è possibile ridurre i danni sociali che la sopravvivenza antieconomica (in termini di soddisfacimento dei creditori, mantenimento artificioso dell'occupazione, ripercussioni sulla filiera produttiva ed impiego non fondato di ammortizzatori sociali) genera alla comunità laddove la prosecuzione dell'impresa avvenga a scapito della creazione di valore. L'amministrazione straordinaria è, infatti, utile laddove l'accesso alla procedura sia riservato a realtà meritevoli per la collettività di essere conservate.

## Bibliografia

- Arend, R. (2008). Differences in RBV strategic factors and the need to consider opposing factors in turnaround outcomes. *Managerial and Decision Economics*, 29(4), 337-355.
- Barket, V. Mone, M. (1994). Retrenchment: Cause of Turnaround or Consequence of Decline?. *Strategic Management Journal*, 15, 395-405.
- Barker III, V. Duhaime, I. (1997). Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence. *Strategic Management Journal*, 18(1), 13-38.
- Barr, P. Stimpert, J. Huff, A. (1992). Cognitive Change, Strategic Action, and Organizational Renewal. *Strategic Management Journal*, 13, 15-36.
- Bertoli, G. (2000). *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*. Milano: Egea.
- Buttignon, F. (2008). Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva. *Rivista dei dottori commercialisti*, 59 (2), 243-281.
- Caprio, L. (1997). *La gestione delle crisi d'impresa in Italia*. Milano: Mediocredito Lombardo.
- Castrogiovanni, G. Bruton, G. (2000). Business Turnaround Processes Following Acquisitions. *Journal of Business Research*, 48(1):25-34.

---

<sup>19</sup> Ad esempio, ciò è difficilmente possibile quando si ammettono ai benefici della procedura aziende di determinati settori quali società di distribuzione commerciale o istituti di vigilanza.

- Chowdhury, S. (2002). Turnarounds: A stage theory perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 19, 249-266.
- Cleassens, S. Clapper, L.F. (2002). *Bankruptcy Around the World: Explanations of its Relative Use*. Center for Economic Institutions Working Paper Series, no. 17, 2002.
- Castelli, C. Micucci, G. Rodano, G. Romano, G. (2016). Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo. *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 316.
- Coda, V. (1983). Crisi e risanamenti aziendali. *Sviluppo e Organizzazione* (75), 29-44.
- Danovi, A. (2003). *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*. Milano: Giuffrè.
- Danovi, A. Quagli, A. (2008). *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*. Milano: Ipsoa.
- Danovi, A. (2010). Managing large corporate crisis in Italy. An empirical survey on extraordinary administration. *Journal of Global Strategic Management*, n. 4.
- Danovi, A. Montanaro, C. (2010). L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza. Primi spunti di verifica empirica. *Giurisprudenza Commerciale*, vol. 37, n. 2.
- Danovi, A. Falini, A. (2012). Profili di indebitamento e risultati reddituali nelle imprese assoggettate alla procedura di amministrazione straordinaria. *Finanza, marketing e produzione*, n. 3.
- Danovi, A. Macario, N. (2013). Livello di indebitamento e risultati operativi nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi. *IRTOP*, n. 1.
- Danovi, A. (2014). *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Danovi, A. Riva, P. Azzola, M. (2016). PAC (Preventive Arrangement with Creditors): a tool to safeguard the Enterprise Value. *International Journal of Business Research*, IJBR, vol. 16, n. 2, p. 117-134.
- Danovi, A. Riva P., Azzola M. (2016a). Alcune osservazioni empiriche sui concordati preventivi del tribunale di Milano. *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6.
- Danovi, A. Conca, V. Riva, L. (2016). Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 Bis della legge fallimentare. Un'analisi empirica. *Economia e Management* (4).
- Danovi, A. Giacomelli, S. Riva, R. Rodano, G. (2018). Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo. *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 430.
- Donaldson, T. Preston, L.E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91.
- Falini, A. (2008). *La straordinaria amministrazione. Elementi di criticità nella comunicazione e nel controllo delle imprese in amministrazione straordinaria*. Milano: Franco Angeli.
- Falini, A. (2015). *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti: diffusione, caratteristiche e grado di efficacia*, in Veneziani, M. (2015). *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa: analisi dell'economia bresciana e lombarda*, Torino: Giappichelli.
- Falini, A. (2017). *Le cause della crisi dell'impresa. Dalla definizione di un modello teorico alla sua verifica nell'esperienza delle imprese in amministrazione straordinaria*. Milano: McGraw-Hill.
- Floreni, A. (1997). *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: un'analisi delle procedure dal 1979 al 1996*, in Caprio, L. (1997). *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: un'analisi delle procedure dal 1979 al 1996*. Milano: Mediocredito Regionale Lombardo.
- Freeman, R.E. Evan, W.M. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, vol. 19, issue 4, 337-359.
- Freeman, R.E. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach. *Journal of Management Studies*, 29(2):131-154.
- Gilardoni, A. Danovi, A. (2000). *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*. Milano: Egea.
- Guatri, L. (1995). *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*. Milano: Egea.
- Hambrick, D. Schechter, S. (1983). Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units. *The Academy of Management Journal*, 26(2), 231-248.
- Heracleous, L. Werres, K. (2015). On the Road to Disaster: Strategic Misalignments and Corporate Failure. *Long Range Planning*.
- Hofer, C. (1980). Turnaround Strategies. *The Journal of Business Strategy*, 1(1), 19-31.
- Mazzoleni, A. Giacosa, E. (2016). *La previsione della crisi d'impresa: Strumenti e segnali di allerta*. Milano: Giuffrè.
- Mazzoleni, A. Veneziani, M. (2015). *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi*. Torino: Giappichelli.

- Pencarelli, T. (2013). *La crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*. Milano: Franco Angeli.
- Pretorius, M. (2008). Critical variables of business failure: A review and classification framework. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 11(4), 408-430.
- Robbins, D.K. Pearce III, J.A. (1992). Turnaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 287-309.
- Schendel, D. Patton, G. Riggs, J. (1976). Corporate Turnaround Strategies: a Study of Profit Decline and Recovery. *Journal of General Management*, 3(3), 3-11.
- Sciarelli, S. (1995). *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*. Padova: Cedam.
- Sciarelli, S. (1996). La valutazione dell'opzione di risanamento gestionale. *Finanza, Marketing e Produzione*, no. 3.
- Sheppard, J. P. Chowdhury, S.D. (2005). Riding the Wrong Wave: Organizational Failure as a Failed Turnaround. *Long Range Planning*, 38 (2005) 239- 260.
- Sheppard, J. (1994). Strategy and Bankruptcy: an Exploration into Organizational Death. *Journal of Management*, 20, 795-833.
- Sicca, L. Izzo, F. (1995). *La gestione dei processi di turnaround*. Napoli: ESI.
- Slatter, S. Lovett, D. Barlow, L. (2003). *Leading Corporate Turnaround*. Chichester: Wiley.
- Stanghellini, L. (2004). *La crisi di impresa fra diritto ed economia*. Bologna: Il Mulino.
- Sudarsanam, S. Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround strategies: an Empirical Analysis. *British Journal of Management*, 12, 183-199.
- Tikici, M. Omay, E. Derlin, N. Seckin, S. Cureoglu, M. (2011). Operating turnaround strategies during crisis periods: a research on manufacturing firms. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 49-60.
- Trahms, C. Ndofo, H. Sirmon, D. (2013). Organizational Decline and Turnaround: A Review and Agenda for Future Research. *Journal of Management*, 39(5), 1277-2013.
- Veneziani, M. (2015). *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*. Torino: Giappichelli
- Vicari, S. (1991). *L'impresa vivente: itinerario di una diversa concezione*. Milano: Etas Libri.