



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**"I WORKERS BUYOUT IN ITALIA:
DA LAVORATORI A IMPRENDITORI"**

RELATORE:

CH.MO PROF. LANZAVECCHIA ALBERTO

**LAUREANDO: Ferraro Manuele
MATRICOLA N. 1082130**

ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

*"La struttura alare del calabrone,
in relazione al suo peso, non è adatta al volo,
ma lui non lo sa e vola lo stesso"*

Igor Ivanovich Sikorsky

Prefazione

Con la stesura e la discussione della presente tesi si conclude il mio percorso di studi, volto negli ultimi cinque anni presso la Facoltà di economia prima e il Dipartimento di scienze economiche e aziendali poi, dell'Università degli studi di Padova.

Un sentito ringraziamento va innanzitutto al Professor Alberto Lanzavecchia per la disponibilità dimostrata e il tempo dedicatomi durante la stesura del presente lavoro e per aver suscitato in me l'interesse verso le tematiche che saranno affrontate.

Intendo inoltre ringraziare tutti coloro che si sono resi disponibili mettendomi a disposizione dati e materiale che ha reso migliore il risultato ottenuto, in particolare ringrazio la Dott.ssa Iolanda Esposito, responsabile dell'area controllo di gestione di C.F.I. e la Dott.ssa Beatrice Puccetti responsabile dell'area progetti di Coopfond spa.

Infine il mio più grande ringraziamento e affetto va rivolto alla mia famiglia e a tutti i miei amici e amiche, che sempre mi hanno sostenuto e spronato e senza i quali oggi probabilmente non avrei concluso questo percorso.

Manuele Ferraro

Casoni di Mussolente, 23/09/2015

Indice

Prefazione	7
Indice delle Figure	11
Indice delle Tabelle	12
Introduzione	15
Capitolo 1 I workers buy out	19
1.1 I buy outs: definizione	20
1.2 Il funzionamento di un ESOP	25
1.3 Il funzionamento di un workers buy out	29
1.4 La storia dei Workers buy out.....	32
1.5 La legislazione di riferimento	36
Capitolo 2 La realizzazione di un workers buy out	51
2.1 Gli interessi in campo e le fasi dei workers buy out	51
2.2 I fattori necessari per ripartire.....	57
2.3 I punti di debolezza e i punti di forza	61
2.4 L'organizzazione aziendale e la strategia da implementare	63
Capitolo 3 I Workers buyout in Italia	67
3.1 Introduzione al fenomeno in Italia	67
3.2 Il campione oggetto di analisi	74
3.3 (segue) Le partecipazioni e i finanziamenti di C.F.I. e di Coopfond spa	84
3.4 Analisi e confronto dei bilanci per settore di attività.....	89
3.4.1 Settore metalmeccanico.....	92

3.4.2 Settore dei minerali non metalliferi	98
3.4.3 Settore del legno (esclusi i mobili).....	101
3.5 L'analisi della situazione ante e post workers buyout	103
3.5.1 La metodologia applicata	104
3.5.2 L'analisi dei dati	108
Conclusioni.....	127
Note di aggiornamento	137
Bibliografia.....	139

Indice delle Figure

Figura 1 - Imprese non più operative per modalità. Fonte: Cerved Group	16
Figura 2 - Procedure non fallimentari per tipologia. Fonte: Cerved Group	16
Figura 3 - Mercato italiano M&A 2003-2013. Fonte: KPMG Corporate Finance.....	21
Figura 4 - Funzionamento di un ESOP con finalità di buy out. Fonte: D'Agostino (2014)	27
Figura 5 - Funzionamento di un workers buy out. Fonte: Lanzavecchia, D'Aurizio, (2013)	29
Figura 6 - Le fasi di realizzazione di un workers buyout. Fonte: elaborazione propria .	52
Figura 7 - Incidenza percentuale delle cause della crisi aziendale. Fonte: Roncato (2013)	58
Figura 8 - Tasso di occupazione in Italia e tendenza. Dati destagionalizzati, popolazione totale 15-65 anni. Fonte: elaborazione propria su dati Istat	59
Figura 9 - Interventi di C.F.I. per area geografica. Fonte: www.cfi.it	72
Figura 10 - Interventi di C.F.I. per tipologia di operazione. Fonte: www.cfi.it	73
Figura 11 - Mappa delle operazioni di WBO in Italia. Fonte: Arduini (2015).....	75
Figura 12 - Composizione del Capitale Sociale. Fonte: Roncato (2013)	88
Figura 13 - Cooperative post WBO suddivise per settore. Fonte: elaborazione propria	90
Figura 14 - Numero di cooperative attive per settore. Fonte: elaborazione propria.....	90
Figura 15 - Applicazione del t test al campione. Fonte: elaborazione propria.....	107
Figura 16 - Incidenza delle imposte rispetto al reddito d'esercizio. Fonte: Alleanza delle cooperative italiane (2014)	118
Figura 17 - Retta di regressione lineare anno 2012. Fonte: elaborazione propria.....	129
Figura 18 - Analisi dei residui anno 2012. Fonte: elaborazione propria	130
Figura 19 - Retta di regressione lineare anno 2013. Fonte: elaborazione propria.....	130
Figura 20 - Analisi dei residui anno 2013. Fonte: elaborazione propria	131
Figura 21 - Retta di regressione lineare anno 2014. Fonte: elaborazione propria.....	131
Figura 22 - Analisi dei residui anno 2014. Fonte: elaborazione propria	132

Indice delle Tabelle

Tabella 1 - Le centrali cooperative e i fondi ex L. 59/1992. Fonte: elaborazione propria	47
Tabella 2 - Numero progetti approvati da Coopfond. Fonte: elaborazione propria	68
Tabella 3 - Regioni di intervento di Coopfond spa. Fonte: elaborazione propria	69
Tabella 4 - Numero progetti approvati da C.F.I. Fonte: elaborazione propria	70
Tabella 5 - Regioni di intervento di C.F.I. Fonte: elaborazione propria	71
Tabella 6- Elenco workers buy out in Italia dal 2001 al 2015. Fonte: elaborazione propria.....	78
Tabella 7 - Campione di società cooperative post WBO. Fonte: elaborazione propria .	81
Tabella 8 - Tasso di mortalità del campione. Fonte: elaborazione propria	82
Tabella 9 - Interventi di C.F.I e Coopfond (parte 1). Fonte: elaborazione propria	85
Tabella 10 - Interventi di C.F.I e Coopfond (parte 2). Fonte: elaborazione propria	86
Tabella 11 - Interventi di C.F.I e di Coopfond spa. Fonte: elaborazione propria.....	88
Tabella 12 - Cooperative e settori di attività. Fonte: elaborazione propria	92
Tabella 13 - Cooperative attive nel settore metalmeccanico. Fonte: elaborazione propria	93
Tabella 14 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria.....	94
Tabella 15 - Analisi del settore metalmeccanico. Fonte: elaborazione propria.....	95
Tabella 16 - Cooperative attive nel settore dei minerali non metalliferi. Fonte: elaborazione propria	98
Tabella 17 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria.....	99
Tabella 18 - Analisi settore dei minerali non metalliferi. Fonte: elaborazione propria..	99
Tabella 19 - Cooperative attive nel settore del legno. Fonte: elaborazione propria.....	101
Tabella 20 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria.....	102
Tabella 21 - Analisi settore del legno. Fonte: elaborazione propria.....	102
Tabella 22 - Campione selezionato per applicare il test t. Fonte: elaborazione propria	105

Tabella 23 - Società ante WBO facenti parte del campione. Fonte: elaborazione propria	110
Tabella 24 - Cooperative post WBO facenti parte del campione. Fonte: elaborazione propria.....	112
Tabella 25 - Valori medi del triennio analizzato. Fonte: elaborazione propria.....	114
Tabella 26 - Valori medi ante (T-1) e post (T+1) WBO. Fonte: elaborazione propria	119
Tabella 27 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria	121
Tabella 28 - Valori medi ante (T-2) e post (T+2) WBO. Fonte: elaborazione propria	122
Tabella 29 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria	123
Tabella 30 - Valori medi ante (T-3) e post (T+3) WBO. Fonte: elaborazione propria	124
Tabella 31 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria	125
Tabella 32 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2012. Fonte: elaborazione propria	130
Tabella 33 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2013. Fonte: elaborazione propria	130
Tabella 34 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2014. Fonte: elaborazione propria	131

Introduzione

Il 2015 sembra essere l'anno della ripresa economica per l'Italia che, in base alle proiezioni dei dati ISTAT dovrebbe registrare un tasso di variazione del PIL positivo - la prima variazione positiva dal terzo trimestre del 2013, ma anche la crescita più cospicua dal periodo gennaio-marzo 2011. I dati diffusi dall'Istat registrano infatti che nel primo trimestre del 2015 il prodotto interno lordo (PIL), espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2010, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, è aumentato dello 0,3% rispetto al trimestre precedente, ma è risultato invariato rispetto al primo trimestre del 2014. In valore assoluto, il PIL del trimestre è pari a quanto registrato 14 anni fa. Questo effimero segnale positivo, peraltro, si inserisce in una congiuntura economica nella quale il prezzo del petrolio, il cambio EUR/USD e i tassi di interesse sono congiuntamente ai valori più bassi degli ultimi anni e la liquidità immessa dalla Banca Centrale Europea sembra essere senza fine: se in queste condizioni non ci fosse una crescita economica, probabilmente ci troveremmo di fronte al uno Stato fallito.

Questo lavoro tratta proprio di crisi economica, di dissesto di impresa e tentativi di recupero delle attività. La crisi che dal 2008 investe l'Italia ha infatti causato il fallimento di oltre 82.000 imprese¹, a cui devono aggiungersi le procedure concorsuali non fallimentari e le liquidazioni volontarie. In base ai dati raccolti ed elaborati da Cerved (2015), il primo trimestre 2015 presenta una netta diminuzione del numero delle diverse procedure, come riporta il grafico² seguente:

¹ Fonte: www.ansa.it

² CERVED GROUP, Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese, Giugno 2015 n. 23.

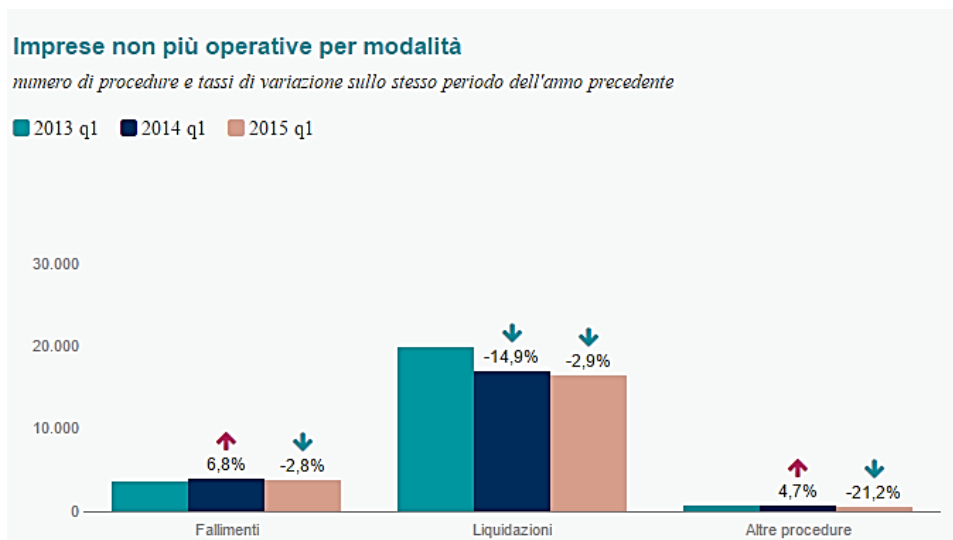


Figura 1 - Imprese non più operative per modalità. Fonte: Cerved Group

Questa tesi si focalizza in particolare sulle procedure non fallimentari e non liquidatorie, in particolare quelle avviate con l'obiettivo della continuità aziendale. Seppur nel primo trimestre del 2015 il ricorso a tali procedure sia diminuito del 21.2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, nei primi tre mesi del 2015 se ne contano 600, (Figura 2).

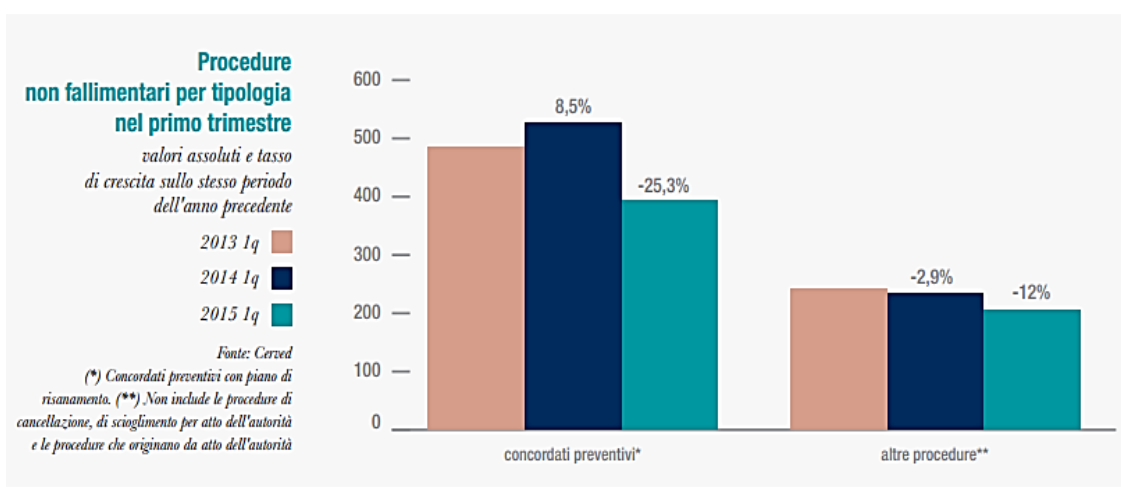


Figura 2 - Procedure non fallimentari per tipologia. Fonte: Cerved Group

Esistono infatti casi di imprese in cui sono gli operai che si rendono protagonisti in prima persona al fine di evitare la perdita del proprio posto di lavoro. Si tratta dei c.d. “Workers buyout”, ossia una forma di acquisto in blocco di un'azienda in cui, attraverso diverse modalità che vanno dall'affitto del ramo aziendale in vista di un successivo suo acquisto all'acquisto immediato, i lavoratori diventano proprietari dell'impresa nella quale in precedenza prestavano la propria attività lavorativa. Ai fini di un rapido inquadramento,

l'operazione si svolge nei seguenti passi: costituzione di una cooperativa da parte dei lavoratori, coinvolgimento degli investitori istituzionali, acquisto dell'impresa target, progressivo disinvestimento da parte degli investitori istituzionali.

Il ricorso a tale operazione è cresciuto notevolmente negli ultimi anni a causa del crescente numero di imprese colpite dalla crisi³. Tale crisi può avere origini diverse: può infatti trattarsi di crisi di prodotto, di crisi finanziaria, o di crisi di governance⁴. Non è detto che il WBO abbia successo in tutti i casi, e in questo lavoro si cercherà di individuare quali sono i requisiti affinché l'operazione abbia esito positivo.

Il presente lavoro è strutturato come segue. Nel primo capitolo è definita l'operazione di buyout, soffermandosi brevemente sulle diverse tipologie di operazioni possibili (Management buy-out, Family buy-out, Workers buy-out). Successivamente si entra nella fattispecie specifica dei Workers buy-out analizzandone la storia, la diffusione negli Stati Uniti e in Argentina e il funzionamento, in particolare attraverso il modello cooperativo diffuso in Italia. Il capitolo si conclude con l'esposizione della normativa vigente che ruota attorno alla c.d. Legge Marcora (L. n. 49 del 27 febbraio 1985).

Il secondo capitolo presenta i diversi soggetti coinvolti nell'operazione e le fasi necessarie per la realizzazione di un workers buy out. Sono inoltre tracciati i punti di forza e di debolezza dell'operazione.

Il terzo capitolo analizza le operazioni di WBO italiane attraverso la selezione di un campione di cooperative costituite dagli ex lavoratori di imprese in crisi. Ci si sofferma sull'analisi del tasso di mortalità e di natalità e sulle quote di partecipazione degli investitori istituzionali. L'analisi poi si concentra in modo particolare sul confronto, per settori economici, delle cooperative con le imprese concorrenti al fine di valutare le eventuali analogie o differenze tra i due gruppi e le performance relative agli esercizi più recenti. L'ultimo paragrafo del capitolo è invece dedicato al confronto delle performance dell'impresa ante e post WBO, al fine di indagare le differenze in termini di dimensione aziendale, redditività e incidenza fiscale.

³ Fonte: http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/02/16/crisi-con-le-imprese-fallite-perso-un-milione-di-posti-lavoro-_361a2f65-192f-40bc-9520-e7918d2f8986.html. Visitato in data [16/09/2015]

⁴ Cfr. Di Diego (2012).

Capitolo 1

I workers buy out

Il Workers Buy Out (in seguito, WBO), o employee buy out nell'accezione statunitense, consiste in un'operazione di finanza straordinaria attraverso la quale i lavoratori acquistano l'azienda nella quale lavoravano precedentemente e che, per diverse ragioni, è entrata in crisi⁵. Le cause che hanno determinato la crisi d'impresa devono essere individuate il prima possibile per poter determinare la strategia più idonea da seguire in modo da risanare l'azienda. L'origine della crisi per cause interne⁶ infatti può essere dovuta a diversi fattori⁷, che possono essere così accorpati:

- crisi nel core business;
- problematiche finanziarie che richiedono una ristrutturazione del debito;
- problemi di corporate governance.

Nel primo caso l'impresa registra solitamente una continua diminuzione di fatturato dovuto a varie cause, tra cui una rete di vendita obsoleta, incapacità di relazionarsi con il mercato, mancato ammodernamento tecnologico del prodotto offerto, carenze di efficienza, sovradimensionamento o sottodimensionamento del complesso aziendale rispetto alle esigenze aziendali. Nel secondo caso l'impresa, pur offrendo un prodotto apprezzato dal mercato, ha difficoltà a reperire le risorse finanziarie necessarie a proseguire la propria attività come ad esempio nel caso in cui l'impresa presenti un livello di indebitamento tale da determinare una stretta del credito concesso dal sistema bancario. In questo caso la conseguenza più immediata è la crescita del peso degli oneri finanziari che impattano negativamente sui risultati aziendali. Spesso accade che gli squilibri finanziari siano legati ad altri fattori ricompresi nel primo raggruppamento appena analizzato, determinando un

⁵ Il fatto che l'azienda sia in crisi non rappresenta un requisito fondamentale per l'operazione di workers buy out in quanto l'acquisizione può avvenire anche in altre occasioni, come per esempio per risolvere il problema del passaggio generazionale. Tuttavia, nella quasi totalità dei casi vi si ricorre in occasione di crisi aziendale. Lo stato dichiarato di crisi aziendale è comunque necessario al fine di accedere alle agevolazioni che saranno presentate nel corso della presente trattazione.

⁶ Non si considerano le crisi a matrice esterna che coinvolgono interi settori e richiedono una conversione produttiva radicale.

⁷⁷ Cfr. Di Diego (2015).

peggioramento ulteriore della situazione aziendale. Nel terzo caso il problema è dovuto a scelte errate sulle strategie da seguire o sugli investimenti da attivare compiute da parte della proprietà o di chi amministra l'impresa, solitamente il management. Si tratta della crisi da cui hanno origine le altre crisi d'impresa, che dipendono quindi da decisioni errate degli organi amministrativi. Rientrano inoltre in questa categoria anche i casi nei quali il proprietario dell'azienda la "svuota" per estrarne la massima ricchezza.

Va subito specificato che solo le ultime due origini della crisi sono in grado di garantire, nella maggior parte dei casi, il successo dell'operazione di WBO, dal momento che crisi dovute a problemi di prodotto si ripercuoterebbero anche nella eventuale NewCo costituita dai lavoratori, a meno che quest'ultimi non siano capaci di rinnovare o reinventare il prodotto che non viene apprezzato dal mercato. In casi isolati e in modo più frequente negli anni ottanta e novanta rispetto agli ultimi anni, le operazioni di workers buy out venivano promosse anche in occasione del passaggio generazionale, soprattutto nei casi di imprese familiari il cui fondatore non aveva eredi a cui trasferire l'azienda. L'ultimo caso registrato di workers buy out realizzato per risolvere il problema del passaggio generazionale riguarda la società cooperativa Arbizzi, costituita da sedici ex dipendenti della società Arbizzi srl. I lavoratori hanno rilevato l'azienda con l'aiuto di due investitori istituzionali, C.F.I. e Coopfond, divenendo soci-lavoratori e trasformandosi, secondo un'espressione molto usata dai giornalisti quando trattano il fenomeno dei workers buy out, in "imprenditori di se stessi"⁸.

1.1 I buy outs: definizione

Il termine buy out rientra nel novero delle operazioni di Merger & Acquisition (M&A) e si riferisce ad una qualsiasi operazione finanziaria finalizzata all'acquisto di un'impresa solitamente mediante ricorso al debito che sarà rimborsato utilizzando i flussi di cassa generati dall'azienda acquisita⁹. I motivi per cui realizzare questa operazione sono molteplici e spaziano dalle ragioni strategiche di crescita per linee esterne alla risoluzione di crisi aziendali mediante la modifica della compagine proprietaria. Lo scopo perseguito in

⁸ Fonte: <http://www.confcooperative.it/LInformazione/Le-notizie/expo-workers-buyout-e-appalti-a-nutrire-i-territori>. Data di accesso: 23/09/2015, oppure: http://inchieste.repubblica.it/it/repubblica/rep-it/2014/03/11/news/operai_riaprono_le_aziende_fallite_in_italia-80716799/. Data di accesso: 23/09/2015.

⁹ Cfr. AIFI, UNIVERSITÀ CASTELLANZA CATTANEO (2001).

ogni caso è quello di creare valore, ossia fare in modo che il valore attuale dei flussi di cassa generati *post* acquisizione sia superiore al prezzo di acquisto dell'azienda. Tale maggior valore deriva da vari fattori, come sinergie operative e scudi fiscali.

Il buy out può avere ad oggetto sia l'intera azienda che un suo singolo ramo, così come un intero gruppo o un solo asset. Si tratta di un'operazione straordinaria che ridefinisce l'assetto strategico e finanziario dell'impresa o del gruppo di imprese.¹⁰

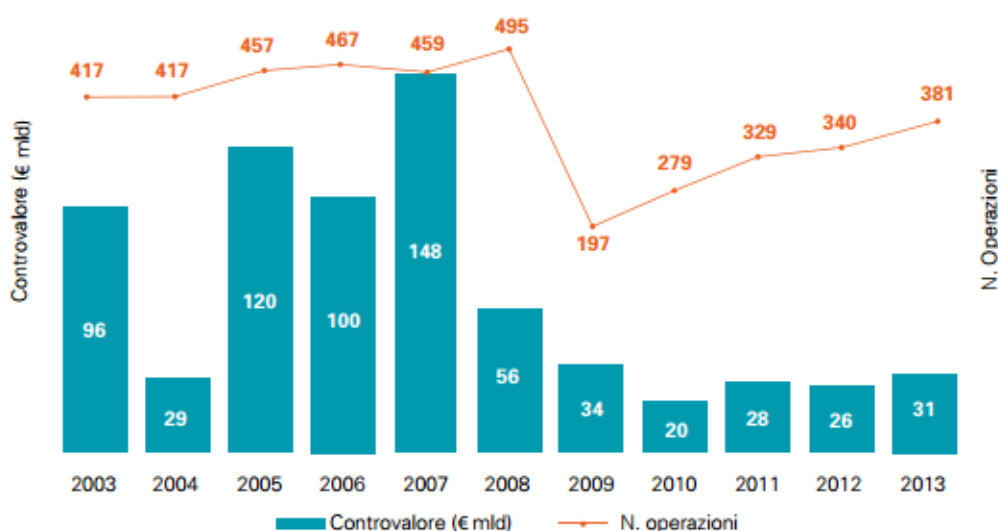


Figura 3 - Mercato italiano M&A 2003-2013. Fonte: KPMG Corporate Finance

Focalizzando brevemente l'attenzione sulla consistenza di tali operazioni, dalla figura 3 è possibile notare che nel 2013 si è assistito in Italia ad una timida ripresa del mercato M&A dopo una fase di arresto e stabilità del triennio precedente, anche se sono ancora lontani i controvalori negoziati negli anni che vanno dal 2005 al 2007. Questo risultato è dovuto non solo alla ritrovata fiducia degli investitori italiani ma soprattutto ad un maggior interesse da parte di investitori stranieri nei confronti del nostro Paese, che sono coinvolti in ben cinque delle prime dieci operazioni per valore avvenute nel nostro paese.¹¹

¹⁰ Cfr. Minetti (2011).

¹¹ Cfr. KPMG CORPORATE FINANCE (2014).

Le operazioni di buy out si caratterizzano per il ricorso più o meno massiccio alla leva finanziaria, ottenendo, nel caso in cui vi si faccia ricorso, la denominazione di Leveraged buy out. Solitamente il ricorso alla leva risulta fondamentale nelle operazioni di acquisizione dal momento che raramente i soggetti acquirenti, seppur di comprovata esperienza e professionalità, dispongono delle risorse necessarie per realizzare tale operazione finanziaria. Occorre sottolineare quindi che si tratta di una rilevante tecnica finanziaria in quanto permette di acquisire un'impresa senza possedere risorse finanziarie sufficienti, ma facendo un massiccio ricorso al capitale di debito¹².

L'operazione finanziaria del buy out comporta un profondo cambiamento dell'assetto proprietario e un percorso di modifica del business, a volte delle modifiche più semplici al fine di conseguire le strategie che hanno portato ad effettuare l'operazione, altre volte una vera e propria ristrutturazione, fino ad arrivare, in determinati casi, ad un risanamento finanziario. Negli ultimi anni, le imprese hanno fatto massiccio ricorso ai buy out per soddisfare le loro esigenze di crescita industriale per linee esterne, per affrontare fasi di discontinuità del mercato di riferimento o per favorire un rilancio in caso di crisi d'impresa¹³.

Le forme attraverso cui può essere realizzato un buy out sono molte, e solitamente variano in base al soggetto che promuove l'operazione. Si possono dunque rilevare le seguenti principali tipologie:

- Management buy out (MBO), dove un gruppo di manager acquistano l'azienda in cui lavorano, assumendo la figura di manager/imprenditori. Solitamente tali operazioni hanno successo in quanto i soggetti promotori conoscono a fondo l'impresa target¹⁴;
- Leveraged buy out (in senso stretto), dove un gruppo di investitori professionali (solitamente un fondo di venture capital e private equity) acquistano la società target con lo scopo di rivenderla dopo averne incrementato il valore ottenendo un surplus. Si possono avere LBO di tipo amichevole o di tipo ostile a seconda del

¹² Cfr. CLEMENTI, LUSCHI, TRON (2006).

¹³ RONCATO, V., 2012, *Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi*, Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Anno Accademico 2011 / 2012

¹⁴ Cfr. BAUSILIO (2014).

fatto che la società target approvi o meno l'acquisizione. Anche le operazioni di MBO possono assumere l'appellativo di Leveraged management buy out nel caso in cui si tratti di un caso di MBO in cui i manager fanno un ampio ricorso alla leva per perfezionare l'operazione di acquisto;

- Family buy out, a cui si ricorre soprattutto in occasione del passaggio generazionale in aziende a conduzione familiare. Si tratta di una tecnica che permette al familiare o al ramo familiare interessato all'acquisizione del controllo totalitario dell'azienda di finanziarsi attraverso l'azienda stessa per ottenere i mezzi finanziari necessari all'acquisto delle partecipazioni di altri membri della famiglia non interessati a rimanere all'interno dell'azienda¹⁵;
- Workers buy out, dove i soggetti promotori sono i dipendenti dell'azienda stessa i quali procedono all'acquisizione e assumono un ruolo imprenditoriale;
- Management buy in, dove un gruppo di manager esterni all'azienda target ne acquisiscono le partecipazioni e assumono la figura di manager/imprenditore.

L'operazione finanziaria del buy out, promosso nei casi in cui l'origine della crisi sia dovuto a cause interne all'azienda, ossia a una delle cause presentate in apertura di capitolo (crisi di prodotto, crisi finanziaria, crisi di governance), ha l'obiettivo di modificare la compagine proprietaria dell'impresa al fine di tentare il risanamento dell'azienda. Tale fine può essere raggiunto attraverso due tipi di operazioni, che presentano profili comuni e caratteristiche proprie:

- a) Workers buy out (WBO)
- b) Management buy out (MBO)¹⁶

La prima differenza, che emerge fin dal nome dell'operazione, consiste nel soggetto che compie l'operazione: i lavoratori nel WBO e i manager dell'azienda nel MBO.

¹⁵ Cfr. BAUSILIO (2014).

¹⁶ Cfr. LANZAVECCHIA, D'AURIZIO (2013).

Una ulteriore differenza consiste nel fatto che, diversamente dai management buy out, i workers buy out si caratterizzano per un ridotto ricorso alla leva¹⁷ dal momento che il più delle volte il problema di fondo dell'azienda acquisita è l'eccessivo livello di indebitamento e quindi si deve procedere al risanamento dei debiti. Il ricorso alla leva può inoltre essere evitato grazie all'intervento di intermediari specializzati, tra cui investitori istituzionali e finanziatori che apportano le risorse finanziarie necessarie per effettuare l'operazione. Le due operazioni presentano inoltre ulteriori differenze sotto diversi punti di vista (Lanzavecchia, D'Aurizio 2013):

- Esiste una sostanziale differenza nell'esperienza e nella professionalità dei soggetti promotori: nel management buy out sono coinvolti dei soggetti con elevata esperienza nella gestione aziendale, mentre nel workers buy out sono coinvolti gli operai, gli impiegati e i quadri, con limitata esperienza gestionale;
- Mentre nel MBO l'azienda target è solitamente sana con prospettive di crescita sufficienti a rimborsare e remunerare il capitale preso a prestito per consentire l'acquisto della target, nei WBO l'azienda target è in crisi e presenta la necessità di una ristrutturazione del debito e di un ridimensionamento;
- Un'ultima differenza consiste nel meccanismo di acquisto che, per quanto riguarda i MBO, si concretizza con l'acquisto dell'intera azienda o delle quote azionarie, mentre, per quanto riguarda i WBO, consiste nella maggior parte dei casi nell'acquisto o nell'affitto di uno specifico ramo aziendale che si intende risanare, oppure nell'acquisto anche dei singoli cespiti funzionali alla produzione dei prodotti che si intende commercializzare.

Le modalità con cui può essere eseguito un workers buy out sono molteplici. Di seguito si presenta il funzionamento attraverso ESOP, tipico dell'esperienza statunitense e dei paesi di tradizione anglosassone, e il funzionamento attraverso cooperativa, tipico dell'esperienza italiana ed argentina.

¹⁷ La leva finanziaria consiste in una tecnica di acquisizione del controllo di una società utilizzando il ricorso al debito, nella prospettiva che i flussi di cassa futuri attesi dalla target siano sufficienti a remunerare e rimborsare tale debito. Le risorse finanziarie necessarie sono raccolte tramite società finanziarie specializzate in questo genere di operazioni.

1.2 Il funzionamento di un ESOP¹⁸

Negli Stati Uniti l'operazione di workers buy out si realizza attraverso uno strumento denominato ESOP (Employee Stock Ownership Plan). Si trattava, in origine, di “uno strumento previdenziale che prevede la costituzione da parte di un'impresa di un trust, ossia un'entità legale distinta, in cui l'impresa apporta azioni di nuova emissione o fondi per l'acquisto di azioni già esistenti¹⁹”. Lo scopo era quello di creare un fondo che permettesse la partecipazione agli utili da parte dei dipendenti attraverso il trasferimento ai lavoratori di stock azionari. Tale fondo operava come un fondo pensionistico nei quali la società promotrice versava i contributi dei dipendenti sotto forma di azioni della società stessa e il cui compito consisteva nella gestione delle azioni per conto dei dipendenti. Tuttavia, benché i dipendenti riuscissero, se considerati globalmente, ad accumulare anche quote significative di capitale sociale, la loro partecipazione alla governance dell'impresa rimane alquanto limitata non essendovi la predisposizione di strutture tali da permettere la gestione collettiva dell'impresa.

Lo strumento dell'ESOP fu in seguito trasformato, divenendo uno strumento di finanza aziendale. Ciò avvenne ad opera di Louis Kelso, avvocato, che nel 1956 progettò un ESOP per acquistare tutte le azioni della Peninsula Newspaper Inc. La diffusione massiccia di un tale utilizzo avvenne a partire da qualche anno più tardi, nel 1974, con l'emanazione dell'Employee Retirement Income Security Act (ERISA) il quale introduceva essenzialmente due novità. La prima consisteva nel fatto che la sua costituzione permetteva alle aziende che costituivano l'ESOP di godere di importanti agevolazioni fiscali (basti qui ricordare che l'ammontare della contribuzione azionaria versata in favore del fondo è fiscalmente deducibile) che permettevano di abbattere il costo del lavoro.

Esistono molti altri fattori, oltre a quelli fiscali, che hanno favorito la costituzione di ESOP da parte delle aziende. Tra questi, uno dei più importanti riguarda la maggior motivazione dei lavoratori e quindi una miglior produttività del lavoro che si traduce in miglior reddi-

¹⁸ Cfr. CARAGNANO, CARUSO (2010).

¹⁹ RONCATO, V., 2012, Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Università Cà Foscari.

tività per gli azionisti, ma anche per i dipendenti stessi che possono ottenere, oltre al normale salario che non diminuisce con la creazione dell'ESOP, anche una percentuale degli utili²⁰.

Le partecipazioni comunque, seppur di proprietà dei dipendenti in percentuali che variano in base a criteri legati al livello retributivo e all'anzianità di servizio in azienda, sono depositate presso l'ESOP che le custodisce e le gestisce finché il dipendente rimane in azienda. Nel caso in cui il dipendente receda dal contratto di lavoro per motivi diversi dal pensionamento o la morte sono previsti dei meccanismi di liquidazione tali da disincentivare il dipendente a lasciare l'azienda.

La seconda novità introdotta dalla legge del 1974, considerata la più importante in quanto permise utilizzi completamente diverse dello strumento, consiste nel fatto che il regolamento permise che i piani di azionariato collettivo potessero essere finanziati anche con capitale di prestito, assumendo il nome di Leveraged ESOP. In questo modo il fondo poteva indebitarsi per acquistare successivamente le azioni della società che aveva promosso il fondo stesso, permettendo ai dipendenti di diventare possessori del capitale piuttosto che semplici beneficiari dei fondi di partecipazione agli utili²¹. Lo scopo della Legge era quello di permettere ai lavoratori di acquisire una maggior partecipazione azionaria nella società in cui lavoravano per raggiungere una miglior collaborazione tra capitale e lavoro, senza attendere che ogni anno la società trasferisse un certo ammontare di azioni al fondo. In realtà, l'utilizzo principale dell'ESOP è stato quello di permettere operazioni di buy out operate dai dipendenti, realizzate specialmente in caso di crisi aziendali per salvaguardare i livelli occupazionali²².

Nel caso in cui i dipendenti intendano realizzare una operazione di buy out il funzionamento utilizzando l'ESOP è il seguente:

²⁰ Cfr. KIM, OUIOMET, (2014).

²¹ È inoltre accaduto che sia la società stessa a prestare le somme al fondo al fine di consentire l'acquisto totale delle proprie azioni da assegnare poi ai propri dipendenti per risolvere il problema del passaggio generazionale.

²² Secondo i dati di uno studio di *Fortune* negli Stati Uniti ci sono stati 11 mila ESOP che hanno coinvolto circa 10 milioni di lavoratori.

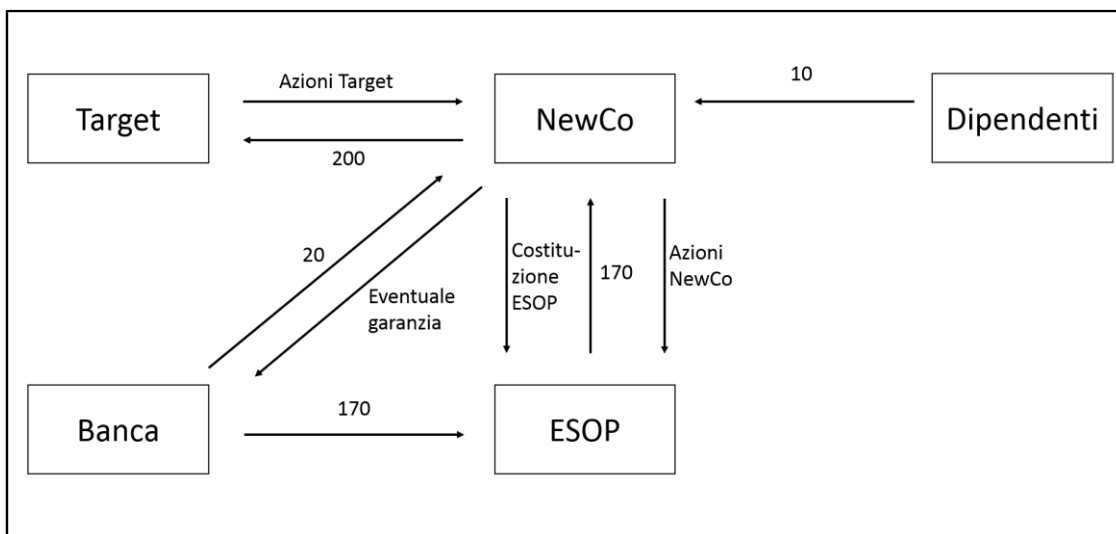


Figura 4 - Funzionamento di un ESOP con finalità di buy out. Fonte: D'Agostino (2014)

I dipendenti costituiscono la società NewCo, attraverso un conferimento di 10. La NewCo, contemporaneamente, può indebitarsi presso il sistema finanziario, nel nostro esempio per un importo di 20. A questo punto la società neocostituita istituisce un ESOP. L'ESOP può indebitarsi prendendo a prestito denaro direttamente da una banca o da altri soggetti finanziatori in base a quanto previsto, in Italia, dall'art. 2358, comma 3, c.c., per procedere poi all'acquisto di azioni di nuova emissione o di azioni esistenti dell'impresa target. Nell'esempio l'ESOP si indebita per 170, al fine di trasferire tale somma alla NewCo che ora, avendo a disposizione risorse finanziarie per 200, può acquistare le azioni esistenti della società target. Il prestito di 170 può eventualmente venir garantito dalla NewCo: naturalmente, la garanzia diviene pienamente operativa nel momento in cui le azioni della target sono trasferite alla NewCo. Periodicamente la NewCo verserà all'ESOP la quota necessaria a far fronte agli impegni nei confronti del sistema bancario; solitamente si tratta dei dividendi guadagnati dalle azioni che sono state trasferite all'ESOP, ma il debito va ripagato a prescindere dal fatto che i dividendi siano sufficienti.

Negli Stati Uniti il prestito viene ripagato attraverso le risorse che si liberano grazie al fatto che i pagamenti del prestito sono considerati fiscalmente deducibili dal reddito di impresa. Negli Stati Uniti i Leveraged ESOP godono di notevoli agevolazioni fiscali (deducibilità integrale degli interessi corrisposti alla banca per il pagamento del debito e, nel limite del 25% della retribuzione dei dipendenti, anche delle quote di rimborso del debito), il che ha favorito il ricorso a tale strumento.

Il rischio assunto dai dipendenti a seguito di una operazione di Leveraged ESOP non va sottovalutato: essi infatti si fanno carico del rischio economico dell'attività produttiva e della titolarità dell'impresa, ma devono tener presente che il prestito, al pari degli altri debiti, è trattato come una passività se l'azienda lo garantisce. Quindi se l'azienda ha problemi di redditività e non riesce a realizzare flussi di cassa sufficienti, l'obbligo nei confronti del finanziatore può mettere a rischio la sopravvivenza dell'azienda stessa.

In Italia lo strumento dell'ESOP potrebbe essere preso in considerazione quale possibile soluzione al problema del passaggio generazionale, che viene vissuto quotidianamente in moltissime imprese fortemente incentrate sulla figura dell'imprenditore/fondatore. In Italia infatti oltre il 35 per cento delle imprese sono potenzialmente interessate dal fenomeno che mette a rischio ogni anno 65 mila posti di lavoro. Nel nostro Paese il 95 per cento delle imprese, che offrono lavoro all'80 per cento della popolazione attiva, sono a conduzione familiare ed hanno meno di 10 dipendenti. Quasi la metà degli imprenditori italiani (43 per cento) ha più di 60 anni e, per motivi anagrafici, si trova obbligato a "passare il testimone"²³. Tuttavia, nel nostro Paese, non esiste, al momento, uno strumento giuridico in grado di soddisfare le esigenze tipiche di un ESOP, che oltre a comprendere diritti di tipo patrimoniale, ne comprende anche di tipo amministrativo. Per sopperire a tale mancanza, due sono le strade percorribili:

- Costituzione di un trust, investito del potere e dell'obbligo di amministrare, gestire e disporre dei beni secondo le istruzioni del costituente e nell'interesse di uno o più beneficiari. Pur consistendo in un patrimonio separato, il trust non è dotato di personalità giuridica e quindi gli atti compiuti sono imputabili al trustee, ossia alla persona fisica o giuridica che amministra i beni trasferiti al trust;
- Costituzione di una società a cui intestare le azioni della società in cui i dipendenti lavorano che gestisca tutti i diritti collegati alle azioni possedute dai dipendenti.

²³ Cfr. CAMPESATO (2002).

1.3 Il funzionamento di un workers buy out

L'altra modalità di sviluppo di un workers buy out consiste nel ricorso al modello cooperativo, eventualità ampiamente testata in Argentina, in Italia e in Europa, anche se va comunque sottolineato che, soprattutto nei paesi europei di tradizione anglo-americana è molto più diffuso lo strumento dell'ESOP rispetto al modello cooperativo.

I workers buy out costituiscono, come riportato in apertura di capitolo, una operazione finanziaria grazie alla quale si realizza l'acquisizione di un'azienda target da parte di un gruppo o della totalità dei dipendenti che vi lavorano. Lo schema seguente riassume il funzionamento tipico di un WBO:

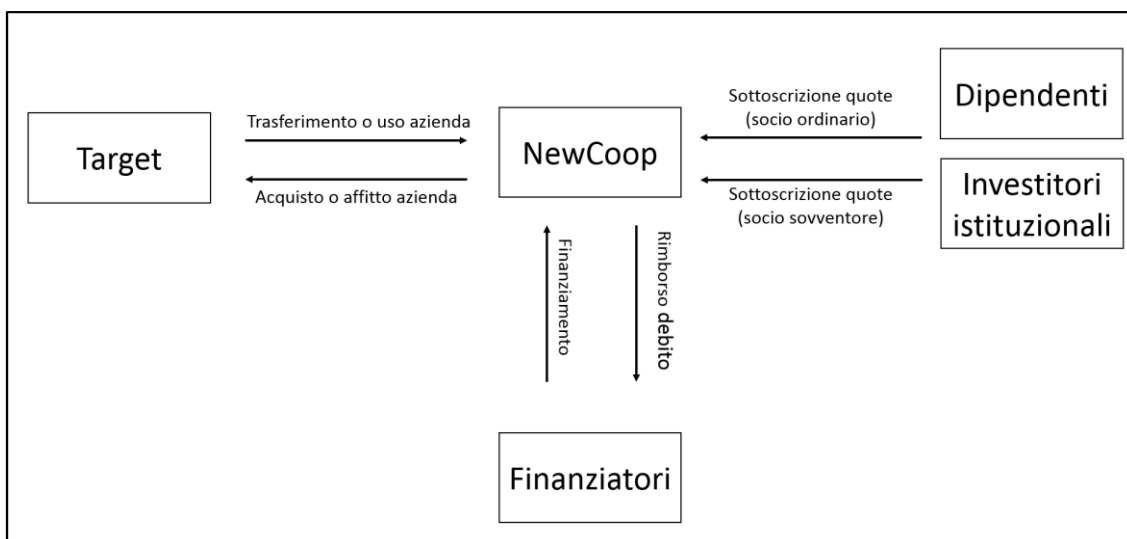


Figura 5 - Funzionamento di un workers buy out. Fonte: Lanzavecchia, D'Aurizio, (2013)

I lavoratori dell'azienda target che intendono rilevarla costituiscono una società cooperativa (NewCoop), di cui sottoscrivono le partecipazioni in qualità di soci ordinari (o soci cooperatori). Accanto ai lavoratori possono partecipare all'operazione anche degli investitori istituzionali, quali ad esempio CFI o Coopfond spa per citare i principali, che a loro volta sottoscrivono alcune quote della NewCoop con l'impegno a disinvestire nell'arco di sette anni ovvero non appena la nuova cooperativa sia in grado di camminare sulle proprie gambe. Oltre a questi possono partecipare al capitale sociale della cooperativa anche i cd. soci sovventori, il cui scopo è quello di sostenere finanziariamente l'iniziativa dei dipendenti. La NewCoop inoltre può sottoscrivere uno o più finanziamenti con il sistema creditizio al fine di ottenere le risorse necessarie per l'affitto o per l'acquisto della società target o di uno o alcuni suoi rami, potendo poi restituire il debito e pagare gli interessi

dovuti grazie alla nuova capacità acquisita con il risanamento della società target. Solitamente la società target è una società che si trova in liquidazione o che è fallita. Non è quindi detto che l'acquisto della target sia per forza un'operazione costosa, dal momento che i lavoratori acquistano l'Equity²⁴ della società, che viene determinato come differenza fra Enterprise Value²⁵ e Posizione finanziaria netta²⁶ e che potrebbe, dal momento che si sta acquistando un'azienda in crisi, essere un valore molto contenuto se non addirittura negativo. Tale conclusione va tuttavia rivista nel momento in cui non si acquista l'intera azienda ma solo un suo ramo, che potrebbe presentare un valore maggiore soprattutto nel caso in cui la maggior parte dei debiti finanziari vengano mantenuti in capo alla società in crisi. Si parla in questo caso di stock deal, ossia di un'acquisizione che avviene attraverso l'acquisto delle partecipazioni della società target.

Esiste anche un'altra modalità attraverso cui si può realizzare una operazione di workers buy out che consiste nell'acquisto del patrimonio della società target (e quindi dei suoi beni) e non delle sue azioni. Anche in questo caso, che viene denominato asset deal, può essere acquisita l'intera azienda oppure solo un suo ramo.

Lo schema di funzionamento dell'operazione di workers buy out è imperniato attorno alla costituzione di una cooperativa da parte dei lavoratori. La cooperativa può essere definita come una "associazione autonoma di persone che si riuniscono volontariamente per soddisfare i propri bisogni economici, sociali e culturali e le proprie aspirazioni attraverso la creazione di un'impresa a proprietà comune e democraticamente controllata²⁷". La cooperativa è quindi una forma di organizzazione simile all'impresa capitalistica, dalla quale tuttavia si differenzia per lo scopo mutualistico che le è proprio: le persone che compongono la cooperativa infatti hanno lo scopo di ottenere beni, servizi oppure occasioni di lavoro, come nel caso dei WBO, a condizioni migliori rispetto a quelle di mercato ma in un'ottica non lucrativa. Lo scopo non è quindi il lucro ma il soddisfacimento del bisogno

²⁴ L'equity, in finanza aziendale, è definito come la ricchezza netta degli azionisti, ossia rappresenta il capitale di rischio. Misura ciò che rimane, in caso di default, dopo aver rimborsato i debiti finanziari.

²⁵ L'enterprise value misura il valore dell'azienda che dipende dall'entità, dalla distribuzione temporale e dal rischio dei flussi monetari attesi dalla gestione aziendale.

²⁶ La posizione finanziaria netta è definita come l'indebitamento netto di un'impresa, espresso come il saldo tra fonti ed investimenti di natura finanziaria. È positiva nel caso in cui le disponibilità liquide e i crediti siano maggiori dei debiti finanziari, negativa nel caso opposto. In questo ultimo caso si parla di indebitamento finanziario, che evidenzia l'esposizione nei confronti dei terzi finanziatori.

²⁷ Definizione formulata da Alleanza cooperativa internazionale (ACI), 1995, all'interno della Dichiarazione di identità cooperativa.

(di lavorare) dei soci. Nel nostro ordinamento le cooperative sono disciplinate agli articoli 2511 e seguenti del Codice Civile. Si tratta di una forma societaria dotata di autonomia patrimoniale perfetta, ossia delle obbligazioni sociali risponde solo la società con il suo patrimonio. Per quanto non disciplinato in modo specifico per le cooperative, si fa riferimento alle disposizioni sulle società per azioni, in quanto compatibili, o alle disposizioni sulle srl nel caso in cui sia previsto dall'atto costitutivo. Una delle peculiarità delle cooperative è che si tratta di società a capitale variabile, dal momento che i soci sono liberi di entrare o di recedere senza che questo comporti la necessità di una delibera per la conseguente variazione in aumento o in diminuzione del capitale²⁸.

Entrando più nel particolare, nel caso in questione si tratta di cooperative di produzione e lavoro, nate per difendere il lavoratore nel contesto della società industriale. Lo scopo consiste quindi nel procurare offerte lavorative ai propri soci alle migliori condizioni possibili. L'art. 1 della Legge n. 142 del 3 aprile 2001, contenente una revisione della legislazione in materia cooperativistica, le definisce come "le cooperative nelle quali il rapporto mutualistico abbia ad oggetto la prestazione di attività lavorative da parte del socio". Tale prestazione e il rapporto del socio-lavoratore con la cooperativa sono disciplinate da un regolamento interno, obbligatorio per questo tipo di cooperativa in base alla Legge 142/2001. Possono operare in qualsiasi settore, dalla produzione di beni fino alla prestazione di servizi, anche se principalmente sono attive nei settori della ristorazione, delle pulizie e dell'artigianato. Nella stessa persona quindi si concentrano due ruoli: di lavoratore e di imprenditore. In alcune esperienze prevale il ruolo di imprenditore, in altre (la maggior parte) il ruolo di lavoratore. Tra gli obiettivi ritroviamo (Ianes, 2011): quello di mantenere l'occupazione, quello di ottenere condizioni salariali migliori, quello di creare un ambiente lavorativo migliore senza prevaricazione padronale, quello di prendere insieme le decisioni in quanto tutti i lavoratori (che hanno sottoscritto una partecipazione della cooperativa) sono co-imprenditori. Le cooperative quindi tendono a operare laddove le imprese for-profit non operano o falliscono, in quanto i fini perseguiti sono diversi

²⁸ Per approfondire la disciplina relativa alle società cooperative si rimanda a: DI DIEGO, S., 2014, *Le società cooperative*. 6° ed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore.

rispetto alle imprese lucrative. Secondo Papa Francesco “Le cooperative sfidano tutto, sfidano anche la matematica, perché in cooperativa uno più uno fa tre²⁹”.

La cooperativa non è l'unica forma che permette di proseguire l'attività della vecchia impresa ora entrata in crisi, ben potendo i lavoratori costituire a loro volta una società di capitali. La forma cooperativa tuttavia è l'unica che permette di costruire un sistema che pone più importanza alle persone rispetto ai risultati da conseguire, mettendo i soci-lavoratori tutti sullo stesso piano: sono tutti titolari dell'azienda e tutti contribuiscono a raggiungere l'obiettivo comune in un ambiente collaborativo più che competitivo.

1.4 La storia dei Workers buy out

La forma di WBO così come viene oggi utilizzata in Italia è nata nel 2001 in Argentina, paese che nel dicembre dello stesso anno inizia a trovarsi in difficoltà a causa del default che colpì l'economia nazionale causando la perdita di moltissimi posti di lavoro. Nel paese sudamericano si sono registrati, fino al 2014, 270 casi di workers buy out o, meglio, di Ert, *empresas recuperadas por sus Trabajadores* (che tradotto significa imprese recuperate dai loro lavoratori) costituite in forma di cooperativa, che coinvolgono 40.000 lavoratori³⁰. Solitamente gli operai argentini si mobilitavano occupando le fabbriche nelle quali lavoravano e avviando un processo di autogestione al fine di ottenerne l'affidamento da parte del curatore fallimentare. L'occupazione era necessaria per evitare il “saccheggio” dei macchinari da parte della precedente proprietà o degli organi del fallimento al fine di procedere alla loro vendita per soddisfare i creditori dell'azienda fallita. Gli operai nel frattempo si dovevano preoccupare, sul piano legale, di ottenere la sospensione della liquidazione dell'impresa e l'affidamento della stessa per poter proseguire nell'attività produttiva. Fin dal 1995 esisteva in Argentina una legge, la Ley Nacional de Concursos y Quiebras (Legge 24.522, art 180 e, in particolare l'articolo 190, così come modificato da una riforma del 2001) che prevedeva tale possibilità:

²⁹ Papa Francesco, 2015, *Discorso ai rappresentanti della confederazione cooperative italiane*, 28 febbraio.

³⁰ Dati disponibili su: BARBERA, F., et al., 2014, *L'impresa "recuperata": dall'esperienza argentina alle politiche di supporto alle imprese colpite dalla crisi finanziaria in Italia*. [Online], Disponibile su: <http://www.insightweb.it/web/files/limpresa.pdf>. Data di accesso [11/08/15]

“Nella continuità dell’impresa si prenderà in considerazione la richiesta formale dei lavoratori in rapporto di dipendenza che rappresentino i due terzi del personale in attività o dei creditori con rapporti lavorativi, che dovranno operare nel periodo di continuità sotto la figura della cooperativa di lavoro”.

Nel paese quindi il terreno per l’avvio dei workers buy out era già fertile, in quanto la legislazione nazionale prevedeva la possibilità di un diritto di prelazione da parte dei lavoratori sull’affidamento dall’impresa nella quale questi lavoravano. La decisione spetta comunque al giudice e non è definitiva: l’affidamento è infatti sempre temporaneo, di durata biennale, e richiede di essere rinnovato. I lavoratori quindi si trovano ad operare in una condizione di precarietà che non sempre è facile da gestire, soprattutto con riferimento ai rapporti con i fornitori e i clienti. Proprio per questo motivo i lavoratori cercavano, quando possibile, attraverso varie forme di finanziamento, di acquistare i beni di produzione al fine di ridurre la situazione di incertezza.³¹

Oggi, a distanza di quasi 15 anni dall’inizio della crisi argentina, molte delle imprese recuperate sono imprese sane e stabili. Ciò dimostra (Barbera, 2014) che la forte coesione sociale tra il gruppo operaio riesce ad assicurare la crescita dell’impresa nel momento in cui si risponde con prodotti di qualità alla domanda del mercato³².

In Italia il fenomeno dei lavoratori che acquistano l’impresa in cui lavorano è molto antico e può essere fatto risalire al 1874 ad opera dei lavoratori della fabbrica di stoviglie e maioliche di proprietà di Giuseppe e Angelo Bucci. La cessione della fabbrica agli operai determina la nascita della Cooperativa Ceramica d’Imola, che diviene così la più antica cooperativa di produzione e lavoro d’Italia. La cessione muove dalla volontà di contribuire al progresso dell’industria e al miglioramento economico dei lavoratori³³. In seguito si verificano altri casi di workers buy out, come per esempio nel 1952, quando trenta lavoratori della Vetreria IVI di Taddei, a causa del loro licenziamento, decidono di costituire una nuova cooperativa, la IVV, Industria Vetraria Valdarnese, per salvaguardare il

³¹ Cfr. SERMASI (2012).

³² Per un approfondimento sul tema si veda: BARBERA, F., et al., 2014, L’impresa "recuperata": dall’esperienza argentina alle politiche di supporto alle imprese colpite dalla crisi finanziaria in Italia. [Online], Disponibile su: <http://www.insightweb.it/web/files/limpresa.pdf>. Data di accesso [11/08/15].

³³ Fonte: <http://www.imolaceramica.com/it/azienda/#history>. Data di accesso: [12/08/2015].

loro posto di lavoro. Si tratta tuttavia di casi isolati, realizzati senza una adeguata disciplina della materia.

Possiamo quindi considerare come primo vero e proprio workers buy out in Italia, quello che risale al 1982, dopo due anni di occupazione della fabbrica, ad opera dei lavoratori della F.Ili Scalvenzi di Pontevico, ora denominata Nuova Scalvenzi soc. coop, a seguito della crisi aziendale che colpì la società e che culminò con la messa in liquidazione dell'azienda e con la scomparsa, con suicidio, di uno dei tre soci. Ne seguirono altri soprattutto nella seconda metà degli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta, e cioè a seguito dell'emanazione della Legge Marcora e prima che l'operatività della stessa venisse bloccata, registrando sia successi che fallimenti. I fallimenti sono dipesi secondo Ianes (2011) da diversi fattori quali inesperienza, approssimazione e il continuare della crisi che aveva investito la società oggetto di buy out. Nella maggior parte dei casi, la capacità di rimanere sul mercato è dipesa dal settore in cui la cooperativa era attiva: hanno quindi avuto più successo quelle che operavano nel terziario rispetto a quelle industriali. Tale evidenza è dovuta essenzialmente alla diversa necessità di capitale dei due settori. Il settore industriale infatti richiede investimenti elevati che spesso sono sostenibili con difficoltà visti i limitati mezzi finanziari a disposizione. Da questa prima evidenza è possibile trarre una prima conclusione: la costituzione di una cooperativa di produzione e lavoro è adatta nelle situazioni in cui il fattore lavoro è prevalente rispetto al fattore capitale. Tuttavia, tale deduzione lascia il tempo che trova dal momento che, a seguito dei successivi interventi legislativi (in particolare si cita la L. 49 del 27 febbraio 1985 - Legge Marcora – così come modificata dalla Legge 57 del 2001), si è cercato di incrementare le disponibilità finanziarie a disposizione delle cooperative che rispettano determinanti requisiti.

Con la crisi finanziaria del 2008, il fenomeno si è diffuso in una misura alquanto importante anche in Italia e negli Stati Uniti, per non parlare di Francia, Inghilterra e Germania. In una intervista al *Corriere della sera*³⁴, Aldo Soldi, direttore generale di Coopfond, spiega che, pur non essendo la soluzione alla crisi attuale, il workers buy out è comunque una delle possibili risposte alle molteplici difficoltà che il nostro paese sta attraversando. Patrizia Toia, europarlamentare, ha predisposto e presentato al parlamento europeo nel

³⁴ SALVADORI, A., 2014, Coopfond e le altre: quando la vita delle aziende ricomincia dai dipendenti. *Corriere della sera*, 29 Settembre, pag. 38

2013 una relazione sulla diffusione del modello cooperativo nei paesi dell'Unione europea, concentrandosi in modo particolare sul contributo che le cooperative possono dare al superamento della crisi economica³⁵. Il parlamento europeo ha approvato la relazione dell'europarlamentare ponendo, nella risoluzione promulgata, particolare attenzione al fenomeno dei workers buy out. In particolare il testo recita che: “[Il parlamento europeo] ritiene che il trasferimento di un'impresa ai dipendenti mediante la creazione di una cooperativa e altre forme di azionariato dei dipendenti possano essere la soluzione migliore per garantire la continuità aziendale; sottolinea che questo tipo di riconversione, con specifico riferimento alle cooperative di lavoro e ai workers buy-out, deve essere sostenuto da una specifica linea di bilancio dell'UE che preveda anche gli opportuni strumenti finanziari; chiede urgentemente la creazione, con la partecipazione della Banca europea per gli investimenti (BEI), delle parti sociali e degli stakeholder del movimento cooperativo, di un meccanismo europeo volto a promuovere lo sviluppo delle cooperative e, in particolare, le riconversioni di imprese in cooperative anche, ad esempio, attraverso lo strumento dei fondi mutualistici³⁶”.

Sulla scorta di quanto stabilito dal parlamento europeo, Patrizia Toia ha presentato nel luglio del 2014 un progetto alla Commissione europea per finanziare le cooperative che rilevano le aziende in crisi, chiedendo il finanziamento di un progetto pilota dotato di un fondo di 500.000 euro per la creazione di cooperative di lavoratori finalizzate a rilevare aziende in fallimento o senza successore. Tale finanziamento è stato approvato nell'ottobre dello stesso anno e servirà a sensibilizzare diversi soggetti, in particolare i professionisti, su il valore aggiunto di questo tipo di operazione. Anche la politica quindi sembra essersi accorta delle potenzialità dello strumento nel contribuire a ridurre i fallimenti e soprattutto, dal momento che le principali vittime della crisi economica sono i dipendenti, la disoccupazione, che solo negli ultimi mesi ha iniziato a ridursi rispetto al picco toccato a novembre 2014, attestandosi al 12%³⁷.

³⁵ TOIA, P., 2013, Modello cooperativo. Una soluzione per salvare le imprese dal fallimento. Commissione europea per l'industria, la ricerca e l'energia, 12 giugno.

³⁶ Risoluzione del Parlamento europeo, nr. A7-0222/2013, 2013.

³⁷ Fonte: Dati ISTAT relativi al mese di Luglio 2015. Valore percentuale, dati destagionalizzati.

1.5 La legislazione di riferimento

Come illustrato, seppur sommariamente, nell'introduzione a questa tesi, sono molte le aziende costrette a ritirarsi dal mercato a causa delle diverse difficoltà che incontrano, e ciò, il più delle volte, avviene attraverso la procedura fallimentare o attraverso altre procedure liquidatorie³⁸ che prevedono la liquidazione del patrimonio del debitore per soddisfare i creditori che presentano domanda di ammissione allo stato passivo. Negli ultimi anni alla tradizionale vocazione liquidatoria del fallimento si è affiancata una nuova visione del legislatore, che tende a salvaguardare il complesso produttivo dell'impresa in crisi, permettendo, in questo modo, all'imprenditore di risanarla o di cederla sul mercato. Tale possibilità può consentire di ricavare un risultato più soddisfacente rispetto alla liquidazione dei singoli beni che compongono l'attivo patrimoniale, sia dal punto di vista dei creditori che hanno maggiori possibilità di ottenere la somma loro spettante, sia dal punto di vista dei lavoratori che potrebbero mantenere la loro, spesso unica, fonte di reddito.

Per quanto riguarda la procedura fallimentare, la legge 267 del 1942, agli articoli 104 e 104-bis, prevede la possibilità di esercizio provvisorio dell'impresa e di affitto dell'azienda. Si tratta di opportunità che il curatore deve considerare al fine della stesura del programma di liquidazione (art. 104-ter l.f.), al fine di ottenere la miglior realizzazione dell'attivo ed evitare quindi liquidazioni irrazionali dello stesso. Tenendo presente che lo scopo della procedura in esame è pur sempre la realizzazione dell'attivo, va evidenziato come la miglior realizzazione spesso non si ottenga attraverso lo smembramento del patrimonio aziendale, ma cercando di estrarre, monetizzandolo, il residuo valore economico che l'impresa, magari alleggerita dei rami aziendali non più proficui, è ancora in grado di produrre. La liquidazione dell'attivo, in particolare negli ultimi anni, permette infatti di recuperare poco rispetto a quanto bisognerebbe ripartire tra i creditori. Ciò è dovuto in primo luogo al fatto che il contesto economico non è più in crescita come negli anni pre-crisi e in secondo luogo al fatto che la maggior parte del capitale viene oggi investito in beni immateriali o ad altissimo contenuto tecnologico.

³⁸ Si pensi per esempio alla liquidazione coatta amministrativa o alle soluzioni negoziate della crisi di impresa (concordato preventivo, accordi di ristrutturazione), che seppur con percorsi differenti rispetto alla procedura fallimentare, possono pur sempre condurre alla liquidazione dell'impresa.

L'esercizio provvisorio dell'impresa sottoposta a fallimento da parte del curatore può essere disposto sia dal tribunale con la sentenza dichiarativa di fallimento nel caso in cui lo stesso ritenga che dalla interruzione possa derivare un grave danno, oppure successivamente, dal curatore cui spetta il compito di valutare l'opportunità della prosecuzione³⁹. Si tratta, in ogni caso, di uno strumento conservativo del patrimonio che quindi può essere attuato solo se con l'interruzione dell'attività potrebbe risultare un grave danno ai creditori. L'esercizio è in ogni caso provvisorio, in quanto, come già specificato, il fine è la realizzazione del valore dell'impresa. In ogni caso, e ciò è quello che interessa per un'eventuale operazione di buy out, non si mira a salvaguardare solo l'interesse dei creditori, ma anche alla conservazione dell'impresa nella sua integrità al fine di poterla cedere ottenendo, dal punto di vista della procedura un compenso maggiore e dal punto di vista dell'acquirente un maggior valore dato dal fatto, per esempio, che si conservano i rapporti con i clienti e con i fornitori.

L'altra possibilità prevista dall'art. 104-bis della Legge Fallimentare riguarda l'affitto d'azienda o di suoi rami. Molti dei workers buy out analizzati per la stesura del presente lavoro hanno avuto avvio attraverso tale strumento. In questo caso, dopo l'apertura del fallimento, si stipula il contratto di affitto in base al quale l'azienda sarà gestita da soggetti diversi rispetto alla precedente proprietà o agli organi fallimentari. Lo scopo è anche in questo caso quello di conservare l'impresa nella sua integrità in prospettiva e nella speranza di una successiva cessione in blocco (o di un suo ramo). Gli affittuari sono tenuti, come nei normali contratti, a corrispondere i canoni di affitto che accrescono la massa attiva a disposizione di tutti i creditori; il contratto di affitto può essere stipulato solo se *“appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda”*, su proposta del curatore⁴⁰. Anche in questo caso la durata del contratto è limitata e deve essere compatibile con le esigenze della liquidazione, con possibilità di recesso anticipato da parte del curatore. Con il contratto di affitto di azienda il rischio di impresa non è più a carico del fallito (come invece accade con l'esercizio provvisorio dell'attività d'impresa) ma grava su un nuovo soggetto. Di conseguenza le nuove obbligazioni, sorte durante il periodo di affitto,

³⁹ In questo secondo caso sono necessari il parere favorevole del comitato dei creditori e l'autorizzazione del giudice delegato.

⁴⁰ Anche in questo caso saranno necessari il parere favorevole del comitato dei creditori e l'autorizzazione del giudice delegato.

non graveranno sulla procedura ma sul solo affittuario, non essendo prevista la prededuzione dei crediti sorti durante il periodo.

Al termine del contratto sono possibili due strade: la retrocessione dell'azienda affittata (o del ramo affittato), oppure la cessione definitiva dell'azienda allo stesso affittuario nel caso in cui nel contratto di affitto sia stabilito il suo diritto di prelazione. Tale diritto viene concesso previo parere favorevole del comitato dei creditori e su autorizzazione del giudice delegato e ha lo scopo di incentivare il potenziale interessato all'acquisto a stipulare, nell'attesa che si svolgano le procedure necessarie, un contratto di affitto.

Nella predisposizione del programma di liquidazione (art. 104-ter, l.f.) il curatore deve valutare, oltre all'esercizio provvisorio dell'impresa e all'affitto dell'azienda, anche la possibilità di cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami o di beni individuabili in blocco. Si tratta, quando possibile, della soluzione preferibile in quanto permette di realizzare un maggior valore sia per la procedura che per i soggetti che realizzano il buy out. In deroga a quanto normalmente previsto per il trasferimento di azienda, il curatore, l'acquirente e i rappresentanti sindacali possono anche accordarsi per un trasferimento solo parziale dei lavoratori e, eventualmente, per modificare i rapporti di lavoro che proseguono. Si tratta di una previsione molto importante anche per i buy out realizzati dai lavoratori stessi, in cui è quasi sempre necessario realizzare un ridimensionamento aziendale⁴¹.

La Legge fallimentare ha subito una recente modifica, ad opera di una norma inserita nel cd. Destinazione Italia (D.L. n. 145 del 23 dicembre 2013 convertito dalla Legge 9/2014), per quanto riguarda le imprese soggette alle procedure concorsuali in essa disciplinate. Il decreto in esame, all'art. 11 co. 2 e 3 prevede infatti quanto segue:

“2. Nel caso di affitto o di vendita di aziende, rami d'azienda o complessi di beni e contratti di imprese sottoposte a fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria, hanno diritto di prelazione per l'affitto o per l'acquisto le società cooperative costituite da lavoratori dipendenti dell'impresa sottoposta alla procedura.

3. L'atto di aggiudicazione dell'affitto o della vendita alle società cooperative di cui al comma 1, costituisce titolo ai fini dell'applicazione dell'articolo 7, comma 5, della legge

⁴¹ Cfr. SCIUTO (2013).

23 luglio 1991, n. 223, ai soci lavoratori delle medesime, ferma l'applicazione delle vigenti norme in materia di integrazione del trattamento salariale in favore dei lavoratori che non passano alle dipendenze della società cooperativa”

Con tale disposizione si introduce il diritto di prelazione in favore delle società cooperative costituite dai lavoratori dipendenti dell'azienda in crisi che si propongono per affittare o acquistare l'azienda o un ramo dell'azienda sottoposta a procedure concorsuali. Per la realizzazione di quanto previsto dal secondo comma, il comma 3 prevede la possibilità di applicare quanto previsto dall'art. 7 co5 della legge 223/91, ossia la possibilità, per le maestranze che ne facciano richiesta e che intendano intraprendere un'attività autonoma o associarsi in cooperative, di ottenere la corresponsione anticipata dell'indennità di mobilità. La norma quindi, a parità di offerta e di condizioni⁴² con altri soggetti, privilegia, per quanto riguarda la scelta sul soggetto con cui stipulare un contratto di affitto d'azienda o di cessione della stessa, le società cooperative costituite dai lavoratori dell'azienda sottoposta a procedura concorsuale.⁴³

Si tratta di un importante riconoscimento per i lavoratori dipendenti, in ottica di favorire forme di partecipazione e coinvolgimento dei lavoratori nella gestione aziendale, attuando quanto sancito dall'articolo 46 della Costituzione che intende promuovere la partecipazione dei lavoratori alle decisioni dell'impresa⁴⁴.

È proprio in base all'articolo 46 della Costituzione che si è sviluppato in Italia il ricorso ai Workers buy out, dopo un lungo periodo di “letargo” della disposizione dovuto principalmente a resistenze da parte degli imprenditori che non vogliono intromissioni nel loro potere di gestione. L'articolo della carta costituzionale infatti così recita:

⁴² L'art.104-bis della legge fallimentare prevede infatti l'obbligo per il curatore di scegliere l'affittuario sulla base non solo dell'ammontare del canone offerto, ma anche delle garanzie prestate e dell'attendibilità del piano di prosecuzione dell'attività imprenditoriale, con una particolare attenzione alla conservazione dei livelli occupazionali. Anche per quanto riguarda la cessione unitaria dell'azienda o di un suo ramo, l'articolo 107 l.f. prevede di applicare le stesse regole previste in tema di affitto d'azienda al fine di individuare l'acquirente e determinare il prezzo.

⁴³ CAMERA DEI DEPUTATI, Documenti per l'esame di Progetti di legge. Interventi urgenti di avvio del piano “Destinazione Italia” D.L. 145/2013. XVII Legislatura, n. 108, 8 gennaio 2014.

⁴⁴ Non rilevano ai fini dell'applicazione dell'art. 46 gli incentivi corrisposti ai dipendenti in caso di raggiungimento di obiettivi aziendali in quanto non si ha una partecipazione dei lavoratori al processo decisionale.

“Ai fini della elevazione economica e sociale del lavoro e in armonia con le esigenze della produzione, la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende”.

L’articolo intende promuovere la collaborazione tra imprenditori e lavoratori nella gestione delle aziende, avendo come fine originario quello di elevare il lavoratore da strumento a collaboratore della produzione. Tuttavia per lungo tempo è rimasto solo sulla carta, non avendo mai il legislatore avviato vere forme di cogestione, ossia di partecipazione dei lavoratori negli organi direttivi. La partecipazione dei lavoratori è quindi per lungo tempo rimasta limitata ai soli aspetti garantiti dai contratti collettivi nazionali che prevedono più che altro diritti di informazione e di consultazione, i quali, benché necessari ai fini della partecipazione dei lavoratori, non sono sufficienti affinché si possa parlare di cogestione. L’articolo 46 della Costituzione quindi diviene pienamente operativo grazie ai workers buy out, che fanno confluire nella stessa persona le caratteristiche e le peculiarità tipiche dell’imprenditore e del lavoratore.

Partendo dagli ultimi sviluppi sul tema, la riforma Monti/Fornero (Legge 92/2012) è intervenuta sul tema con l’articolo 4 comma 62 per favorire forme di coinvolgimento dei lavoratori nell’impresa da attivare attraverso la stipulazione di un contratto collettivo aziendale. La delega al Governo prevista dalla norma, che ad oggi è ancora da adottare, dovrebbe “conferire organicità e sistematicità alle norme in materia di informazione e consultazione dei lavoratori, nonché di partecipazione dei dipendenti agli utili e al capitale⁴⁵”.

Nel passato il legislatore era già intervenuto sul tema della partecipazione dei lavoratori alle decisioni aziendali al fine di favorire il diritto sancito all’articolo 46 della Costituzione, che tuttavia deve, in tema di workers buy out, essere letto assieme all’articolo 45 della stessa Costituzione, il quale, al comma 1 prevede:

“La Repubblica riconosce la funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata. La legge ne promuove e favorisce l’incremento con i mezzi più idonei e ne assicura, con gli opportuni controlli, il carattere e le finalità”.

⁴⁵ Articolo 4 comma 62 della L.92/2012

Lo Stato quindi favorisce la costituzione di società cooperative, in quanto riconosce che esse perseguono una funzione di pubblica utilità imperniata attorno al concetto di mutualità e sganciata dal fine lucrativo, prevedendo diverse agevolazioni e incentivi contenuti principalmente, per quanto riguarda il tema dei workers buy out, nella Legge Marcora (L. 49/1985, così come modificata dalla L. 57 del 2001) e nella Legge 59 del 1992, contenenti la prima “provvedimenti per il credito alla cooperazione e misure urgenti a salvaguardia dei livelli di occupazione” e la seconda “nuove norme per la società cooperativa”. La Legge Marcora, nata con una retroattività di tre anni per consentire alle imprese sorte prima della sua emanazione di poterne beneficiare⁴⁶, ha introdotto particolari strumenti nell’ordinamento italiano tra cui due diversi fondi:

- “Fondo di rotazione per la promozione e lo sviluppo della cooperazione” (FONCOOPER);
- “Fondo speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione”.

Il primo fondo, FONCOOPER, è disciplinato agli articoli 1 – 13 (Titolo I) della Legge Marcora ed ha natura prettamente creditizia. Il fondo è alimentato da disponibilità statali, oltre che dagli interessi corrisposti dalle cooperative che sottoscrivono i finanziamenti e dai relativi rimborsi di capitale. È stato istituito per concedere finanziamenti a tassi agevolati, tramite le banche che sono ad esso convenzionate⁴⁷, a cooperative di tutti i settori produttivi essenzialmente per la copertura dei costi derivanti da programmi di investimento relativi a:

1. “all’aumento della produttività e/o dell’occupazione della manodopera mediante l’incremento e/o l’ammodernamento dei mezzi di produzione e/o dei servizi tecnici, commerciali e amministrativi dell’impresa, con particolare riguardo ai più recenti e moderni ritrovati delle tecniche specializzate nei vari settori economici;
2. a valorizzare i prodotti anche mediante il miglioramento della qualità ai fini di una maggiore competitività sul mercato;

⁴⁶ Si ricorda che nel 1982 la F.Ili Scalvenzi è stata oggetto di un’operazione di workers buy out. La cooperativa di lavoratori non avrebbe potuto beneficiare dei finanziamenti introdotti dalla Legge Marcora senza la citata retroattività.

⁴⁷ Gli istituti di credito convenzionati per la gestione dei fondi previsti variano da regione a regione. Per esempio, la regione Emilia Romagna ha affidato la gestione a Unicredit spa mentre altre regioni si sono affidate a BNL.

3. a favorire la razionalizzazione del settore distributivo adeguandolo alle esigenze del commercio moderno;
4. alla sostituzione di altre passività finanziarie contratte per la realizzazione dei progetti appena esposti, purché determinatesi non oltre due anni prima dalla data di presentazione della domanda;
5. alla ristrutturazione e riconversione degli impianti, oltre alle spese per scorte⁴⁸”.

Il secondo fondo, il “Fondo speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione” disciplinato agli articoli 14 – 19 (Titolo II) della Legge 49/85, è diretto al finanziamento, attraverso partecipazione al capitale, a favore di società finanziarie costituite appositamente per partecipare, a loro volta, al capitale sociale (e quindi di rischio) di altre cooperative. Queste società sono quindi investitori istituzionali e sono sottoposti a diverse regole:

- devono avere come soci almeno cinquanta cooperative;
- tali cooperative devono essere distribuite sull’intero territorio nazionale o in almeno 10 regioni.

Le imprese partecipate sono, in modo prioritario, le cooperative di produzione e lavoro⁴⁹ neocostituite da soci-lavoratori provenienti da aziende in crisi in quanto sottoposte a procedure concorsuali, o che hanno presentato la domanda di intervento della cassa integrazione guadagni, lavoratori licenziati per cessazione dell’attività dell’impresa o per riduzioni di personale, lavoratori in mobilità o impegnati in lavori socialmente utili⁵⁰.

Le società finanziarie possono assumere partecipazioni temporanee⁵¹ e di minoranza rispetto al valore complessivo del capitale sociale della cooperativa partecipata così come concedere finanziamenti e agevolazioni finanziarie. Il loro intervento ha lo scopo di con-

⁴⁸ Articolo 1 L. 49/1985.

⁴⁹ L’art. 17 della Legge Marcora, così come modificato dalla legge n. 57/2006, prevede che anche le cooperative sociali con almeno 9 soci possano beneficiare di tale fondo, così come le piccole e medie imprese costituite in forma di società cooperativa o di piccola società cooperativa che avvino progetti di sviluppo, consolidamento o di riposizionamento.

⁵⁰ Per l’elencazione riportata nel testo si veda Renga (1996). Nel silenzio dell’articolo 17 della Legge Marcora, il quale tra i destinatari della norma riporta, in modo generico, le cooperative costituite da lavoratori provenienti da aziende in crisi, l’autrice ritiene di poter ricomprendere tutta una serie di soggetti in quanto nei casi suddetti è a rischio la loro occupazione. Si ritiene quindi che la ratio della norma sia rispettata. Sul punto esistono tuttavia divergenze in dottrina.

⁵¹ È previsto che la durata della partecipazione sia inferiore al limite massimo di 10 anni.

ferire maggior stabilità finanziaria alla cooperativa, cercando quindi di risolvere il problema della sottocapitalizzazione. Lo scopo del legislatore è invece quello di investire risorse nella reintegrazione del lavoratore nel mercato del lavoro invece di assisterlo con i normali strumenti di tutela e integrazione del reddito.

Il fondo della società finanziaria che partecipa al capitale della cooperativa ha, in ogni caso, diritto ad un solo voto in assemblea, in base a quanto previsto dal comma dell'articolo 2538 del codice civile. Tale soggetto infatti non assume la qualifica di socio cooperatore dal momento che non partecipa allo scambio mutualistico derivante dall'attività cooperativa.

Grazie a questa disposizione nel 1986 nasce C.F.I., Cooperazione Finanza Industriale, oggi Cooperazione Finanza Impresa, promosso dalle maggiori tre Centrali cooperative dell'epoca (Legacoop, Confcooperative e AGCI) e partecipato dal Ministero dello Sviluppo Economico e da 270 cooperative. C.F.I. promuove la nascita, lo sviluppo e il riposizionamento di cooperative attraverso la partecipazione al capitale sociale in qualità di investitore istituzionale e l'erogazione di finanziamenti finalizzati a piani di investimento, con l'obiettivo di creare valore e di salvaguardare e incrementare l'occupazione. Ad oggi C.F.I. ha in portafoglio 90 imprese cooperative che occupano circa 3800 addetti, ma nel corso della sua storia ha partecipato in molti progetti. Basti considerare che nella prima fase della sua attività (dal 1986 al 2001) ha investito nel capitale di rischio di 160 cooperative di produzione e lavoro⁵² sostenendo l'occupazione di circa seimila⁵³ lavoratori. Molte delle cooperative recuperate in questi anni oggi sono ancora attive, grazie soprattutto al contesto economico favorevole che ne ha permesso il consolidamento e lo sviluppo. Si registra, grazie agli strumenti previsti dalla legge Marcora un tasso di sopravvivenza di circa il 60 per cento nel 1999⁵⁴.

⁵² Fino alla riforma del 2001 il fondo infatti poteva partecipare solamente in questa categoria di cooperative. Delle 161 operazioni realizzate in questa fase, in base ai dati forniti da C.F.I., 102 risultano liquidate (ossia l'impresa è andata in liquidazione), 30 risultano attualizzate (ossia ha rimborsato il capitale anticipatamente riconoscendo a CFI il valore attualizzato alla data del rimborso) e 29 risultano cedute (ossia ha venduto le quote di C.F.I. ad un terzo o ai soci della cooperativa stessa).

⁵³ Fonte: www.cfi.it

⁵⁴ RONCATO, V., 2012, Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Università Cà Foscari.

Nel solo periodo tra il 2011 e il 2014 C.F.I. ha approvato 45 interventi a sostegno di progetti di WBO. Le richieste tuttavia sono molte di più, ma il fondo valuta attentamente i progetti che gli vengono sottoposti e decide di intervenire solamente in quelli che ottengono una valutazione positiva sulla base del business plan dell'iniziativa che deve essere obbligatoriamente presentato. Tale valutazione avviene con riferimento alle competenze dei soci, al mercato di riferimento, agli investimenti da attivare, alla fattibilità dell'iniziativa e alla redditività prevista.

In entrambi i casi, sia che si tratti di finanziamento a tasso agevolato o di partecipazione al capitale di rischio, i destinatari diretti dei contributi non sono le società cooperative ma piuttosto C.F.I e le società finanziarie il cui compito è quello, successivamente, di utilizzare tali fondi, ripartendoli tra le cooperative che ne fanno richiesta, per porre in essere le finalità previste dalla legge.

La legge Marcora è stata oggetto di una completa revisione nel 2001 (Legge 57 del 3 marzo 2001), dopo che, nel 1995, era stata aperta una vertenza verso l'Unione Europea in cui Confindustria denunciava la legge n. 49/1985 per gli ingenti capitali apportati alle piccole e medie imprese, rilevando dunque problemi in materia di aiuti di stato e in materia di tutela della concorrenza. Tale vertenza ha provocato il blocco dell'operatività della legge dal 1995 al 1999 e di conseguenza il blocco dell'erogazione dei finanziamenti promessi e di nuove delibere di intervento da parte di C.F.I. Con la revisione del 2001 la Legge Marcora è stata adeguata ai regolamenti comunitari e si è limitato l'intervento dei fondi che ora possono solamente raddoppiare il capitale sociale apportato dai soci⁵⁵ e non più triplicarlo come la norma prevedeva in origine. Tra le altre novità introdotte, al fine di superare le accuse mosse contro la formulazione originaria della norma si sono previste:

- la possibilità di intervenire anche in cooperative già esistenti per finanziare progetti di sviluppo e crescita;
- la possibilità di intervenire a sostegno di cooperative sociali;

⁵⁵ La loro partecipazione non può quindi superare il 50 per cento del Capitale sociale.

- una nuova veste per C.F.I., che solo dal 2001 non opera più semplicemente trasferendo i finanziamenti dal Ministero dello Sviluppo Economico alla cooperativa, ma gestisce direttamente i fondi dal momento che il Ministero diventa suo socio con una partecipazione del 98,37 per cento;
- la dismissione della partecipazione deve avvenire nel limite massimo di 10 anni. È inoltre previsto che il 25% della partecipazione (a valori di mercato) debba obbligatoriamente rientrare alle società finanziarie nel corso dei primi 5 anni. Le modalità e i tempi della dismissione andranno concordati di volta in volta tra la cooperativa partecipata e la società finanziaria che gestisce il fondo.

La legge in esame oltre a salvaguardare i livelli occupazionali riesce a perseguire anche un altro obiettivo, e cioè quello di una miglior patrimonializzazione delle cooperative, che altrimenti rischierebbero di risultare sottocapitalizzate e quindi penalizzate nel momento in cui si rivolgono presso un istituto di credito per la richiesta un eventuale finanziamento.

Dopo l'emanazione della legge Marcora, il legislatore è intervenuto con la legge 223 del 23 luglio 1991 al fine di incentivare il processo di costituzione di nuove cooperative costituite dai lavoratori con lo scopo di effettuare un'operazione di workers buy out e la capitalizzazione delle stesse. In particolare, l'articolo 7 comma 5 della Legge in esame prevede la possibilità, per i lavoratori in mobilità che ne facciano richiesta, di ottenere la corresponsione anticipata dell'indennità di mobilità⁵⁶ per intraprendere un'attività autonoma o per associarsi in cooperativa⁵⁷. Il capitale sociale può quindi essere sottoscritto mediante versamento di tale indennità, che in base alle normative vigenti, può sommarsi all'intervento di C.F.I. e degli altri investitori.

La norma intende, oltre ad incrementare la capitalizzazione delle cooperative come già evidenziato, anche favorire l'avvio di attività autonome da parte dei disoccupati al fine di

⁵⁶ La procedura di mobilità si avvia quando in seguito a una crisi, una ristrutturazione o una riorganizzazione, le imprese che hanno fruito della CIGS per un certo periodo non riescono a reinserire tutto il personale: i lavoratori eccedenti vengono allora licenziati e inseriti nelle liste di mobilità. Per questi lavoratori è prevista una indennità di mobilità, erogata dall'INPS. L'importo varia durante il periodo di percezione ed è pari al 100 per cento del trattamento di CIG straordinaria percepito (che è pari all'80 per cento della retribuzione globale che sarebbe spettata al lavoratore), per i primi dodici mesi e all'80 per cento per i periodi successivi.

⁵⁷ Nel caso in cui, nei ventiquattro mesi successivi, il lavoratore assuma una occupazione alle altrui dipendenze l'indennità ricevuta in via anticipata deve essere restituita.

ridurre la pressione sul mercato del lavoro e la connotazione di prestazione assistenzialista dell'indennità, configurandosi invece come contributo finanziario per l'avvio di nuove attività che il lavoratore svolgerà in proprio o in cooperativa.

La istanza di anticipo dell'indennità va presentata all'INPS che, nel caso in cui la domanda sia accolta, eroga l'indennità in un'unica soluzione. Possono presentare la domanda tutti i lavoratori iscritti alle liste di mobilità presso l'INPS, essendo quindi compresi gli operai, gli impiegati e i quadri dipendenti di imprese appartenenti ai settori dell'industria e dei servizi in aziende con più di 15 dipendenti, del commercio se l'azienda conta più di 50 dipendenti e del trasporto aereo, purché siano titolari di un rapporto di lavoro a tempo indeterminato e con un'anzianità aziendale almeno di 12 mesi, di cui abbiano prestato almeno 6 mesi di lavoro effettivo.

Nel caso in cui l'anticipazione venga richiesta per la costituzione di una cooperativa con la quale si instaura anche un rapporto di lavoro subordinato, non è prevista la restituzione dell'anticipazione dal momento che tale rapporto costituisce una semplice attuazione degli impegni assunti con la cooperativa stessa⁵⁸.

Sempre con lo stesso scopo, ossia di permettere una miglior capitalizzazione delle nuove società cooperative, il legislatore ha previsto la possibilità di sottoscrivere il capitale sociale anche mediante l'utilizzo del trattamento di fine rapporto (TFR) del lavoratore accantonato presso l'impresa in crisi. Nel caso in cui il datore di lavoro sia insolvente, l'articolo 2 della Legge 297 del 29 maggio 1982 ha istituito un fondo denominato "Fondo di garanzia per il trattamento di fine rapporto" che interviene in questa circostanza erogando il TFR spettante al lavoratore tramite l'INPS.

Successivamente, con l'articolo 11 della legge 59 del 31 gennaio 1992 il legislatore ha introdotto la possibilità per le associazioni nazionali di rappresentanza, assistenza e tutela del movimento cooperativo di costituire fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione. Tali fondi sono gestiti, senza scopo di lucro, da società per azioni o da associazioni e possono finanziarie o partecipare al capitale di rischio delle cooperative di cui intendono sostenere i progetti di innovazione tecnologica e di incremento dell'occupazione.

⁵⁸ Circolare INPS nr. 67, 14 aprile 2011

Quest'ultima tipologia di fondi è finanziata attraverso l'obbligo, previsto per le società cooperative aderenti alle associazioni di rappresentanza del movimento cooperativo, le cd. "Centrali cooperative", di destinare all'incremento del fondo gestito dalla centrale di appartenenza una quota degli utili annuali pari al 3 per cento. Inoltre deve essere devoluto al fondo il patrimonio residuo delle cooperative in liquidazione, dedotto tuttavia il capitale versato dai soci e rivalutato. I fondi così raccolti permettono di aiutare altre cooperative in difficoltà, di finanziare altre cooperative in fase di start up e di sostenere la promozione cooperativa e la formazione tecnica e valoriale. Il compito delle centrali cooperative è quindi quello di promuovere lo sviluppo della cooperazione e di creare rete fra le cooperative esistenti, facendo da collante tra le varie associate e favorendo il circolare di idee e di energie. Si tratta di un compito gravoso, che richiede impegno sia da parte di chi è chiamato a governare una centrale sia da parte delle cooperative aderenti. Ed è proprio a causa di tale impegno che spesso le cooperative, circa il 40 per cento, preferiscono rimanere in disparte senza aderire ad alcuna centrale.

Quindi, nel caso in cui, per esempio, la società cooperativa Alfa aderisca a Legacoop, dovrà versare a Coopfond, il fondo mutualistico costituito da Legacoop, quanto previsto dalla normativa. I principali fondi mutualistici sorti a seguito dell'entrata in vigore della norma in esame sono i seguenti:

Centrale cooperativa ⁵⁹	Fondo mutualistico costituito ex art. 11 L. 59/1992
Legacoop (Lega nazionale delle cooperative e mutue)	Coopfond spa
Confcooperative (Confederazione delle cooperative italiane)	Fondo sviluppo spa
AGCI (Associazione Generale delle Cooperative Italiane)	General Fond spa
UNCI	Promocoop spa
Un.I.Coop.	Unifond spa
U.E.Coop.	Necst spa

Tabella 1 - Le centrali cooperative e i fondi ex L. 59/1992. Fonte: elaborazione propria

⁵⁹ Fonte: <http://cooperazione.net/pagina.asp?pid=56&uid=12>. Data di accesso: 11/09/2015.

Il fondo mutualistico permette di incrementare la solidarietà del sistema cooperativo, supportando quindi non tanto la singola impresa ma il movimento nel suo insieme. Si tratta di una sorta di mutualità esterna che porta vantaggi a tutti gli associati.

Un'altra novità introdotta dalla legge 59/1992 che permette alle cooperative di ottenere ulteriori finanziamenti è costituita dai cd. "soci sovventori", che possono partecipare nel capitale sociale. Si tratta di quei soggetti, ricompresi tra gli investitori istituzionali, titolari di azioni (o quote) della cooperativa per i quali la legge non prevede alcun requisito particolare e che devono essere considerati come soci a tutti gli effetti della cooperativa stessa, quindi non speculatori o creditori. Essi non partecipano allo scambio mutualistico, pur partecipando, con il proprio capitale, al rischio di impresa. Per poter emettere azioni sottoscrivibili dal socio sovventore è necessario che lo statuto della cooperativa preveda la possibilità di costituire fondi per lo sviluppo tecnologico o per la ristrutturazione o il potenziamento aziendale. Tale categoria di soci ha diritto di voto in assemblea, fino ad un massimo di cinque voti purché non si superi la soglia di un terzo dei voti spettanti a tutti i soci. Allo stesso tempo hanno diritto ad essere nominati amministratori, ma con il limite che la maggioranza degli amministratori deve essere costituita da soci cooperatori.

Infine, con il Decreto Ministeriale del 4 dicembre 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 2 del 3 Gennaio 2015, subito battezzato "Nuova Marcora" è stato istituito un nuovo regime di aiuto per favorire la nascita e lo sviluppo economico di società cooperative di piccola e media dimensione e la crescita dei livelli di occupazione. L'intervento si affianca a quello previsto dalla legge Marcora prevedendo la possibilità di concessione di un finanziamento agevolato alle cooperative nelle quali C.F.I., la società finanziaria partecipata dal Ministero dello sviluppo economico, ha assunto delle partecipazioni. La ragione è che i due interventi sono fortemente complementari l'uno con l'altro. Il finanziamento intende assicurare all'impresa una "adeguata ed equilibrata copertura finanziaria, sia in termini di mezzi propri che di indebitamento a medio lungo termine⁶⁰".

⁶⁰ Fonte: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/cooperative-nuova-marcora>

Il decreto prevede la possibilità, per le cooperative che ne faranno richiesta, di ottenere finanziamenti a tasso agevolato⁶¹ qualora realizzino una delle iniziative seguenti:

- la creazione di una nuova unità produttiva;
- l'ampliamento di una unità produttiva esistente;
- la diversificazione della produzione di un'unità produttiva esistente mediante prodotti nuovi aggiuntivi;
- il cambiamento radicale del processo produttivo complessivo di un'unità produttiva esistente;
- l'acquisizione degli attivi direttamente connessi a una unità produttiva, nel caso in cui l'unità produttiva sia stata chiusa o sarebbe stata chiusa qualora non fosse stata acquisita e gli attivi vengano acquistati da un investitore indipendente;
- finanziamento del capitale circolante e/o per il riequilibrio della struttura finanziaria della società cooperativa.

Per concludere va sottolineato come le operazioni di workers buy out incontrino il Favor legis, dal momento che il legislatore mette a disposizione dei lavoratori che intendono costituire una cooperativa tutta una serie di strumenti e di possibilità di ottenere finanziamenti che sono stati esaminati nel corso della presente trattazione. Si tratta di strumenti indispensabili per attenuare il problema legato alla debolezza patrimoniale cui spesso sono destinate le nuove imprese, che hanno permesso di dare nuovo slancio al sistema cooperativo nel suo complesso.

Allo stesso tempo risultano tuttavia esclusi dall'impianto agevolativo i lavoratori che prestano la propria attività in imprese che non siano formalmente in crisi, essendo quindi necessaria l'apertura della procedura fallimentare o di quella concordataria, procedendo inoltre all'inserimento del lavoratore nelle liste di mobilità. Nel caso in cui il workers buyout avvenga in occasione del passaggio generazionale di aziende sane non si attiveranno per i lavoratori molte delle agevolazioni qui presentate a causa della mancanza dei requisiti previsti dalla normativa per potervi accedere. Queste ultime aziende, benché

⁶¹ I finanziamenti ottenuti avranno una durata massima di 10 ed un tasso di interesse pari al 20 per cento del tasso di riferimento alla data di concessione del finanziamento. In ogni caso il tasso di interesse non potrà mai essere inferiore allo 0,8 per cento.

sane, prima o poi spesso entrano in crisi a causa di problemi legati alla limitata disponibilità di risorse da parte dei lavoratori e alle difficoltà di accesso al credito.

Capitolo 2

La realizzazione di un workers buy out

Il capitolo precedente ha messo in luce che esistono casi di imprese rinate grazie alle iniziative (e al coraggio) dei lavoratori. Le operazioni di workers buyout tuttavia non hanno sempre un lieto fine, ma a volte le difficoltà dell'impresa recuperata si trasferiscono alla NewCoop, rendendo di fatto impossibile il risanamento, il consolidamento e lo sviluppo futuro. Nel presente capitolo si analizzano le condizioni in base alle quali è più probabile che un workers buyout abbia successo e si consegua lo scopo per cui l'operazione è stata realizzata, che consiste nel salvare i posti di lavoro.

2.1 Gli interessi in campo e le fasi dei workers buy out

La realizzazione di un workers buy out e, prima ancora, l'avvio delle fasi propedeutiche alla concretizzazione dell'operazione vera e propria, mobilita una serie di attori che possono essere classificati nelle seguenti cinque categorie⁶²:

- La società target, raramente rappresentata dalla proprietà e molto più frequentemente dal liquidatore, dal curatore o dall'amministratore giudiziario.
- La NewCoop, i cui protagonisti principali sono i lavoratori, affiancati dal professionista, dall'associazione territoriale e dalle società finanziarie.
- Il sindacato, che opera in difesa dei lavoratori.
- I fondi mutualistici.
- I soggetti finanziatori.

Ogni categoria presenta degli interessi propri che devono convergere al fine di approvare un progetto di WBO. Ciò richiede tempo e molto impegno da parte di tutti. Non è infatti scontato che il sindacato sia favorevole ad una simile operazione dal momento che il suo obiettivo consiste principalmente nel salvaguardare tutti i posti di lavoro, mentre nelle operazioni di WBO solitamente entra a far parte della nuova società solo una parte dei lavoratori della target. L'accordo sindacale è tuttavia necessario per risolvere il problema

⁶² Tali categorie sono illustrate nel sito internet di C.F.I. www.cfi.it. Data di accesso: 27/07/2015.

degli esuberi e per permettere di evitare l'applicazione dell'art. 2112 del codice civile. Se così non fosse, infatti, si continuerebbe ad applicare quanto previsto ai sensi dell'art. 2112 c.c.: «il rapporto di lavoro continua con il cessionario ed il lavoratore conserva tutti i diritti che ne derivano». Inoltre, sussiste la responsabilità solidale di cedente e cessionario «per tutti i crediti che il lavoratore aveva al tempo del trasferimento», ferma restando la facoltà del lavoratore di acconsentire alla «liberazione del cedente dalle obbligazioni derivanti dal rapporto di lavoro». Tale articolo tuttavia può non trovare applicazione in caso di accordo sindacale, in base a quanto previsto dall'art. 47 della Legge 428/1990, permettendo quindi alla nuova proprietà (gli ex-lavoratori ora divenuti soci-lavoratori nella nuova cooperativa) di assumere solamente le maestranze di cui si necessita, senza trovarsi in carico un numero di lavoratori spropositato rispetto alle nuove (e solitamente minori) dimensioni aziendali.

Oltre al ruolo del sindacato, non è neppure scontato il ruolo del professionista che ben potrebbe essere impegnato contemporaneamente nella procedura concorsuale, in qualità di curatore, e nell'operazione di workers buy out, in qualità di consulente scelto dai lavoratori, rendendo in questo caso fondamentale il rapporto di fiducia tra i lavoratori e il professionista e la professionalità di quest'ultimo.

Realizzare un workers buyout	
1	Crisi d'impresa, nascita idea tra i lavoratori e primi contatti con la centrale cooperativa
2	Redazione del business plan
3	Richiesta di intervento al fondo mutualistico e a C.F.I.
4	Valutazione del progetto da parte dei fondi
5	Accordo sindacale e con gli organi della procedura
6	Eventuale ricerca di altri finanziatori
7	Costituzione della cooperativa

Figura 6 - Le fasi di realizzazione di un workers buyout. Fonte: elaborazione propria

Nella prima fase di nascita di un workers buyout, durante la quale matura tra i dipendenti l'idea impegnarsi in prima persona per non perdere il proprio posto di lavoro, si cerca di comprendere la reale disponibilità dei dipendenti impiegati presso l'impresa target a prendere parte all'iniziativa, dei sindacati e degli organi della procedura di procedere almeno alla valutazione dell'operazione. Intervengono, qualora i lavoratori siano d'accordo e lo richiedano, le associazioni di sostegno delle imprese cooperative (ad esempio Legacoop, Confcooperative, AGCI, ecc.) al fine di guidare lo svolgimento della procedura. La scelta di riunirsi in cooperativa costituisce una decisione non facile e tutt'altro che immediata, dal momento che è valutata dagli organi della procedura e dai sindacati solamente dopo aver escluso ogni altra possibilità, per esempio un'acquisizione da parte di terzi che intendano risanare e rilanciare l'impresa in crisi mantenendo i livelli occupazionali o, nel peggiore delle ipotesi, limitando gli esuberi. Si tratta, quest'ultima, di una soluzione migliore dal punto di vista sindacale, che quindi i rappresentanti dell'organizzazione rappresentante dei lavoratori sottoscrivono più facilmente.

Risulta a questo punto necessaria la stesura di un business plan⁶³ da parte dei lavoratori che intendono partecipare all'operazione, i quali, seguiti dal professionista e dagli operatori dei fondi mutualistici, approfondiscono tutti gli aspetti del progetto che intendono realizzare e ne valutano la ragionevolezza finanziaria ed economica, verificando punti di forza e di debolezza, le opportunità e le minacce (analisi SWOT). È inoltre necessario valutare correttamente l'esistenza o meno di un mercato di sbocco e soprattutto se i clienti ed i fornitori della società in crisi siano ancora presenti e disposti ad operare con la NewCoop. In ogni caso può essere richiesto l'intervento della centrale cooperative che mette a disposizione il proprio sistema di relazioni con potenziali clienti e fornitori⁶⁴. Nel documento occorre evidenziare inoltre quali siano state le cause che hanno determinato la crisi dell'azienda di origine che si intende rilevare e presentare i motivi per i quali la cooperativa invece dovrebbe riuscire a risanarla e a rimanere sul mercato. Occorre quindi individuare le azioni e le politiche per risanare l'azienda. È necessario inoltre prestare

⁶³ Il business plan è un documento che descrive il progetto imprenditoriale futuro, che si compone di una parte qualitativa in cui si analizza il contesto competitivo e la struttura aziendale scelta e una parte quantitativa in cui si costruisce il bilancio previsionale per i primi anni di attività, oltre che i piani di produzione, marketing e vendita. Per approfondimenti si veda PAROLINI, C., 2011, Business Planning: dall'idea al progetto imprenditoriale. Milano: Pearson.

⁶⁴ Fonte: www.coopfond.it/it/Servizi/Workers_buyout. Visitato in data: 18/09/2015

particolare attenzione in questa fase dal momento che errori compiuti in sede di identificazione delle cause scatenanti la crisi possono determinare il fallimento del risanamento e della ristrutturazione aziendale⁶⁵.

Con l'assistenza dell'associazione di tutela e promozione del movimento cooperativo competente per territorio⁶⁶ si formalizza la richiesta di intervento da parte del fondo mutualistico istituito dalla centrale cooperativa a cui ci si è rivolti e alla quale si aderirà non appena la cooperativa sarà costituita e di C.F.I. per ottenere il loro sostegno, soprattutto finanziario, allo svolgimento dell'operazione. Essi svolgono una serie di analisi e di controlli sul business plan che permettono di valutare le possibilità di successo dell'operazione. Si analizza innanzitutto la sostenibilità economica dell'operazione, stimando il numero di addetti necessari e compatibili con il livello di fatturato atteso. Si verifica poi la presenza all'interno del gruppo di lavoratori coinvolti di un "leader" che possa tener alta la motivazione e che possa eventualmente assumere l'incarico di presidente della cooperativa se in possesso di sufficienti conoscenze ed esperienza. In seguito si verifica la possibilità dei lavoratori ad investire nell'iniziativa al fine di costituire il capitale sociale iniziale, valutando al contempo il fabbisogno finanziario necessario in base al costo dell'azienda o del ramo d'azienda che si intende rilevare.

Valutate tutte queste condizioni, il consiglio di amministrazione dei fondi mutualistici o di C.F.I. delibera sulla scelta di partecipare o meno nella nuova cooperativa. Se la scelta è positiva si procede con le successive fasi necessarie per realizzare l'operazione, che verranno ora svolte sotto il controllo da parte di C.F.I. e del fondo mutualistico. Ciò non significa che i fondi assumono la gestione della cooperativa, ma che si affiancano ai soci in qualità di consulenti nel caso in cui si verificano problematiche. Nel caso in cui partecipino al capitale sociale della cooperativa è prevista la possibilità di esercizio del diritto di voto (art. 2538 c.c.). È inoltre prevista la facoltà per C.F.I. di nominare un membro del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale. L'esercizio di tale diritto dipende

⁶⁵ Cfr. Di Diego (2012)

⁶⁶ Legacoop, per esempio, ha un'organizzazione territoriale che la porta ad essere presente con una sede in ogni regione d'Italia. Inoltre, nelle zone in cui il movimento cooperativo è maggiormente radicato, presenta anche articolazioni a livello provinciale. (Fonte: www.legacoop.coop. Visitato in data: 17/09/2015). Confcooperative si è dotata della stessa organizzazione, prevedendo 22 "unioni" regionali, 71 "unioni" provinciali, e 10 "unioni" interprovinciali. (Fonte: www.confcooperative.it. Visitato in data: 17/09/2015)

dal tipo di intervento realizzato dall'investitore istituzionale, ossia se si tratta di partecipazione al capitale di rischio o di finanziamento⁶⁷.

La fase successiva consiste nella formalizzazione degli accordi con il sindacato e con gli organi della procedura. Con il sindacato l'accordo è possibile quasi esclusivamente quando, dopo aver valutato tutte le proposte alternative, la cooperativa è l'unica soluzione possibile di fronte alla chiusura dell'azienda. Dopo aver determinato e valutato le cause che hanno provocato la crisi dell'azienda e le azioni per il suo risanamento, le parti giungono ad un accordo in merito principalmente al personale da coinvolgere. I dipendenti dell'azienda in crisi potranno essere assunti dalla cooperativa anche in un secondo momento, quando questa inizierà a svilupparsi e necessiterà di ulteriore personale rispetto a quello coinvolto nella fase iniziale. Roncato (2013) ha accertato che solo nel 15% dei casi il gruppo promotore si identifica con la totalità dei dipendenti mentre nel resto delle operazioni solo un piccolo gruppo di lavoratori aderisce e si fa promotore dell'operazione di WBO.

Sempre grazie all'appoggio dell'associazione territoriale, prima di procedere oltre è necessario rivolgersi al liquidatore o al curatore fallimentare incaricato dal tribunale al fine di manifestare l'interesse a rilevare o affittare l'azienda o un suo ramo. A riguardo, ai sensi dell'Art. 11 co. 2 D.L. 145/2013 ("Destinazione Italia"), convertito in Legge n. 9 del 21 febbraio 2014, i lavoratori godono del diritto di prelazione per l'acquisto o per l'affitto di aziende o rami d'azienda *in crisi*.

Dopo la stesura del business plan e la sottoscrizione del contratto con il curatore o il liquidatore, è possibile presentarsi presso i possibili ulteriori finanziatori al fine di poter assicurare alla cooperativa la liquidità necessaria per operare e le risorse per effettuare gli investimenti doverosi, tra cui, in primis, l'acquisto della società target.

Il coinvolgimento degli istituti di credito è spesso vitale per la sopravvivenza e lo sviluppo della nuova cooperativa. I principali operatori finanziari attivi sul mercato italiano sono

⁶⁷ Fonte: <http://www.cfi.it/public/wp-content/uploads/2015/06/modalita-intervento.pdf>. Data di accesso: 17/09/2015.

Unipol Banca, Banca Etica, Banca Prossima, ma anche molte Banche di Credito Cooperativo⁶⁸. La cooperativa per essere “bancabile” deve essere in grado di generare flussi di cassa futuri sufficienti al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi che, bensì ridotti grazie alla possibilità di attivare finanziamenti a tassi agevolati, risultano in alcuni casi rilevanti. Le caratteristiche principali dei soggetti appena nominati sono:

- Unipol Banca è un istituto di credito che da tempo ha inteso rafforzare il proprio impegno a favore della cooperazione mettendola al centro del proprio business. Per questo motivo collabora con molti altri soggetti del movimento cooperativo, tra cui Coopfond con il quale ha siglato una convenzione in base alla quale le cooperative aderenti a Legacoop possono beneficiare di finanziamenti concessi dalla banca (in proporzione 70% in capo alla banca e 30% in capo a Coopfond) per effettuare nuovi investimenti produttivi, come ad esempio l’avvio di un workers buy out, e per sostenere lo sviluppo e il consolidamento finanziario dell’impresa. I finanziamenti concessi sono di importo compreso tra 300.000 euro e 4.000.000 euro e hanno una durata massima di 10 anni⁶⁹;
- Banca etica è un istituto di credito che, attraverso una convenzione con Legacoop e con il suo fondo mutualistico, Coopfond, ha investito in diversi progetti di workers buy out, sostenendone la gestione della liquidità e la gestione straordinaria (gli investimenti). In base alla convenzione stipulata tra Coopfond e Banca Etica, i due soggetti intervengono in egual misura nelle operazioni sostenute, con finanziamenti di importo compreso tra 100.000 euro e 1.000.000 euro di durata massima di 10 anni⁷⁰.

Un altro intermediario finanziario importante per l’accesso al credito è rappresentato dai consorzi di garanzia collettiva dei fidi (i c.d. Confidi), di cui al D.L. n. 269 del 30 settembre 2003 converti con L. n. 326 del 24 novembre 2003 di riforma del settore. Tra gli altri, in ambito cooperativo, Cooperfidi Italia⁷¹ rilascia a favore degli istituti di credito garanzie

⁶⁸ I partner di C.F.I. sono disponibili al seguente link: <http://www.cfi.it/public/partner/> [Visitato in data: 18/09/2015], mentre gli istituti di credito convenzionati con Coopfond sono elencati su <http://www.coopfond.it/it/Link>, Visitato in data 18/06/2015.

⁶⁹ Cfr. http://cfid.altera.it/cfid-content/attachments/Unipol_Banca.png. Data di accesso: 26/08/2015

⁷⁰ Cfr. http://cfid.altera.it/cfid-content/attachments/Banca_Etica.png. Data di accesso: 26/08/2015

⁷¹ Cooperfidi Italia è nato nel 2009 dalla fusione di nove Confidi regionali per volontà della Alleanza delle Cooperative e/d è sostenuto dalle tre principali centrali cooperative.

a costi relativamente contenuti per permettere alle cooperative di accedere al credito a condizioni agevolate⁷².

Un'altra possibilità per ottenere i finanziamenti necessari consiste nel rivolgersi a C.C.F.S., il Consorzio Cooperativo Finanziario per lo Sviluppo, che opera al fine di “promuovere lo sviluppo delle imprese socie e di collaborare e partecipare allo sviluppo ed al consolidamento del movimento Cooperativo e mutualistico, favorendo la costituzione di nuove Cooperative⁷³” attraverso lo sviluppo e la predisposizione di servizi finanziari. Il consorzio offre infatti alle cooperative associate la possibilità di effettuare depositi e di ottenere finanziamenti a breve e a lungo termine. C.C.F.S opera in team con Coopfond, che ha messo a disposizione del consorzio un fondo di 10 milioni di euro da utilizzare per le necessità di finanziamento di breve termine delle cooperative socie, e con le principali banche partecipando ad operazioni di finanziamento in pool.

L'ultimo passo da compiere una volta delineata l'operazione seguendo le fasi appena presentate consiste nella costituzione vera e propria della cooperativa di produzione e lavoro, e la contestuale sottoscrizione del capitale sociale da parte dei soci-lavoratori, dei soci sovventori e dei soci finanziatori.

2.2 I fattori necessari per ripartire

Per la riuscita di una operazione di workers buy out non sono sufficienti gli accordi con i sindacati, il curatore/liquidatore e i finanziamenti.

Il primo fattore da prendere in considerazione ha carattere economico e risiede nella causa della crisi della società target. Secondo Roncato (2013) la maggioranza dei workers buy out è stata avviata a seguito di problemi legati al management o alla mancanza di risorse finanziarie (figura 7). Solo nell'11% dei casi l'operazione si rivolgeva all'acquisto di un'impresa che stava attraversando una crisi legata al prodotto. L'individuazione prima e

⁷² Fonte: <http://www.cooperfidiitalia.it/it-it/cooperfidi/presentazione.aspx?idC=61730&LN=it-IT>. Visitato in data: 18/09/2015.

⁷³ Disponibile su: http://www.ccfs.it/Financial_Activity/it/45847/Attivita_finanziaria.aspx. Visitato in data: 27/08/2015.

la successiva rimozione della causa scatenante la crisi aziendale è la questione chiave per il successo del WBO.

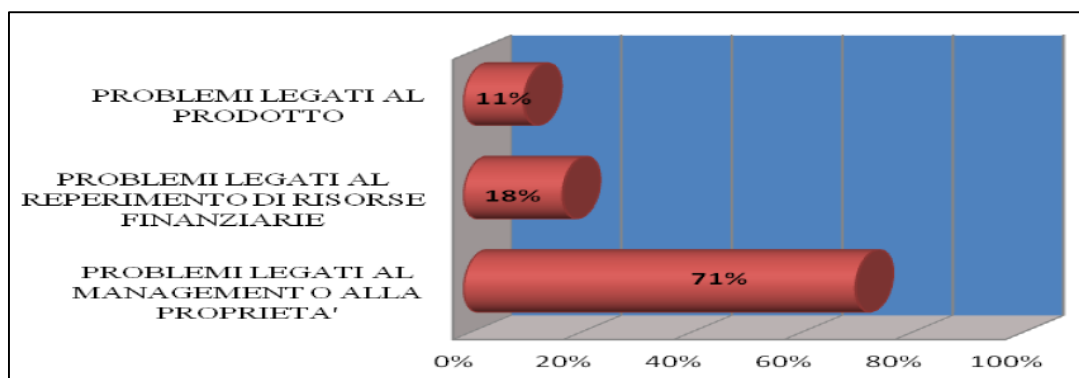


Figura 7 - Incidenza percentuale delle cause della crisi aziendale. Fonte: Roncato (2013)

Il secondo fattore di successo di un workers buy out è costituito dalla motivazione dei dipendenti, ossia dal loro spirito di iniziativa, dalla loro intraprendenza, dalla loro propensione al rischio e dalle loro abilità organizzative. Ciò che solitamente è richiesto ad un imprenditore ora viene richiesto ai lavoratori, che divengono imprenditori di se stessi.

Negli ultimi anni infatti migliaia i lavoratori hanno perso il proprio posto di lavoro a causa di crisi aziendali (figura 8). Il tasso di occupazione a luglio 2015 è, in base ai dati Istat, inferiore di circa tre punti percentuali rispetto al livello massimo degli ultimi dieci anni raggiunto in aprile del 2008, ma i WBO che nascono sono, in proporzione, ancora pochi, come emergerà dall'analisi svolta nel capitolo seguente.

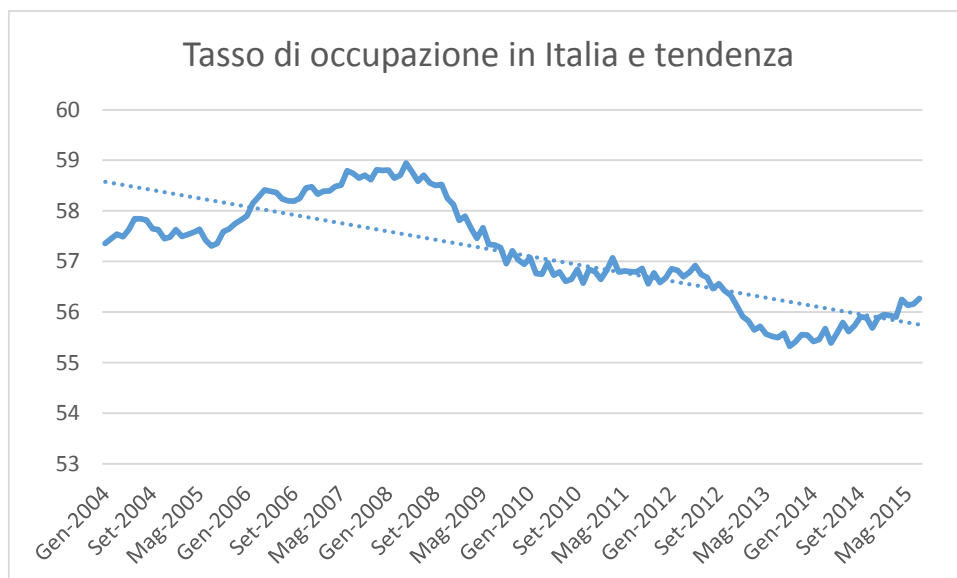


Figura 8 - Tasso di occupazione in Italia e tendenza. Dati destagionalizzati, popolazione totale 15-65 anni.
Fonte: elaborazione propria su dati Istat

Molti lavoratori infatti si scoraggiano, si rassegnano e iniziano la ricerca di una nuova occupazione. Alcuni invece, facendo gruppo con altri, si fanno forza e iniziano a scommettere in prima persona sul proprio futuro, forti delle esperienze lavorative maturate e convinti che il proprio know how sia una risorsa che possa fornire ancora valore aggiunto al prodotto. È grazie a questo spirito che il socio-lavoratore riesce a sostenere all'inizio i sacrifici legati all'impegno di risorse proprie nel capitale nella NewCoop, all'aumento dell'orario lavorativo, alla riduzione salariale che quasi sempre interviene per sostenere la prima fase di vita della cooperativa e alle maggiori responsabilità che ogni singolo socio è chiamato ad assumersi.

Solo con la motivazione giusta e la determinazione dei soci-lavoratori è possibile costruire un workers buy out di successo, solido e competitivo nel mercato. L'apporto che ogni lavoratore fornisce all'azienda è quindi fondamentale dal momento che possiede le conoscenze e le competenze che permettono di ricreare, con il tempo, il vantaggio competitivo. Il vantaggio competitivo, che permette di realizzare una performance superiore rispetto ai concorrenti, dipende infatti "dal processo con cui l'impresa acquisisce e svi-

luppa al suo interno un portafoglio di risorse, competenze e capacità organizzative specifiche difficilmente trasferibili e imitabili⁷⁴” e ciò, nell’azienda rilevata era stato perduto a causa di scelte errate, investimenti sbagliati, risorse insufficienti.

La motivazione dei lavoratori e in generale il loro coinvolgimento nella vita dell’impresa, raggiunto principalmente grazie alla partecipazione al rischio, alle decisioni e ai risultati economici, permettono la diffusione di una nuova etica d’impresa in quanto si riesce a realizzare un punto di incontro tra bisogni individuali e ricompense organizzative che generano soddisfazione⁷⁵.

Un’ulteriore sforzo richiesto ai lavoratori è quello di riuscire a reinventarsi, a cambiare mentalità: infatti all’interno della cooperativa non sono più solamente lavoratori, ma assumono la qualifica di soci-lavoratori. In quanto tali devono farsi carico di nuove mansioni e nuove responsabilità che prima erano in capo alla proprietà o al management. Ciò richiede uno sforzo in più e una maggior capacità di auto-organizzazione. In un’intervista il presidente della cooperativa Nuova Bulleri e Brevetti spiega infatti che “da operaio tanti problemi non li percepivi, entravi alle 8 della mattina e uscivi la sera, non ti preoccupavi se la ditta andava bene. Da quando siamo soci, siamo responsabili del destino della fabbrica: lavoriamo per noi stessi. Un bullone, se prima lo avvitavi così, adesso cerchi di avvitarlo con un po’ più di... coscienza⁷⁶”. È quindi necessario che si venga a creare una nuova cultura aziendale⁷⁷ che sia in armonia con la nuova organizzazione, in modo da riuscire a promuovere una valida attuazione della strategia aziendale. La cultura aziendale è da ricostruire dopo un buy out, dal momento che cambiano sia la proprietà sia i rapporti che intercorrono tra i lavoratori. Affinché la cooperativa abbia successo è infatti necessario che i soci riescano a concordare le decisioni, trovando degli accordi che permettano di gestire nel miglior modo possibile l’azienda rinata.

Infine, nel contesto attuale è necessaria un’ulteriore fattore a proprio vantaggio, e cioè il mercato. Se nei workers buy out degli anni ottanta e novanta questo era dato quasi per

⁷⁴ Cfr. Costa, Gianecchini (2005).

⁷⁵ Cfr. Costa, Gianecchini (2005).

⁷⁶ ALVARO, L.M., 2015, Workers buyout come antidoto alla crisi [Online]. Vita, 30 gennaio. Disponibile su: <http://www.vita.it/it/article/2015/01/30/workers-buyout-come-antidoto-alla-crisi/129219/>. Data di accesso: 18/09/2015.

⁷⁷ La cultura aziendale consiste nell’intreccio delle convinzioni, degli stili operativi, del clima lavorativo e dei comportamenti e degli atteggiamenti radicati nell’organizzazione.

scontato, nell'attuale contesto economico non è così. Oltre alla motivazione dei dipendenti e alla risoluzione dei problemi dell'azienda rilevata è quindi necessario valutare la capacità di distinguersi sul mercato per sopravvivere alla concorrenza e per non essere travolti dal contesto economico negativo o al massimo stabile. Per distinguersi è fondamentale innovare, offrire nuovi prodotti. Oggi le cooperative non sono più la riproduzione in piccolo delle imprese vecchie, ma sono proprio nuove imprese⁷⁸. Solitamente si inizia producendo il vecchio prodotto, ma poi si sviluppa qualcosa di nuovo, di diverso, che deve essere in grado di mantenere l'impresa sul mercato. Secondo Roncato (2013) emerge infatti che più del 50 per cento delle imprese ha tentato la strada dell'innovazione, rinnovando, oltre al prodotto, anche i processi produttivi.

2.3 I punti di debolezza e i punti di forza⁷⁹

Sono molti i punti di debolezza e di criticità che si incontrano nel realizzare un WBO.

Si deve innanzitutto tener presente che la NewCoop sta tentando di ripartire da una crisi e non sempre è possibile o si riescono a determinare o a eliminare tutti i fattori che l'hanno determinata. È quindi necessario effettuare una attenta analisi della situazione ante WBO, coinvolgendo, se possibile, la vecchia proprietà o, soprattutto, il vecchio management che conosce a fondo le dinamiche aziendali.

Nella definizione del business plan occorre innanzitutto tenere conto del contesto economico. Inoltre, a causa del tempo intercorrente tra la chiusura dell'azienda in crisi e l'avvio della produzione post WBO che molto spesso richiede mesi, se non anni⁸⁰, occorre verificare la presenza e la disponibilità dei clienti della società fallita ad operare con la nuova proprietà, soprattutto nel caso la loro esperienza con l'azienda in crisi sia negativa.

⁷⁸ RONCATO, V., 2012, Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Università Cà Foscari.

⁷⁹ Le informazioni circa i punti di debolezza e di forza contenute nel paragrafo sono riadattate da dati diffusi da C.F.I. e disponibili su: <https://www.google.it/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#>. Data di accesso: 17/06/2015.

⁸⁰ Tale arco temporale è dovuto, oltre ai tempi della procedura, anche al tempo necessario per costituire la cooperativa e soprattutto per ottenere l'anticipo dell'indennità di mobilità dall'INPS, anche se per ovviare a tale ultima causa di ritardi spesso intervengono i finanziatori (Banca Etica o Unipol banca) che anticipano quanto dovuto dall'ente previdenziale. Tali tempistiche comportano una frequente debolezza commerciale dovuta principalmente alla perdita di clienti storici dell'azienda.

Altro punto di debolezza è la difficoltà che i lavoratori possono incontrare nel cambiare la propria mentalità, da dipendenti a soci-lavoratori. Spesso la scelta di ripartire non è dettata da forti motivazioni, ma solamente dalla disperazione e dalla paura che seguono la perdita del posto di lavoro, e ciò va evitato per non creare l'illusione di false speranze nei lavoratori⁸¹.

Un ultimo punto di debolezza che si segnala è legato alle disponibilità finanziarie per gli investimenti e le necessità di capitale circolante.

I principali punti di forza che determinano il successo di un workers buyout, sono:

- Buona o, in alcuni casi, elevata capitalizzazione, raggiunta oltre che dagli apporti dei lavoratori, attraverso il versamento dell'anticipo dell'indennità di mobilità del tfr, anche dall'intervento di C.F.I. e dei fondi mutualistici, nonché per effetto della partecipazione di soci sovventori e finanziatori che investono nell'operazione;
- Motivazione dei soci lavoratori, che si reinventano scommettendo nella nuova iniziativa. Per il successo dell'iniziativa una condizione necessaria è il senso mutualistico dei soci-lavoratori, che agiscono con consapevolezza;
- Competenze tecniche e produttive, ossia l'insieme di tutto ciò che i lavoratori sanno fare grazie al Know how accumulato in molti anni di lavoro nello stesso settore e, spesso, svolgendo il proprio lavoro alle dipendenze di una sola impresa fin dall'ingresso nel mercato del lavoro. Nel momento in cui una competenza diviene distintiva si determina una performance superiore alla media e ciò permette di ottenere un vantaggio competitivo;
- Flessibilità del costo del lavoro. I lavoratori che costituiscono la cooperativa devono essere disposti a ridursi la retribuzione, almeno per il primo periodo, in modo da permettere il contenimento dei costi⁸². A integrazione della retribuzione sono tuttavia previsti i cd. "Ristorni". Si tratta di uno strumento che permette l'attribuzione del vantaggio mutualistico in modo del tutto indipendente dalla partecipazione sociale. I ristorni sono quindi effettuati proporzionalmente alla qualità e alla

⁸¹ PUCCIARELLI, M., 2013, Il padrone in tuta blu. *Repubblica*, 7 giugno. p. 33.

⁸² Uno degli esempi delle cooperative i cui soci hanno deciso di ridurre la propria retribuzione per permettere la ristrutturazione aziendale riguarda la cooperativa Greslab, dove la retribuzione mensile è prevista pari all'80 per cento della retribuzione percepita dall'impresa ante WBO. Il rimanente 20 per cento verrà invece assegnato al termine dell'esercizio nel caso in cui si sia generato un Utile.

quantità degli scambi mutualistici dei soci con la società durante un dato periodo (art. 2545 sexies c.c.). Nelle cooperative di produzione e lavoro il ristorno sarà definito al termine dell'esercizio, ossia quando si conosce la ricchezza prodotta da ciascuno;

- Portafoglio clienti, determinante per il successo dell'impresa sul mercato. Quasi sempre le cooperative a seguito di un workers buy out registrano un calo di fatturato rispetto all'azienda ante WBO, e ciò è dovuto al fatto che molti clienti si rivolgono ad altre imprese. La vecchia proprietà o il vecchio management rimane spesso all'interno della compagine sociale, il più delle volte perché al suo interno vi sono i soggetti che conoscono meglio la società e il mercato di sbocco. Ciò tuttavia non è sempre positivo perché potrebbe non essere ben visto dagli stakeholder, determinando quindi un ulteriore punto di debolezza. Inoltre se il vecchio proprietario rimane in azienda potrebbe risultare difficile per i soci-lavoratori ragionare in modo diverso, in quanto è pur sempre presente in azienda il soggetto che ha sempre preso le decisioni e a cui è solitamente riconosciuto un ruolo di "mentore";
- Bassi costi, sia di struttura che di utilizzo dei beni strumentali, al fine di non appesantire il conto economico e non erodere la redditività generata.

Sono inoltre necessari, come già illustrato, un chiaro accordo con i sindacati, un rapporto di fiducia con il professionista e la convergenza di interessi soprattutto tra lavoratori, proprietà o curatore fallimentare e sindacato.

2.4 L'organizzazione aziendale e la strategia da implementare

A seguito della costituzione della cooperativa, dopo aver predisposto il business plan e aver reperito i mezzi finanziari necessari occorre predisporre una nuova struttura aziendale adeguata al fine di creare valore superando le criticità che hanno causato le crisi aziendali nelle società ante WBO.

L'obiettivo principale nei primi anni di vita è, come per tutte le start up, il raggiungimento del break even point a livello reddituale. Ciò richiede che l'impresa sia snella, con una

ridotta incidenza di costi fissi. Tra questi, è tipico il canone di affitto d'azienda, che consente di utilizzare gli impianti e le attrezzature senza acquistarle.

La strategia da seguire per il rilancio è naturalmente prerogativa di ogni singola cooperativa, e più in generale di ogni azienda. In linea di principio tuttavia esistono dei valori generali che dovrebbero essere posti alla base della definizione dei propri obiettivi e che dovrebbero essere tradotti in comportamenti aziendali, soprattutto nel caso delle cooperative che dimostrano più interesse nei confronti della comunità rispetto alla generalità delle imprese capitalistiche. Tali principi sono l'equità, l'etica e la sostenibilità ambientale, che insieme permettono di soddisfare in modo equo le aspettative degli stakeholder e riescono a creare più valore⁸³:

- L'equità è alla base della costituzione di cooperative di produzione e lavoro, in quanto, banalmente, i singoli soci sono trattati tutti allo stesso modo sia a livello economico che a livello di importanza come persona. In assemblea infatti ogni socio ha un solo voto, a prescindere dalla quota conferita o dal ruolo ricoperto all'interno dell'organizzazione;
- L'etica, ossia il “comportamento socialmente apprezzabile, conforme al senso morale, solidale con i più poveri, virtuoso⁸⁴”, in quanto, come scrive Papa Benedetto XVI nell'Enciclica *Caritas in Veritate*, “ogni decisione economica ha una conseguenza di carattere morale⁸⁵” dal momento che le scelte determinano sempre un effetto sull'uomo. Spesso i WBO nascono a seguito di problemi legati all'uso distorto della finanzia aziendale e quindi si dovrebbe, imparando dagli errori del passato, farne un uso attento e giustificato da reali esigenze economiche;
- La sostenibilità ambientale, ossia l'attenzione al bene comune che molte cooperative nate grazie a un workers buy out dimostrano attraverso il coinvolgimento della comunità locale, l'organizzazione di eventi e la scelta di prodotti innovativi e sostenibili.

⁸³ Cfr. ALMICI, A., 2010, *Corporate governance, sistemi di controllo e valore aziendale*. Milano: FrancoAngeli. p.34-37 e GRANT, R. M., JORDAN, J., 2013, *Fondamenti di strategia*. Bologna: Il Mulino. p. 35-40.

⁸⁴ Definizione tratta da LUPOI, A., 2012, *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*. Padova: CLEUP. p. 13

⁸⁵ PAPA BENEDETTO XIV, 2009, *Caritas in Veritate*, Lettera Enciclica. Città del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana. n. 37.

A questo punto occorre passare alla definizione degli obiettivi, che devono essere semplici, comprensibili, condivisi e comunicati a tutta l'organizzazione aziendale. Se nei primi anni gli obiettivi convergono tutti nel raggiungimento del break even point, in seguito devono necessariamente puntare alla crescita e allo sviluppo del business. Tale sviluppo non può che basarsi sulle risorse e sulle competenze⁸⁶ dell'impresa, come punto di partenza da cui costruire il vantaggio competitivo.

Il vantaggio competitivo⁸⁷ è la chiave per il successo di un'impresa e permette di creare valore per gli stakeholder, intesi come un insieme di soggetti con diversi interessi da bilanciare (stakeholder approach)⁸⁸. Il bilanciamento tra i diversi interessi e obiettivi è fondamentale per le organizzazioni che operano senza scopo di lucro le quali risultano avvantaggiate in quanto gli interessi sono per la maggior parte gli stessi da parte di tutti i membri interni alla società, essendo tutti soci lavoratori. Grant e Jordan (2013) sostengono che “le imprese che hanno goduto del più grande successo e più a lungo di tutte [...] tendono ad essere motivate da fattori diversi dal profitto”. Difficilmente infatti, nelle imprese for-profit, si è in grado di motivare a sufficienza i dipendenti ponendo come obiettivo la massimizzazione del profitto. Tuttavia, le esperienze di workers buy out, avendo obiettivi diversi, riescono a trarre il massimo sforzo dai lavoratori grazie alla loro motivazione. L'impresa in questi casi è percepita come entità sociale, ossia come una comunità sostenuta e appoggiata dai rapporti che essa stabilisce non il proprio ambiente sociale, politico, economico e naturale.

⁸⁶ Le risorse sono i beni produttivi posseduti dall'impresa. Devono essere combinate e trasformate in competenze per ottenere un vantaggio competitivo. Le competenze consistono in ciò che un'impresa può fare e permettono, se distintive, di ottenere una performance superiore alla media.

⁸⁷ Il vantaggio competitivo può essere definito come la capacità o la possibilità da parte di un'impresa di ottenere una redditività superiore alla media. Per fare questo l'impresa deve riuscire a sviluppare e difendere nel tempo, con più intensità rispetto ai concorrenti, una risorsa critica che diviene fonte di successo.

⁸⁸ Cfr. Grant, Jordan (2013).

Capitolo 3

I Workers buyout in Italia

3.1 Introduzione al fenomeno in Italia

Dopo le prime operazioni di workers buy out verificatesi in Italia a partire dal 1982, il fenomeno ha visto subito una decrescente attenzione dei vari operatori, dovuta essenzialmente al fatto che in quel periodo tali operazioni venivano eseguite più perché mossi da una ideologia che spingeva verso la cooperazione che per necessità. In quegli anni infatti la cultura dominante del Paese (soprattutto in alcune regioni) vedeva nel modello cooperativo una possibile alternativa al modello capitalista⁸⁹. Se dal 1986 al 1999 C.F.I. ha realizzato circa 160 WBO, Coopfond dal 1994 fino al 2007 ne ha realizzati appena 14⁹⁰, circa uno all'anno, quasi esclusivamente in Toscana e in Emilia Romagna, regioni storicamente a tradizione "socialista". Si trattava per lo più di imprese sane ma con problemi di continuità aziendale legati ai passaggi generazionali.

Coopfond è la società che gestisce il fondo mutualistico per la promozione cooperativa istituito da Legacoop in base a quanto previsto dalla legge 59/1992. Lo scopo del fondo è quello di promuovere, rafforzare ed estendere la presenza cooperativa nel sistema economico nazionale attraverso finanziamenti e partecipazioni in cooperative che presentano programmi diretti all'innovazione tecnologica, all'incremento dell'occupazione e allo sviluppo del mezzogiorno.

A partire dal 2008 il numero di interventi dei fondi è cresciuto notevolmente a seguito dell'incalzare della più volte citata crisi economica⁹¹. In questa fase storica i workers buyout si verificano come tentativo ultimo di salvataggio dell'impresa dalla liquidazione o dal fallimento e quindi come difesa dell'occupazione.

⁸⁹ Cfr. Ianes (2011).

⁹⁰ ALFIERI, M., 2012. Le fabbriche salvate da chi ci lavora. *La Stampa*, 20 Marzo, p. 9.

⁹¹ CHIELLINO, G., 2011, Il lavoratore salva il posto con l'acquisto dell'azienda. *Sole 24 Ore*, 24 Maggio, 30. MERONI, G., 2015, Crisi: l'azienda chiude? E noi ce la ricompriamo [Online], *Vita*, 27 Gennaio. Disponibile su: <http://www.vita.it/it/article/2015/01/27/crisi-lazienda-chiude-e-noi-ce-la-compriamo/129155/>. Data di accesso: 19/09/2015.

Il numero di interventi deliberati da Coopfond tra il 2008 e il primo semestre del 2015 sono 47 con un picco nell'anno in corso, come risulta dalla tabella che segue:

Interventi di Coopfond spa	
Anno di approvazione del progetto	Numero di delibere
2008	3
2009	2
2010	5
2011	10
2012	8
2013	2
2014	6
2015 ⁹²	11

Tabella 2 - Numero progetti approvati da Coopfond. Fonte: elaborazione propria

Grazie a questi interventi Legacoop ha coinvolto 1.066 soci contribuendo a salvare in totale 1.242 posti di lavoro⁹³ attraverso un investimento totale pari a 13.638.000 euro⁹⁴. Le regioni in cui Coopfond è intervenuta maggiormente a sostegno delle operazioni di workers buy out sono, come nel passato, Emilia Romagna e Toscana, in cui, come già detto, Legacoop è presente da più tempo e l'esperienza cooperativa è decennale e molto radicata. Nella tabella che segue si riportano i dati forniti da Coopfond relativi agli interventi effettuati dal 2007 al 2015⁹⁵ divisi per regione.

⁹² Dato aggiornato al 30 Giugno 2015

⁹³ Fonte: dati concessi da Coopfond spa.

⁹⁴ L'investimento totale attivato da Coopfond può essere così scomposto: in Capitale sociale euro 7.131.000, come finanziamento euro 6.507.000.

⁹⁵ Dato aggiornato al 30 Giugno 2015.

Regione di intervento di Coopfond spa	
Regione di insediamento	Numero di interventi
Emilia Romagna	16
Toscana	12
Veneto	5
Sicilia	3
Lazio	2
Marche	2
Umbria	2
Campania	2
Lombardia	1
Piemonte	1
Sardegna	1

Tabella 3 - Regioni di intervento di Coopfond spa. Fonte: elaborazione propria

Dalla tabella emerge come subito dopo l'Emilia Romagna e la Toscana si posizioni il Veneto, regione che ha visto il caso dei lavoratori della Zanardi di Padova come ultimo WBO realizzato. Si tratta di un'impresa editoriale di Padova che, a causa del suicidio di uno degli imprenditori, ha dovuto affrontare un problema di continuità aziendale. A seguito del deposito presso il Tribunale Fallimentare di Padova della richiesta di Procedura di concordato preventivo i dipendenti hanno costituito una cooperativa (Cooperativa Lavoratori Zanardi) per rilevare l'azienda in cui lavoravano⁹⁶. Nel Veneto tuttavia sembra che l'interesse verso i workers buy out rimanga comunque incerto. La delicata situazione economica che anche il Veneto sta vivendo ha tuttavia posto il quesito circa la possibilità di sfruttare le potenzialità offerte dal modello cooperativo per superare la crisi e in particolare sulle opportunità offerte dai WBO.

La Regione Veneto è quindi intervenuta, mettendo a disposizione, attraverso la finanziaria regionale Veneto sviluppo spa⁹⁷, uno specifico fondo per intervenire nel capitale so-

⁹⁶ ANON, 2014, Coop Zanardi, si può ripartire. Il mattino di Padova, 7 agosto, p. 14.

⁹⁷ Veneto sviluppo spa è una società finanziaria istituita con L.R. 47/1975 e partecipata al 51 per cento dalla Regione del Veneto e per il 49% da undici gruppi bancari nazionali e regionali. La società ha l'obiettivo di intervenire nel capitale di rischio delle imprese per sviluppare attività che favoriscano la crescita del sistema economico regionale. Cfr. REGIONE DEL VENETO (2014).

ciale delle cooperative, così come previsto dalla L.R. 17/2005 (Normativa sulla cooperazione nella Regione del Veneto). In particolare, è prevista la costituzione di un Fondo di rotazione che interviene in investimenti produttivi e altre iniziative agevolabili, ed inoltre la possibilità per Veneto sviluppo spa di partecipare in qualità di socio sovventore nelle imprese cooperative⁹⁸, potendo quindi realizzare gli stessi interventi previsti per i fondi mutualistici e per C.F.I. In questo modo le cooperative regionali possono contare su più fonti di finanziamento e garantirsi una maggior patrimonializzazione. Tuttavia, seppur la legge regionale risalga al 2005, non era stato approvato, fino al 2012, il Regolamento attuativo, per cui non si è potuto utilizzare lo strumento per lungo tempo.

Altri fondi mutualistici regionali per la promozione e lo sviluppo della cooperazione sono stati istituiti in Emilia Romagna, Toscana, Lombardia, Trentino Alto Adige, Piemonte, Molise, Friuli Venezia Giulia, Basilicata e Marche⁹⁹.

Dai dati forniti da C.F.I., dopo essere stati rielaborati, emergono i seguenti interventi deliberati dopo il 2001, anno in cui fu completamente rivista la Legge Marcora:

Interventi di C.F.I.	
Anno di delibera del progetto	Numero di progetti deliberati
2003	1
2004	2
2009	1
2010	2
2011	6
2012	6
2013	5
2014	17
2015 ¹⁰⁰	5

Tabella 4 - Numero progetti approvati da C.F.I. Fonte: elaborazione propria

⁹⁸ La durata della partecipazione non può superare i 5 anni, con un eventuale periodo di proroga fino a 7 anni. La regione ha stanziato un fondo di 2,2 milioni di euro per la sottoscrizione di partecipazioni in qualità di socio sovventore, investendo, per singola operazione al massimo 200.000 euro. Si veda, per maggiori dettagli il Regolamento di funzionamento, D.G.R. 1682 del 7/08/2012.

⁹⁹ Cfr. Fondazione Rosselli (2010).

¹⁰⁰ Per l'anno 2015 il dato è parziale e considera le delibere intervenute entro il 20/05/15.

Si tratta di un totale di 45 interventi finanziati al fine di sostenere progetti di WBO, il cui culmine si è avuto nell'anno 2014. Oltre a tali interventi C.F.I. ha finanziato anche start up, progetti di sviluppo e di consolidamento in base a quanto previsto dalla Legge Marcora a seguito delle modifiche apportate dalla Legge n. 57 del 2001, per un totale di 141 interventi nel periodo che va dal 2001 al 2015¹⁰¹. La distribuzione geografica degli interventi tra il 2003 e il 2015¹⁰² risulta dalla seguente tabella elaborata a partire dai dati forniti da C.F.I.

Regione di intervento di C.F.I.	
Regione di insediamento	Numero di interventi
Emilia Romagna	13
Toscana	6
Veneto	5
Sicilia	4
Campania	3
Marche	3
Umbria	3
Lazio	2
Lombardia	2
Piemonte	1
Sardegna	1
Liguria	1
Friuli Venezia Giulia	1

Tabella 5 - Regioni di intervento di C.F.I. Fonte: elaborazione propria

C.F.I. ha oggi in portafoglio 90 imprese cooperative operanti in diversi settori e distribuite su tutto il territorio nazionale che impiegano circa 3.800 addetti, ha un capitale sociale di 84 milioni e riserve patrimoniali per 15 milioni di euro¹⁰³. I grafici che seguono presentano gli interventi suddivisi per area geografica e gli stessi interventi suddivisi per tipologia di operazione. Come è possibile notare dalla figura 9, le operazioni di workers buyout

¹⁰¹ Vedi nota 100.

¹⁰² Vedi nota 100.

¹⁰³ Dati disponibili su: <http://www.cfi.it/public/chi-siamo/#cfi-in-cifre>. Data di accesso: 20/08/2015.

sono state realizzate prevalentemente al nord Italia, con una percentuale del 42 per cento. Soprattutto a partire dal 2014 anche il sud del paese ha iniziato a conoscere ed apprezzare le opportunità offerte dai WBO, in molti casi come risposta alla confisca di società di proprietà della criminalità organizzata. È il caso delle cooperative Terra mia¹⁰⁴, Progetto Olimpo¹⁰⁵ e Calcestruzzi Ericina Libera¹⁰⁶. Le operazioni di workers buy out rappresentano il 30 per cento dell'operatività totale di C.F.I. a partire dal 2001 (Figura 10). I rimanenti sforzi del fondo sono finalizzati al finanziamento di progetti di sviluppo e di consolidamento di cooperative di produzione e lavoro, anche se non sono nate a seguito di un WBO, così come di cooperative sociali.

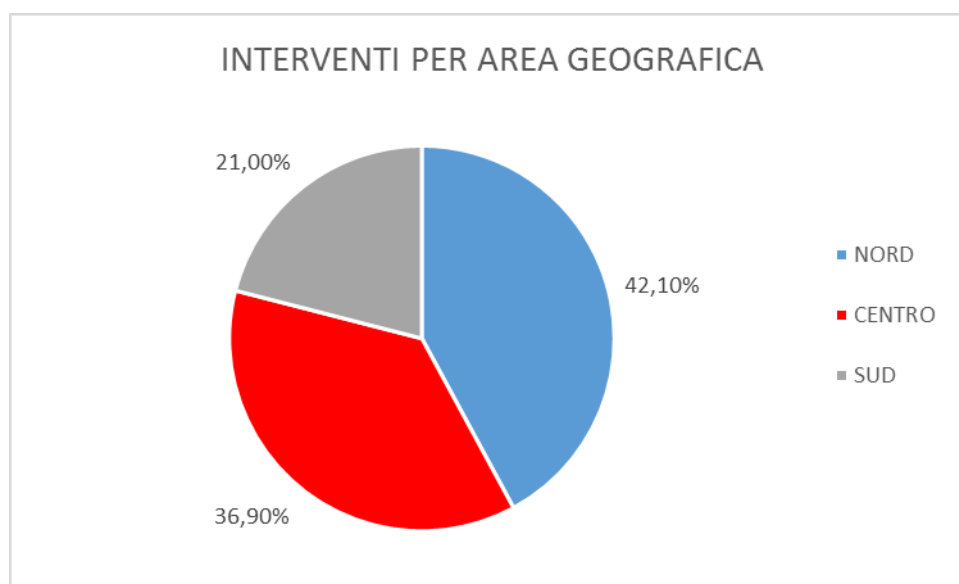


Figura 9 - Interventi di C.F.I. per area geografica. Fonte: www.cfi.it

¹⁰⁴ Fonte: http://www.cfi.it/public/wp-content/uploads/2015/06/CDA_03_2015.pdf. Visitato in data: 20/09/2015.

¹⁰⁵ NAPOLI, I., 2014, Mafia, cooperativa di ex dipendenti riapre centro commerciale Olimpo, Repubblica. 5 novembre. p. 5.

¹⁰⁶ Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Italia/2007/11/calcestruzzi-ericina.shtml?uuid=6a96e846-8ee0-11dc-a6c8-00000e251029>. Data di accesso: 20/09/2015.

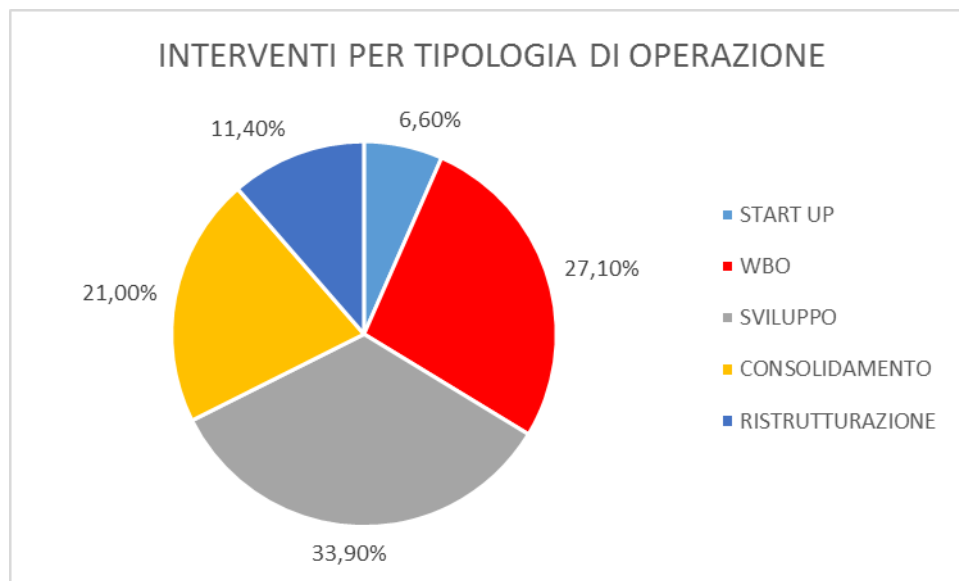


Figura 10 - Interventi di C.F.I. per tipologia di operazione. Fonte: www.cfi.it

In totale, a partire dalla sua costituzione ad oggi, C.F.I. ha investito nel capitale di rischio di oltre 200 cooperative sorte a seguito di WBO, promuovendo l'occupazione di circa 9.000 lavoratori¹⁰⁷. Un dato, quello occupazionale, che merita un approfondimento. Il modello cooperativo infatti sembra seguire un andamento anticiclico: il numero di cooperative a fine 2011, in base ai dati raccolti ed elaborati in occasione del 9° Censimento dell'industria e dei servizi, era pari a 61.398, con un incremento del 15 per cento rispetto al 2001. Anche il numero degli addetti cresce rispetto al 2001: nel 2011 si registrano infatti 1.200.585 occupati contro i 935.239 del censimento precedente, con una variazione del 22 per cento. Tali dati sembrerebbero sostenere la tesi secondo cui le cooperative reagiscono alla crisi in modo diverso rispetto alle imprese for-profit. Fontanari (2014) sostiene che la causa di tale evidenza stia nella diversità degli obiettivi dei proprietari delle due forme di impresa (cooperativa e impresa capitalistica). Le cooperative infatti nascono da un bisogno e hanno l'obiettivo di garantire un servizio – lavoro, consumo, credito - ai soci-proprietari. Invece, nelle imprese for profit, gli azionisti hanno un unico obiettivo, ossia di ricavare un adeguato profitto. Durante una fase di recessione, al fine di continuare a soddisfare gli obiettivi dei soci, le cooperative dovrebbero tendere a mantenere inalterata o addirittura ad accrescere la produzione comprimendo eventualmente i profitti per continuare a garantire il raggiungimento degli obiettivi che i soci si sono posti.

¹⁰⁷ RONCATO, V., 2012, *Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi*. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Università Cà Foscari.

Diversamente, le imprese for-profit tendono a tutelare le risorse finanziarie impegnate più che i livelli di attività, intervenendo spesso sul numero di occupati, riducendolo, e risultando di conseguenza più esposte alla ciclicità del sistema economico¹⁰⁸.

3.2 Il campione oggetto di analisi

L'immagine che segue (Figura 11), pubblicata su vita.it¹⁰⁹, geolocalizza i casi di workers buyout in Italia, riportando la denominazione assunta dalla cooperativa, la provincia in cui è stata stabilita la sede e il settore di attività in cui opera. La mappa, pur non riportando tutti i casi registrati in Italia, permette di intuire l'estensione del fenomeno e soprattutto le regioni dove si localizzano principalmente le operazioni di WBO. La tabella 6, oltre alla ragione sociale assunta dalla cooperativa costituita dai lavoratori a seguito del workers buy out, riporta anche la ragione sociale della società ante WBO e, nelle ultime due colonne, la segnalazione dell'eventualità che l'operazione sia stata o meno sostenuta da Coopfond e/o da Cooperazione Finanza e Impresa.

Per alcune operazioni riportate non è stato possibile risalire alla ragione sociale ante WBO, dal momento che non esiste un archivio che disponga di tali informazioni. Le informazioni riportate sono quindi state ottenute attraverso una ricerca sul web. In particolare sono stati consultati i siti istituzionali delle nuove cooperative o gli articoli dei quotidiani, preferibilmente a diffusione nazionale quanto possibile, oppure a diffusione locale, tenendo comunque conto del grado di autorevolezza della testata giornalistica. Come emerge dalla tabella 6 spesso le cooperative rinate grazie ai lavoratori mantengono il nome dell'azienda storica, altre volte aggiungono l'aggettivo "Nuova" davanti al nome, altre volte ancora modificano completamente la ragione sociale in modo da rispecchiare maggiormente il nuovo assetto proprietario dell'impresa.

Dalla tabella riportata sono del tutto escluse le operazioni di workers buyout realizzate prima del 2001, anno in cui è stata riformata la Legge Marcora, anche se queste cooperative sono state oggetto di finanziamento o rifinanziamento da parte di C.F.I. o di Coopfond per progetti di sviluppo o di consolidamento dopo tale data.

¹⁰⁸ Per un approfondimento sul tema si veda Fontanari (2014).

¹⁰⁹ Fonte: <http://www.vita.it/it/story/2015/08/04/la-mappa-dei-workers-buyout/2/>. Visitato in data: 20/08/2015.



Figura 11 - Mappa delle operazioni di WBO in Italia. Fonte: Arduini (2015)

I Workers buy out in Italia dal 2001 al 2015

Ragione sociale post WBO (sono tutte società cooperative)	Ragione sociale ante WBO	Intervento di Coopfond¹¹⁰	Intervento di CFI
2012 Autostrasporti	Dolciamì trasporti Snc	Sì	
3 Elle N	3Elle soc. coop.	Sì	Sì
Agg Technology Painting	ND		Sì
Aico Plast	Aico Salconplast srl	Sì	
AL.MA.RI.NA.	ND		Sì
Alfa engineering	Alfa Engeneering srl	Sì	Sì
Arbizzi	Arbizzi srl	Sì	Sì
Arca Land	Arca Land srl	Sì	
Art Lining	Lincra srl	Sì	
Athena sartoria	Athena sartoria		
Aurora Cucine	Aurora srl	Sì	
Aussametal	A. Comital spa		Sì
Autoservizi Garda Valsabbia	Almici F.lli spa		Sì
Birrificio Messina	Triscele srl	Sì	Sì
Bolfra	Bol-fra Snc		Sì
C.l.a.b.	Tabitaly Srl	Sì	Sì
C.L.F. Cooperativa lavoratori della fonderia	Fonderie Zen srl		
Calcestruzzi Ericina Libera	Calcestruzzi Ericina srl		
Cartiera Pirinoli	Pkarton spa	Sì	Sì
Casa Italia	Siamesi Riombra Industrie Riunite srl	Sì	Sì
Caseificio Santi	Santi & C. spa		
Cogest	Dipendenti da più punti vendita		Sì
Conceria del Chienti Project	Conceria del Chienti spa	Sì	Sì
Coop3	Indal 2000 spa	Sì	Sì

¹¹⁰ Coopfond ha fornito i dati a partire dal 2008, onde per cui nelle operazioni avvenute prima di tale data non è possibile stabilire se il fondo vi abbia partecipato o meno.

Cooperativa Lavoratori Zanardi	Gruppo Editoriale Zanardi srl	Si	Si
Cooperativa Mobilità e Trasporti CMT	ND		Si
Cooprint	Alsaba Grafiche srl	Si	
Cooptima	Green System srl	Si	
CSV cristallerie	Cristalleria Stilvetto srl	Si	Si
Cup	N.D.		
D&C Modelleria	Modelleria Quadrifoglio srl	Si	Si
ESTESA	ND		Si
Edizioni moderna	Tipografia Moderna srl		Si
FAIL	Fail spa	Si	Si
Fenix Pharma	Warner Chilcott srl	Si	Si
GBM	EGBM srl		Si
Greslab	Ottima spa	Si	Si
IdealScala	Ideal standard srl		
Il manifesto	Il manifesto srl		
Infissi design	Ferri Riccardo srl	Si	Si
Isolex	Isolanti italiani srl	Si	Si
Italcables	Italcables spa	Si	Si
Italcom	Coimm srl	Si	
Italstick - Ex Italtac	Diaures spa	Si	Si
Kuni	Mo.Ru.Pa. srl	Si	Si
L&Q	Linea Quattro spa	Si	Si
LINCOOP	ND		
M.C.M.	M.C.M. snc	Si	
Mancoop	Evotape srl		
Master	Master Ceramiche srl	Si	Si
Metal Welding wire	Metal Welding wire srl		
Micronix network	Micronix Computer srl	Si	
N.C.S. Infissi	Sia infissi srl	Si	Si

Nuova Bulleri Brevetti	Bulleri e Brevetti Srl	Si	
Nuova Edilspada	Edilspada		
Nuova Ossigeno Napoli	Società ossigeno Napoli spa		Si
Oneoven	ND		Si
Performa	Fantini e Romagnoli Sas	Si	
Pontesabato	C.M.S. spa		
Progetto Olimpo	K&K srl	Si	
Raviplast	Nuova Pansac spa	Si	Si
Ri-Maflow	Maflow srl		
Screen Sud	Lafer srl	Si	Si
Social Pneus	Felsinea Gomme spa	Si	Si
Sportarredo	Sportarredo spa	Si	Si
Tecnol	Tecnol srl		
Terra mia	Gruppo 6 GDO srl	Si	Si
Territorio e servizi	Delivery srl	Si	
Textyle service	Rossi Iames snc	Si	Si
Vetriere empolesi	Save Fornace Vetraria srl	Si	Si
Visual Project	Tipart srl		
VMW	ND		

Tabella 6- Elenco workers buy out in Italia dal 2001 al 2015. Fonte: elaborazione propria

Dalla lettura della tabella appena presentata è possibile ricavare i seguenti dati di sintesi:

- Su 74 casi di workers buy out rilevati in Italia tra il 2001 e il primo semestre del 2015 Coopfond spa è intervenuta in 44 occasioni a sostegno dei lavoratori, ossia, in termini percentuali, nel 59,50 per cento delle operazioni realizzate. Non è tuttavia un dato definitivo, soprattutto con riguardo ai casi più recenti ma non solo, dal momento che un intervento del fondo mutualistico può avvenire anche in un momento successivo rispetto alla costituzione della cooperativa. Si tratta di un'evenienza che si realizza per esempio nel caso in cui il business non appaia

inizialmente sostenibile, ma si dimostri in seguito un aumento del livello di produzione. Oppure nel caso in cui i soci non si rivolgono al fondo fin da subito, ma solamente nel momento in cui necessitano di risorse per nuovi investimenti;

- C.F.I è invece intervenuta in 42 casi su 74, ossia nel 57 per cento delle operazioni. Anche per C.F.I. valgono le stesse considerazioni svolte al punto precedente riguardo a Coopfond;
- La collaborazione tra C.F.I e Coopfond, più volte richiamata nel corso della trattazione, emerge chiaramente se si considera che nel 71 per cento dei casi coesiste un intervento da parte di entrambi i fondi.

Nel seguito l'analisi si focalizzerà su un campione di workers buy out composto dalle operazioni di WBO realizzate dal fondo mutualistico di Legacoop, Coopfond spa, e dall'investitore istituzionale C.F.I. dal 2001 ad oggi. La ragione di tale scelta metodologica consiste nel fatto che riguardo a tali aziende si hanno dati certi e affidabili soprattutto per quanto riguarda la effettiva realizzazione dell'operazione di workers buyout, in quanto forniti dai soggetti appena citati¹¹¹. Il campione si compone quindi di 56 operazioni che sono riportate nella tabella seguente con indicazione oltre che della ragione sociale, anche dell'anno in cui è stato realizzato il workers buy out e della situazione giuridica attuale.

Ragione sociale post WBO	Anno WBO	Situazione giuridica attuale
2012 Autostrasporti	2012	Attiva
3 Elle N	2015	Attiva
Agg Technology Painting	2013	Attiva
Aico Plast	2009	Liquidazione nel 2012
AL.MA.RI.NA.	2001	Attiva
Alfa engineering	2011	Attiva
Arbizzi	2014	Attiva
Arca Land	2010	Attiva

¹¹¹ Le operazioni oggetto di workers buy out dal 2001 ad oggi sono 72 in base ad una ricerca personale effettuata in rete. Si tratta di cooperative che non aderiscono ad alcuna Centrale cooperativa o che aderiscono a centrali diverse da Legacoop. A tali centrali è stato chiesto di poter utilizzare i dati in loro possesso, ma non è pervenuta alcuna risposta.

Art Lining	2008	Attiva
Aurora Cucine	2012	Attiva
Aussametal	2009	Attiva
Autoservizi Garda Valsabbia	2015	Attiva
Birrificio Messina	2014	Attiva
Bolfra	2012	Attiva
C.l.a.b.	2011	In liquidazione dal 2014
Cartiera Pirinoli	2015	Attiva
Casa Italia	2012	Attiva
Cogest	2012	Attiva
Conceria del Chienti Project	2014	Attiva
Coop3	2014	In liquidazione dal 2015
Cooperativa Lavoratori Zanardi	2014	Attiva
Cooperativa Mobilità e Trasporti CMT	2011	Attiva
Cooprint	2010	Liquidazione nel 2012
Cooptima	2010	Cancellata nel 2012
CSV cristallerie	2010	In liquidazione dal 2015
D&C Modelleria	2010	Attiva
ESTESA	2012	Attiva
Edizioni moderna	2013	Attiva
FAIL	2014	Attiva
Fenix Pharma	2011	Attiva
GBM	2014	Attiva
Greslab	2010	Attiva
Infissi design	2011	In liquidazione dal 2015
Isolex	2014	Attiva
Italcables	2015	Attiva
Italcom	2010	Liquidazione nel 2012
Italstick	2011	Attiva
Kuni	2014	Attiva
L&Q	2009	Attiva

M.C.M.	2008	Fallimento nel 2012
Master ceramica	2010	Liquidazione nel 2013
Micronix network	2006	Attiva
N.C.S. Infissi	2012	Attiva
Nuova Bulleri Brevetti	2010	Attiva
Nuova Ossigeno Napoli	2014	Attiva
Oneoven	2014	Attiva
Performa	2010	Liquidazione nel 2013
Progetto Olimpo	2014	Attiva
Raviplast	2013	Attiva
Screen Sud	2015	Attiva
Social Pneus	2015	Attiva
Sportarredo	2015	Attiva
Terra mia	2015	Attiva
Territorio e servizi	2010	Liquidazione nel 2012
Textyle service	2012	Attiva
Vetriere empolesi	2010	Liquidazione nel 2012

Tabella 7 - Campione di società cooperative post WBO. Fonte: elaborazione propria

Le prime informazioni che è possibile ricavare dai dati consistono nel tasso di mortalità delle cooperative sorte a seguito di un'operazione di WBO. Per la loro stima ci si basa sulle definizioni fornite dall'ISTAT. L'istituto nazionale di statistica definisce il tasso di mortalità come il rapporto, espresso in percentuale, tra il numero di imprese cessate nell'anno t e il numero di imprese attive¹¹² nell'anno t .

La tabella che segue, in cui i dati di origine sono contenuti nella tabella 7, espone il tasso di mortalità:

¹¹² Nella nota metodologia al rapporto sulla demografia d'impresa l'ISTAT definisce le imprese attive come l'insieme delle imprese operative da un punto di vista economico (ad esempio hanno utilizzato forza lavoro o realizzato fatturato) durante il periodo di riferimento ossia l'anno. Disponibile su: http://www.istat.it/it/files/2015/07/Nota-metodologica_demografia_dimpresa_def.pdf?title=Demografia+d%E2%80%99impresa+-+09%2Fflug%2F2015+-+Nota+metodologica.pdf. Data di accesso: 01/09/2015

Tasso di mortalità

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Imprese attive nell'anno</i>	7	19	25	33	29	39	46
<i>di cui: nate nell'anno</i>	3	12	6	8	3	12	8
<i>di cui: attive a inizio periodo</i>	4	7	19	25	26	27	38
<i>Imprese cessate nell'anno</i>	-	-	-	7	2	1	3
Tasso mortalità	-	-	-	21%	7%	3%	7%

Tabella 8 - Tasso di mortalità del campione. Fonte: elaborazione propria

La tabella 8 riporta i dati a partire dall'anno 2009, in quanto è dal 2009 che si registrano la maggior parte delle operazioni di workers buy out e potendo quindi tralasciare l'analisi degli anni precedenti. Concentrandosi innanzitutto sul tasso di mortalità, si registra un picco dello stesso nell'anno 2012 a seguito della liquidazione, tra le altre, di cinque su sette cooperative nate nel 2010 a seguito di un'operazione di WBO. Nel 2012 quindi il tasso risulta pari al 21%. Negli anni seguenti invece si riduce notevolmente, risultando pari al 7, al 3 e di nuovo al 7 per cento nel 2015¹¹³. Volendo mettere in evidenza come sta evolvendo l'esperienza dei workers buy out si riportano i dati ottenuti da Lanzavecchia e D'Aurizio (2013), dal cui lavoro merse che delle 27 operazioni analizzate, nel 2013, 8 cooperative avevano già cessato la loro attività, di cui 5 nel secondo esercizio, 2 nel terzo e 1 nel quarto, con un tasso di mortalità che presentava un picco del 22,7% nel secondo anno.

Delle 56 cooperative oggetto di analisi, 13 hanno cessato l'attività, una percentuale totale pari al 23,21% del campione analizzato. Di queste, 1 cooperativa ha cessato l'attività durante il primo anno di vita, 5 durante il secondo, 4 durante il terzo e 3 durante il quarto. Da un'indagine svolta dalla CGIA di Mestre nel 2012 è risultato che il 49,5% delle imprese esce dal mercato entro i primi cinque anni di vita a causa di imposte, dell'eccessiva burocrazia e di problemi legati al reperimento di liquidità¹¹⁴. Non sembra, in base ai dati riportati nella tabella 8 essere il caso delle cooperative sorte a seguito di un workers buy out, che si mantengono su tassi di mortalità in linea, eccetto che per il 2012, con quelli rilevati dall'ISTAT, che rileva per il 2012 un tasso pari al 8,1% e per il 2013 un tasso pari all'8,5%¹¹⁵; mediamente infatti, il tasso di mortalità del campione risulta pari al 9%. Il

¹¹³ Dato aggiornato al 25 agosto 2015.

¹¹⁴ Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-04-14/crisi-impresa-chiude-entro-121044.shtml?uud=AbHMI2NF>. Data di accesso: 01/09/2015.

¹¹⁵ Cfr. ISTAT, 2015

fatto che nel 2012 il tasso di mortalità sia stato significativamente più elevato rispetto al valore rilevato dall'ISTAT per le imprese, obbliga a confrontare il dato con la mortalità delle imprese start up, anche se le cooperative post WBO non sono propriamente delle start up dal momento che rilevano, a volte solo in parte, delle aziende già costituite ed attive sul mercato. Secondo una ricerca condotta da Schivardi e Castelli (2015), meno della metà delle start up superano i primi tre anni di vita e, più precisamente, nel 2012 risultavano ancora attive il 48,3% delle start up nate tre anni prima. Per le imprese del campione il tasso di sopravvivenza nel 2012 relativo alle imprese nate tre anni prima risulta pari al 58,3%, ben dieci punti percentuali al di sopra della percentuale riportata da Schivardi e Castelli (2015). Tale risultato costituisce un elemento che avvalga la tesi secondo cui le imprese post WBO non possono essere considerate vere e proprie imprese start up.

Da ultimo si confrontano i dati ottenuti analizzando il campione con i rispettivi dati relativi al mondo cooperativo italiano, che nel 2012 registra un tasso di mortalità del 2,9%¹¹⁶, nettamente inferiore rispetto al tasso ottenuto dal campione in esame, che proprio nel 2012 registra invece il suo picco. Tuttavia i dati ottenuti per gli anni a seguire rivelano, se confrontati con il dato più aggiornato disponibile sulle società cooperative, e relativo al 2012, come le cooperative sorte a seguito di un workers buy out presentino un tasso di mortalità comunque più elevato. Ciò significa quindi che risanare un'impresa in crisi richiede un'analisi attenta della situazione iniziale e delle cause che ne hanno determinato il fallimento e una adeguata predisposizione delle operazioni da compiere una volta effettuato il buy out per risanare la società acquisita.

Un altro dato, sempre relativo al tasso di mortalità, che può essere ricavato attraverso la lettura congiunta delle tabelle 6 e 8, è la percentuale di mortalità delle cooperative partecipate o finanziate da ciascuno dei due fondi. In particolare, tenendo conto che C.F.I. partecipa in 42 imprese e 6 di queste hanno cessato la loro attività, risulta un tasso di mortalità totale pari al 14,30%. Dall'altra parte, le cooperative partecipate da Coopfond presentano una percentuale di mortalità pari al 29,5%, pari a 7 casi in più rispetto a C.F.I. Tale risultato significa forse che il processo di definizione delle cooperative in cui immettere capitale sociale o comunque risorse finanziarie viene svolto in modo più accurato da parte di

¹¹⁶ Cfr. Borzaga (2014)

C.F.I. rispetto al fondo mutualistico di Legacoop. Solitamente in C.F.I. passa la fase pre-istruttoria circa il 65 per cento delle domande che vengono presentate e, successivamente, il consiglio approva il 95 per cento di quello rimaste¹¹⁷.

Delle 43 cooperative post WBO ancora attive sul mercato si rileva come 8 di esse siano al primo anno di attività (nate nel 2015), 11 siano al secondo, 3 al terzo, 7 al quarto, 4 siano rispettivamente al quinto e al sesto, 3 al settimo e 1 si trovi all'ottavo, al decimo e al quindicesimo. Quest'ultima è la società cooperativa AL.MA.RI.NA, costituita nel 2001 in Liguria da parte di ventiquattro ex dipendenti di una società che, a seguito di una ristrutturazione aziendale, aveva deciso di porli in mobilità. Oggi la cooperativa, operante nel settore navalmeccanico, coinvolge 88 lavoratori e, nel 2013 ha realizzato ricavi per quasi cinque milioni e un risultato di esercizio di circa 30.000 euro.

In conclusione, l'analisi sui tassi di mortalità pone in luce come il numero di operazioni di workers buy out stia aumentando molto velocemente, a fronte di un ridotto numero di uscite dal mercato, e quindi di cessazioni. Si tratta quindi di un primo risultato positivo in quanto dimostra la capacità di molti lavoratori di impegnare le proprie (poche) risorse finanziarie per salvare la propria occupazione e quindi la loro spesso unica fonte di reddito. In totale, grazie all'intervento dei lavoratori sono stati salvati almeno 1.242¹¹⁸ posti di lavoro.

3.3 (segue) Le partecipazioni e i finanziamenti di C.F.I. e di Coopfond spa

Grazie ai dati forniti da Coopfond¹¹⁹ e da C.F.I.¹²⁰ è stato possibile predisporre le tabelle che seguono (tabella 9 e tabella 10) in cui sono presentati i diversi progetti approvati e i relativi interventi in Capitale sociale e a titolo di finanziamento a cui i due fondi hanno preso parte.

¹¹⁷ ARDUINI, S., 2015. Workers buyout le aziende senza padrone. *Vita*, 8 Maggio, pagg. 55 – 59.

¹¹⁸ Fonte: Coopfond spa. Si tratta di un dato sottostimato in quanto riferito alle sole operazioni alle quali ha preso parte Coopfond.

¹¹⁹ I dati relativi a Coopfond spa sono aggiornati al primo semestre 2015.

¹²⁰ I dati relativi a C.F.I. sono aggiornati al 20 maggio 2015.

Ragione sociale post wbo	Capitale Sociale	Coopfond		CFI		CFI e Coopfond	Capitale da lavoratori e altri	% capitale CFI e Coopfond	% capitale da lavoratori e altri	Finanziamento da Coopfond	Finanziamento da CFI
		Capitale	% su CS	Capitale	% su CS						
2012 autosrasporti	540.000	180.000	33%	100.000	0%	180.000	360.000	33%	67%	250.000	300.000
3 Elle N	n.d.	350.000	n.d.	100.000	n.d.	450.000	n.d.	n.d.	n.d.		125.000
Agg Technology Painting	175.440		0%	25.000	14%	25.000	150.440	14%	86%	100.000	
Aico Plast	4.050		0%		0%	0	4.050	0%	100%		
AL.MA.RI.NA.	676.208		0%	330.000	49%	330.000	346.208	49%	51%		
Alfa engineering	381.796	150.000	39%	150.000	39%	300.000	81.796	79%	21%		120.000
Arbizzi	300.000		0%	100.000	33%	100.000	200.000	33%	67%	290.000	
Arca Land	549.000	200.000	36%		0%	200.000	349.000	36%	64%	150.000	
Art Lining	392.500	200.000	51%		0%	200.000	192.500	51%	49%		
Aurora Cucine	104.500		0%		0%	0	104.500	0%	100%	210.000	
Aussametal	542.725		0%	335.000	62%	335.000	207.725	62%	38%		
Autoservizi Garda Valsabbia	n.d.		n.d.	100.000	n.d.	100.000	n.d.	n.d.	n.d.		50.000
Birificio Messina	n.d.		n.d.	150.000	n.d.	150.000	n.d.	n.d.	n.d.	300.000	150.000
Bolfra	182.764		0%	40.000	22%	40.000	142.764	22%	78%		40.000
C.I.a.b.	983.872	300.000	30%	300.000	30%	600.000	383.872	61%	39%		
Cartiera Pirinoli	n.d.	600.000	n.d.	400.000	n.d.	1.000.000	n.d.	n.d.	n.d.		200.000
Casa Italia	487.250	150.000	31%	150.000	31%	300.000	187.250	62%	38%		
Cogest	n.d.		n.d.	90.000	n.d.	90.000	n.d.	n.d.	n.d.		260.000
Concerta del Clienti Project	355.700	150.000	42%	150.000	42%	300.000	55.700	84%	16%		
Coop3	n.d.	100.000	n.d.	75.000	n.d.	175.000	n.d.	n.d.	n.d.		
Cooperativa Lavoratori Zanardi	580.000	250.000	43%	250.000	43%	500.000	80.000	86%	14%		
Cooperativa Mobilità e Trasporti CMT	740.000		0%	350.000	47%	350.000	390.000	47%	53%	350.000	
Cooprint	293.200	130.000	44%		0%	130.000	163.200	44%	56%		
Cooptima	146.000	100.000	68%		0%	100.000	46.000	68%	32%		
CSV cristallerie	317.782	100.000	31%	1.000	0%	1.000	216.782	32%	68%	100.000	100.000
D. & C. MODELIERIA	594.950	250.000	42%	1.000	0%	251.000	343.950	42%	58%		150.000
ESTESA	53.406		0%	20.000	37%	20.000	33.406	37%	63%		40.000
FAIL	560.000	150.000	27%	150.000	27%	300.000	260.000	54%	46%		
Fenix Pharma	1.102.500	300.000	27%	200.000	18%	500.000	602.500	45%	55%		200.000
GBM	n.d.		n.d.	100.000	n.d.	100.000	n.d.	n.d.	n.d.		
Greslab	1.928.500	500.000	26%	300.000	16%	800.000	1.128.500	41%	59%	480.000	525.000

Tabella 9 - Interventi di C.F.I e Coopfond (parte 1). Fonte: elaborazione propria

Ragione sociale post who	Capitale Sociale	Coopfond		CFI		CFI e Coopfond	Capitale da lavoratori e altri	% capitale CFI e Coopfond	% capitale da lavoratori e altri	Finanziamento da Coopfond	Finanziamento da CFI
		Capitale	% su CS	Capitale	% su CS						
Infissi design	366.150	100.000	27%	1.000	0%	101.000	265.150	28%	72%		100.000
Isolalex	n.d.	250.000	n.d.	150.000	n.d.	400.000	n.d.	n.d.	n.d.	200.000	100.000
Italcables	n.d.	300.000	n.d.	300.000	n.d.	600.000	n.d.	n.d.	n.d.	200.000	200.000
Italcon	471.050	150.000	32%		0%	150.000	321.050	32%	68%	650.000	
Italstick - Ex Italtac	1.217.790	250.000	21%	150.000	12%	400.000	817.790	33%	67%		30.000
Kuni	206.500	100.000	48%	50.000	24%	150.000	56.500	73%	27%		100.000
L&Q	1.532.000	400.000	26%	300.000	20%	700.000	832.000	46%	54%		
M.C.M.	2.100		0%		0%	0	2.100	0%	100%	300.000	
Master	350.000		0%	1.000	0%	1.000	349.000	0%	100%	150.000	150.000
Micronix network	118.350		0%		0%	0	118.350	0%	100%	150.000	
N.C.S. Infissi	342.600	110.000	32%	100.000	29%	210.000	132.600	61%	39%	120.000	80.000
Nuova Butleri Brevetti	327.250	145.000	44%		0%	145.000	182.250	44%	56%		
Nuova Ossigeno Napoli	n.d.		n.d.	150.000	n.d.	150.000	n.d.	n.d.	n.d.		
Oneeven	n.d.		n.d.	60.000	n.d.	60.000	n.d.	n.d.	n.d.		
Performa	460.000	200.000	43%		0%	200.000	260.000	43%	57%		
Progetto Olimpo	n.d.	100.000	n.d.		n.d.	100.000	n.d.	n.d.	n.d.	100.000	
Raviblast	874.550	66.000	8%	150.000	17%	216.000	658.550	25%	75%		300.000
Screen Sud	n.d.	100.000	n.d.	50.000	n.d.	150.000	n.d.	n.d.	n.d.	200.000	100.000
Social Pneus	n.d.		n.d.	150.000	n.d.	150.000	n.d.	n.d.	n.d.		
Sportarredo	n.d.		n.d.	60.000	n.d.	60.000	n.d.	n.d.	n.d.	90.000	
Terra mia	n.d.		n.d.	80.000	n.d.	80.000	n.d.	n.d.	n.d.	100.000	
Territorio e servizi	306.500	200.000	65%		0%	200.000	106.500	65%	35%	300.000	
Textyle service	1.204.550	150.000	12%	150.000	12%	300.000	904.550	25%	75%		60.000
Edizioni Moderna	211.000		0%	20.000	9%	20.000	191.000	9%	91%		
Veterici empolesi	341.500	140.000	41%	1.000	0%	141.000	200.500	41%	59%		200.000
Totale Capitale sociale	20.324.033	6.921.000		5.790.000		12.711.000	11.428.033				
Partecipazione/CS			24%		16%			40%			
Numero partecipazioni		36		44						21	25
partecip. o finan./nr. WBO		64%		79%						38%	45%
Totale Finanziamenti										4.590.000	3.680.000

n.d. = si tratta di WBO effettuati nel 2014 o nel 2015 per i quali non è disponibile il dato in AIDA relativo al Capitale sociale

Tabella 10 - Interventi di C.F.I e Coopfond (parte 2). Fonte: elaborazione propria

Dall'analisi delle tabelle 9 e 10 emerge che il fondo mutualistico di Legacoop, Coopfond spa, ha sostenuto la nascita di nuove operazioni di WBO iniettando, in totale, capitale sociale per 6.921.000 euro, mentre C.F.I ha immesso, sempre in totale, capitale per 5.790.000 euro¹²¹. Analizzando i dati disponibili è emerso come, mediamente, il fondo di Legacoop partecipi al 24% del Capitale sociale, mentre Cooperazione Finanza e Impresa partecipi al 16%. Tuttavia, se considerate nel loro insieme, le partecipazioni dei due fondi raggiungono mediamente il 40 per cento del Capitale sociale di ogni cooperativa, il che conferma l'impegno speso a sostegno di questo tipo di operazioni. Si tratta comunque di dati parziali in quanto non sono prese in considerazione le cooperative costituite nel 2014 e nel 2015 in quanto non sono disponibili informazioni nel database AIDA relativamente al valore totale del Capitale sociale. Dai dati così rielaborati emerge inoltre che Coopfond ha partecipato al Capitale sociale di 36 cooperative, pari al 64 per cento del campione, mentre C.F.I. ha partecipato al capitale di rischio in 44 occasioni, pari al 79 per cento dei casi del campione analizzato, seppur molte volte con una partecipazione "simbolica" dato il basso valore. Tuttavia anche una partecipazione minima è sufficiente a consentire a C.F.I il diritto di nominare un membro dell'organo amministrativo della cooperativa, entrando quindi nella gestione della stessa¹²².

Il dato diverge da quanto riportato in precedenza dal momento che ora è possibile scindere i casi nei quali i due fondi hanno partecipato al capitale sociale e i casi nei quali hanno erogato dei finanziamenti a titolo di capitale di debito. In particolare Coopfond ha erogato finanziamenti in 21 occasioni, pari al 38 per cento delle cooperative analizzate, per un importo totale di 4.590.000 euro mentre C.F.I ha finanziato 25 cooperative nate a seguito di un WBO, pari al 45 per cento del campione, erogando un totale di 3.680.000 euro. Si può quindi concludere che gli interventi di Coopfond, sia in forma di partecipazione al Capitale sociale sia in forma di finanziamento, risultano più consistenti rispetto a quelli di C.F.I, il quale è tuttavia impegnato a sostenere più operazioni, sia di workers buy out che di consolidamento o sviluppo (tabella 11).

¹²¹ Tali valori considerano solamente le operazioni riportate nelle tabelle presentate nelle pagine precedenti. Gli interventi dei due fondi in termini di risorse impiegate sono superiori in quanto sono stati effettuati finanziamenti o rifinanziamenti anche di operazioni di workers buyout realizzate prima del 2001 e in questa sede non considerate.

¹²² Fonte: <http://www.cfi.it/public/wp-content/uploads/2015/06/modalita-intervento.pdf>. Data di accesso: 20/09/2015.

Interventi totali di Coopfond spa e di C.F.I.				
	Partecipazione Coopfond	Partecipazione CFI	Finanziamento Coopfond	Finanziamento CFI
Totale erogato	6.921.000	5.790.000	4.590.000	3.680.000
Nr. Partecipazioni	36	44	21	25
Media per intervento	192.250	131.591	218.571	147.200

Tabella 11 - Interventi di C.F.I e di Coopfond spa. Fonte: elaborazione propria

Gli interventi del fondo mutualistico (Coopfond) e dell'investitore istituzionale (C.F.I.) che assume la veste di socio finanziatore se partecipa al capitale sociale o di finanziatore se eroga un finanziamento in forma di capitale di debito, sono indispensabili per ottenere una capitalizzazione sufficiente ad operare. Solitamente il loro intervento congiunto permette di raddoppiare il capitale sociale sottoscritto dai lavoratori (soci cooperatori) che da soli raramente dispongono delle risorse necessarie per procedere all'acquisto dell'azienda target, per effettuare gli investimenti necessari e per ripartire. Oltre a queste due categorie di soci, spesso intervengono anche i soci sovventori, i quali impegnano il proprio capitale sottoscrivendo azioni o quote delle cooperative e consentono di migliorare la capitalizzazione iniziale dell'impresa neocostituita. Ad esempio, la cooperativa Fail conta nove soci lavoratori e tre soci sovventori, rappresentati da professionisti che hanno collaborato con l'azienda e che ne hanno sposato il progetto, mentre la cooperativa Cooptima vede coinvolti diciassette soci cooperatori e quattro soci sovventori. Dalla ricerca condotta da Roncato (2013) emerge che il capitale sociale è mediamente composto per il 53% dai conferimenti dei soci finanziatori (tra cui sono compresi anche i fondi mutualistici), per il 36% da quelli dei soci cooperatori e per l'11% dai conferimenti dei soci sovventori, come illustrato nel grafico che segue:

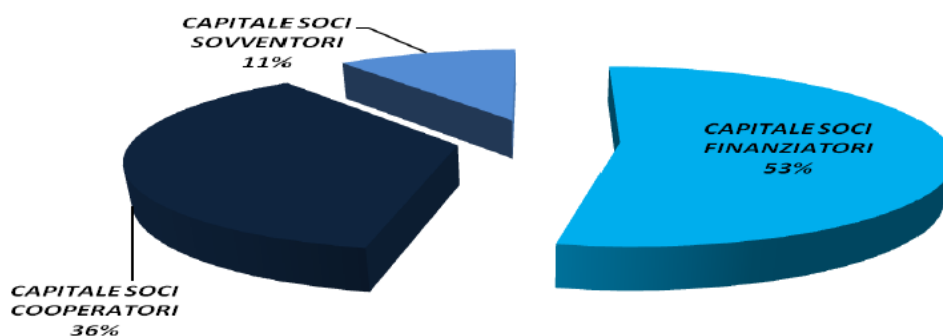


Figura 12 - Composizione del Capitale Sociale. Fonte: Roncato (2013)

In base al campione selezionato per questa trattazione, la percentuale di intervento dei soci finanziatori si è ridotta, attestandosi al 40%. Non risulta tuttavia possibile indagare, in base ai dati in possesso, come sia composto il rimanente 60 per cento del capitale, che deve essere suddiviso tra soci cooperatori (i lavoratori) e soci sovventori. Unico dato disponibile è che nelle diverse operazioni di workers buy out i lavoratori mediamente conferiscono una quota a titolo di capitale sociale che va dagli 8 mila ai 20 mila euro¹²³.

3.4 Analisi e confronto dei bilanci per settore di attività

L'analisi che si conduce nel presente paragrafo mira ad analizzare la situazione economica e reddituale delle cooperative costituite a seguito di un workers buy out al fine di confrontare i risultati con l'andamento medio di settore, attraverso la selezione di un campione di imprese che vi operano. Lo scopo è quello di analizzare le analogie e le differenze che sussistono, se ve ne sono, tra i due gruppi di imprese.

I dati seguenti sono stati raccolti analizzando i bilanci delle 56 cooperative facenti parte del campione individuato in precedenza disponibili nella banca dati AIDA (Analisi informatizzata delle aziende) pubblicata da Bureau van Dijk Electronic Publishing e riguardano i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi chiusi (2012, 2013 e 2014¹²⁴).

Il grafico (figura 13) rappresenta i settori in cui operano, o hanno operato, tutte le cooperative che fanno parte del campione. Il secondo grafico proposto (figura 14) rappresenta invece i settori in cui risultano attive, ad oggi, le cooperative post WBO. Si tratta dell'insieme delle cooperative sorte a partire dal 2001 e fino al primo semestre del 2015, dal quale sono state rimosse le imprese che, durante lo stesso periodo, hanno cessato la loro attività.

¹²³ Cfr. RONCATO (2013).

¹²⁴ I dati relativi all'esercizio 2014 non sono ancora disponibili per la totalità delle imprese e delle società cooperative.

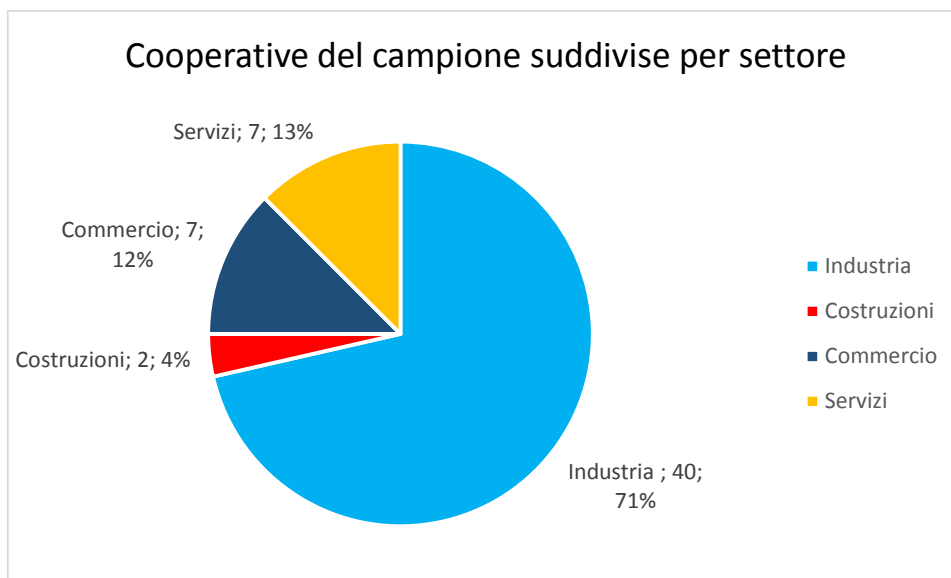


Figura 13 - Cooperative post WBO suddivise per settore. Fonte: elaborazione propria

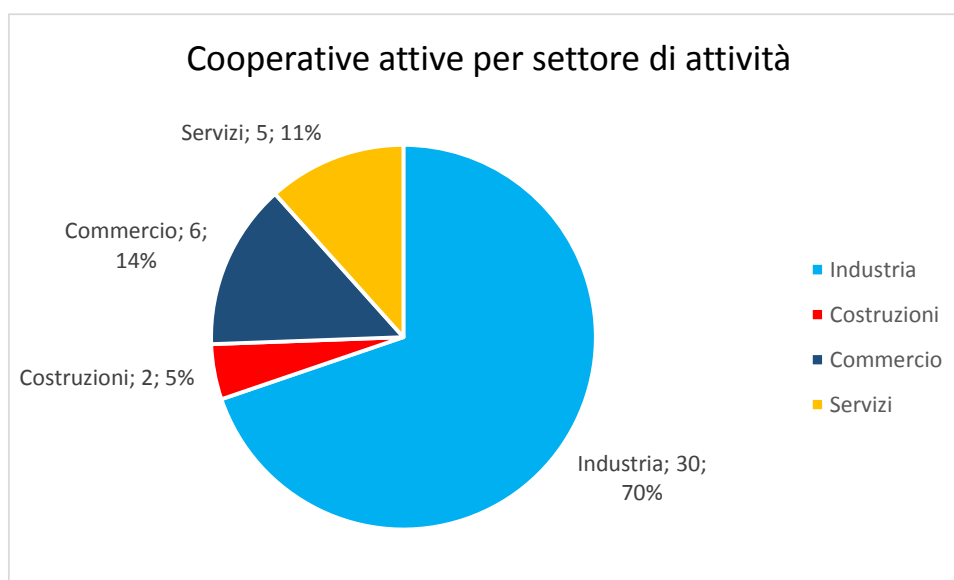


Figura 14 - Numero di cooperative attive per settore. Fonte: elaborazione propria

La prevalenza delle operazioni di WBO riguarda, come emerge dalla lettura di entrambi i grafici, il settore dell'industria, in cui risultano attive 30 su 40 cooperative costituite da ex lavoratori. In questo settore quindi il tasso di cessazione (ottenuto dal rapporto tra le cooperative cessate e le cooperative totali) risulta pari al 25% ed è dovuto principalmente al perseverare della crisi economica e alla maggior richiesta di risorse per finanziare gli

investimenti ed il fabbisogno di capitale circolante necessario a consentire la gestione principalmente delle materie prime e dei prodotti finiti presenti in magazzino.

Tra i diversi settori appartenenti al comparto manifatturiero, quelli che vedono il coinvolgimento di più imprese sono il settore metalmeccanico (uno dei più colpiti dall'attuale recessione), il settore del vetro e della ceramica (entrambi compresi nella divisione dei minerali diversi dal metallo), il settore del legno e del mobile e quello delle materie plastiche.

Gli altri settori, che coinvolgono il 30% delle cooperative, si compongono di:

- il settore dei servizi che ha interessato, dal 2001 ad oggi, 7 cooperative due delle quali, una operante nel settore dei trasporti e una nel settore dei noleggi, hanno cessato la loro attività. Il tasso di cessazione risulta quindi pari al 28,57%;
- il settore del commercio con 6 cooperative attive su 7 che hanno percorso la via del WBO, con un tasso di cessazione pari al 14%;
- il settore delle costruzioni che coinvolge 2 cooperative e non è stato interessato da alcuna cessazione.

Nell'analisi che segue non è tuttavia possibile prendere in considerazione la globalità delle cooperative appartenenti al campione, dal momento che per alcune di loro non sono disponibili i dati relativi agli anni che saranno oggetto di analisi. Sono quindi escluse dalla tabella che segue e dalla successiva analisi le cooperative nate nel 2015 in quanto non sono disponibili i bilanci che le riguardano. Allo stesso modo si escludono la totalità delle cooperative nate nel 2014 in quanto non si intende considerare l'esercizio nel quale è avvenuto il buy out. Seguendo la medesima metodologia, si escluderà, dall'analisi che segue, anche per le cooperative nate in precedenza, l'anno in cui è avvenuta l'operazione di WBO. Le cooperative, distribuite nei diversi settori, che possono essere oggetto di analisi sono quindi le seguenti (tabella 12):

Cooperative oggetto di analisi	
Settore di attività	Numero di cooperative attive
Metalmeccanico	5
Minerali diversi dal metallo ¹²⁵	4
Legno	3
Trasporto	2
Plastiche	2
Fabbricazione macchinari	2
Mobile	2
Tessile	2
Commercio all'ingrosso	1
Cartario	1
Commercio al dettaglio	1
Costruzioni	1
Informatica	1
Editoria	1

Tabella 12 - Cooperative e settori di attività. Fonte: elaborazione propria

Al fine di ottenere risultati maggiormente significativi, si analizzano di seguito solamente i settori che presentano più cooperative attive, e quindi il settore metalmeccanico, il settore del legno e il settore del vetro e ceramica (minerali non metalliferi).

3.4.1 Settore metalmeccanico

Il settore metalmeccanico, che include la fabbricazione di parti, contenitori e strutture in metallo, corrisponde al codice ATECO 25 e si compone delle seguenti cooperative, per le quali si indicano anche gli esercizi per cui risultano disponibili dati sui relativi bilanci nel database AIDA:

¹²⁵ Comprende la lavorazione del vetro, della ceramica e di altri minerali che hanno la caratteristica comune di essere minerali non metalliferi.

Cooperative del settore metalmeccanico			
Società cooperativa¹²⁶	Anno disponibile		
	2012	2013	2014
D. & C. MODELLERIA SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	Sì
NCS SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	Si
AUSSAMETAL SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	
C.L.A.B. SOCIETA' COOPERATIVA - COOPERATIVA LAVORATORI ARREDO BAGNO	Sì	Sì	
AL.MA.RI.NA. ALLESTIMENTI MANUTENZIONI RIPARAZIONI NAVALMECCANICHE SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	Sì	Sì	
Numerosità campionaria	5	5	2

Tabella 13 - Cooperative attive nel settore metalmeccanico. Fonte: elaborazione propria

Il settore metalmeccanico si caratterizza per essere un settore ad alta intensità di capitale, che quindi richiede la necessità di attivare ingenti investimenti per potervi operare. Si tratta, spesso, di un ammontare di risorse che i promotori di un workers buyout non posseggono il che può determinare il fallimento dell'operazione. Ciò si è già verificato in tre occasioni: le società cooperative C.l.a.b., M.C.M. e Italcom, tutte attive nel settore metalmeccanico, hanno infatti cessato la propria attività nel corso del primo triennio di vita.

Al fine di effettuare il confronto con le imprese attive nel settore, è stato selezionato un gruppo di imprese, operanti in Italia, mediante l'inserimento in AIDA delle chiavi di ricerca riportate dalla tabella 14.

¹²⁶ Rimangono escluse dal campione: Agg Technology Painting in quanto costituita nel 2013 e non presente in AIDA con i dati relativi al 2014, Italcom in quanto liquidata nel 2012, M.C.M. in quanto fallita nel 2012 e Screen Sud in quanto costituita nel 2015.

Chiavi di ricerca	
Criterio di ricerca	Parametro
Forma giuridica	Società di capitali
Stato giuridico	Attiva
Anno costituzione	Dal 2001 al 2013
Disponibilità bilancio	2012, 2013, 2014
Classificazione merceologica Ateco:	25
Valore della produzione	Da 1.525 a 2.861 (in migl.) ¹²⁷
Totale Attivo	Da 1.820 a 2.954 (in migl.) ¹²⁸

Tabella 14 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria

Queste chiavi di ricerca hanno permesso di individuare un insieme di 686 imprese, che saranno poste a confronto con i dati relativi alle cooperative che hanno realizzato una operazione di workers buy out. Termina la selezione, si sono estratti dai bilanci di tutte le società selezionate i dati da rielaborare necessari per condurre la successiva analisi, che consistono in: EBITDA, numero di dipendenti, disponibilità liquide, totale attivo, totale patrimonio netto, totale debiti, debiti verso soci, debiti verso banche, valore della produzione, costi per il personale, totale ammortamenti e svalutazioni, risultato operativo, totale proventi e oneri finanziari, imposte d'esercizio, risultato d'esercizio.

I dati ottenuti sono stati successivamente riclassificati al fine di ottenere, per entrambi i campioni, la media, la mediana e la deviazione standard di indici chiave, indispensabili per la valutazione e il confronto tra i due gruppi di imprese. Dopo aver rielaborato i dati ottenuti, i valori medi relativi alle principali statistiche descrittive individuate sono riassunti dalla tabella che segue (tabella 15), dove si presenta anche la percentuale di variazione del dato relativo alle società cooperative rispetto al valore relativo alle imprese analizzate.

¹²⁷ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Valore della produzione, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

¹²⁸ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Totale Attivo, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

ANALISI SETTORE METALMECCANICO									
VALORI MEDI (euro, in migliaia)									
	2012			2013			2014		
	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%
EBITDA	125	181	-31%	122	205	-41%	174	243	-28%
Imposte	37	42	-12%	40	51	-21%	24	54	-56%
Risultato d'esercizio	-29	38	-176%	-101	45	-324%	63	64	-2%
Capitale Investito	1.380	757	82%	2.005	773	159%	486	857	-43%
NOPAT	18	52	-66%	-33	63	-153%	67	85	-22%
ROIC	1,3%	6,9%	-81%	-1,7%	8,1%	-121%	13,7%	10,0%	37%
Kd	3,2%	6,6%	-52%	4,2%	7,3%	-43%	1,5%	7,6%	-81%
ROE	-2,0%	7,1%	-128%	-16,8%	8,6%	-296%	8,6%	11,2%	-23%
OF/EBITBA	30,4%	16,0%	90%	68,5%	14,6%	368%	2,9%	12,8%	-77%
Imposte/EBITDA	29,6%	23,2%	28%	33,1%	24,9%	33%	13,8%	22,2%	-38%
Dipendenti	30	16	88%	35	16	119%	14	17	-18%

Tabella 15 - Analisi del settore metalmeccanico. Fonte: elaborazione propria

Le evidenze che emergono dalla lettura della tabella 15 sono molte. Innanzitutto si segnala che le cooperative costituite da ex lavoratori e operanti nel settore metalmeccanico presentano, mediamente, un EBITDA¹²⁹ peggiore rispetto alle imprese operanti nello stesso settore. Questo dato negativo si traduce in un NOPAT¹³⁰ a sua volta inferiore rispetto alla media delle imprese metalmeccaniche. Tale fattore, unito ad un capitale investito mediamente superiore rispetto alle società for profit, determina un ROIC¹³¹ inferiore, e addirittura negativo nel 2013, segno che è necessario del tempo per realizzare una ristrutturazione e un risanamento dell'azienda in modo da renderla efficiente. A conferma della bontà dei risultati ottenuti, Koller, Goedhart e Wassels (2010) riportano, per il settore in esame, un valore mediano del ROIC pari al 8,5 per cento¹³² circa, che corrisponde

¹²⁹ EBITDA è l'acronimo di *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* e può essere fatto corrispondere con il MOL. Indica quindi la ricchezza generata (o distrutta) dalla sola gestione operativa.

¹³⁰ NOPAT è l'acronimo di *Net Operating Profit After Taxes* e rappresenta il risultato operativo al netto delle imposte, misurando quindi il profitto generato dalle attività operative. È stato determinato dalla formula: $NOPAT = Risultato\ Operativo - Imposte + Oneri\ Finanziari * 27,5\%$.

¹³¹ ROIC è l'acronimo di Return On Invested Capital ed è stato determinato dalla seguente formula:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{CAPITALE\ INVESTITO}$$

¹³² Cfr. Koller, Goedhart e Wassel (2010) p. 74.

al valore ottenuto per le imprese metalmeccaniche. Si segnala, nel 2014, l'ottima performance della società cooperativa D. & C. Modelleria, con sede a Vigodarzere (PD) dove svolge l'attività di progettazione e realizzazione di stampi e modelli per fonderie. L'azienda presenta un rendimento del capitale investito pari al 13,7%, contro una media del 10% del settore. Si tratta quindi di una cooperativa dotata di vantaggio competitivo, costruito grazie al know how maturato negli anni, che le permette quindi di ottenere un valore e una performance maggiori rispetto ai concorrenti. Il vantaggio competitivo deve comunque essere mantenuto (altrimenti il ROIC è destinato a diminuire drasticamente) e ciò non è facile a causa della concorrenza, della mancanza di innovazione e di problemi legati al mantenimento del livello attuale dei prezzi¹³³.

Il capitale investito, che per definizione equivale al totale delle fonti di finanziamento, è stato determinato attraverso la somma tra Equity e Posizione finanziaria netta (PFN). Il valore risulta più elevato per le cooperative in esame a causa dell'intervento degli investitori istituzionali che, se da un lato permettono di risolvere i problemi legati alla sotto-capitalizzazione e alla necessità di liquidità, dall'altro rendono necessario uno sforzo maggiore, e quindi una performance maggiore, per ottenere una remunerazione adeguata del capitale stesso. A tale conclusione si giunge anche confrontando il ROIC con il costo del capitale di debito (K_d), il cui valore risulta, per le società cooperative, maggiore rispetto al rendimento del capitale investito, segno che non si sta creando valore sufficiente a remunerare tutto il capitale. Da tale confronto emerge inoltre che non è possibile utilizzare l'effetto leva per aumentare la redditività dell'azienda. Infatti, quando lo spread ($ROIC - k_d$) è negativo, l'indebitamento causa un peggioramento delle performance aziendali. La leva ha in questo caso un effetto moltiplicatore negativo nei confronti del ROE, concorrendo quindi alla sua riduzione.

L'indice ROE (Return on Equity) presenta valori negativi nel 2012 e nel 2013 per le cooperative mentre risulta positivo, e su ottimi livelli, per le società di capitali. Nel 2014, benché positivo, il valore dell'indicatore è il 23% inferiore rispetto alla media. Il ROE non presenta, in ogni caso, uno degli obiettivi principali delle cooperative dal momento che si tratta di aziende no profit mosse da altri scopi, tra cui il mantenimento dei livelli

¹³³ Per approfondimenti: KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D., 2010, Valuation. 5° ed. Hoboken: Wiley. P. 75 – 79.

occupazionali. La rilevanza e significatività dell'indice è quindi inferiore rispetto alle imprese capitalistiche.

Altra evidenza da considerare è il rapporto tra oneri finanziari e EBITDA. Dall'analisi è infatti emerso che le cooperative sono soggette, mediamente, ad oneri finanziari più elevati (circa il 90 per cento in più) principalmente per il fatto che presentano un ammontare di debiti finanziari maggiore rispetto alle altre imprese ed un EBITDA minore. Non si tratta invece di un problema legato al costo del capitale, che risulta nettamente inferiore rispetto alle società di capitali grazie ai molti strumenti di credito agevolato previsti dal legislatore.

Un'ulteriore riflessione spetta al rapporto tra imposte e EBITDA. Come già evidenziato da Lanzavecchia e D'Aurizio (2013), il carico fiscale delle cooperative post WBO è significativamente maggiore rispetto alle altre imprese. Secondo i dati presentati nella tabella 15 si tratta di un'incidenza di circa il 30% in più negli esercizi 2012 e 2013. Il problema sembra invece non sussistere per il 2014 che presenta un'incidenza del carico fiscale minore di circa il 38%. Tuttavia non è possibile trarre, per ora, conclusioni di ordine generale in merito a ciò, essendo necessario un campione più numeroso.

Dall'analisi emerge, infine, una significativa differenza nel numero di occupati. Le cooperative post WBO infatti impiegano, in media, circa il doppio dei dipendenti rispetto alle imprese operanti nello stesso settore, a parità di valore della produzione (che è stato definito in sede di scelta del campione di confronto). Il che conduce sicuramente a maggiori costi per il personale e, in definitiva, ad un peggioramento dell'EBITDA e della redditività. Tuttavia, lo scopo del workers buy out è proprio quello di salvaguardare il più possibile i livelli occupazionali dell'azienda ante WBO ma ciò non dovrebbe comunque finire per minare la stabilità della cooperativa che deve invece impegnarsi per riportare l'azienda alla stabilità finanziaria e reddituale per riuscire a salvaguardare i posti di lavoro nel lungo periodo. È quindi necessario, in sede di redazione del business plan, definire al meglio le dimensioni aziendali e le maestranze di cui si necessita, prevenendo, in caso di crescita aziendale, il reintegro progressivo degli ex lavoratori e colleghi.

3.4.2 Settore dei minerali non metalliferi

Il raggruppamento 23 del codice Ateco 2007 contiene al suo interno aziende operanti in ambiti diversi, che vanno dal vetro, alla ceramica, al marmo, accumulati dal fatto di utilizzare quale materia prima delle sostanze di origine minerale diverse dai metalli.

La tabella seguente riporta le società cooperative che fanno parte del campione che sarà successivamente posto a confronto con un gruppo di imprese operanti nel medesimo settore economico, secondo lo schema già svolto nel precedente sotto-paragrafo.

Cooperative del settore dei minerali non metalliferi			
Società cooperativa	Anno disponibile		
	2012	2013	2014
CSV CRISTALLERIE SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	Sì
GRESLAB SOC. COOP.	Sì	Sì	
MASTER SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	Sì		
ALFA ENGINEERING SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	
Numerosità campionaria	4	3	1

Tabella 16 - Cooperative attive nel settore dei minerali non metalliferi. Fonte: elaborazione propria

Così come il settore metallurgico, anche il settore di cui si discute in questa sezione può essere classificato come capital intensive. A causa della mancanza di risorse (e anche di risultati insoddisfacenti) tre cooperative post WBO operanti nel settore dei minerali non metalliferi hanno, ad oggi, cessato la loro attività. Si tratta di: CSV cristallerie, Master e Vetriere empolesi.

La cooperativa Master quindi non viene considerata nell'esercizio 2013 dal momento che in quell'anno è stata oggetto di liquidazione. Per quanto riguarda l'esercizio 2014, la banca dati AIDA non dispone ancora dei bilanci relativi a tutte le cooperative analizzate, ma solo del bilancio d'esercizio della società CSV cristallerie. L'analisi di questo esercizio dunque sarà poco adatta per trarre conclusioni di carattere generale sull'andamento delle cooperative del settore, ma permetterà di analizzare nel dettaglio la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica di CSV cristallerie.

La selezione del gruppo di imprese con cui effettuare i confronti è stato individuato mediante le seguenti chiavi di ricerca:

Chiavi di ricerca	
Criterio di ricerca	Parametro
Forma giuridica	Società di capitali
Stato giuridico	Attiva
Anno costituzione	Dal 2010 al 2013
Disponibilità bilancio	2012, 2013, 2014
Classificazione merceologica Ateco	23
Valore della produzione	Da 294 a 6.254 (in migl.) ¹³⁴
Totale Attivo	Da 191 a 4.793 (in migl.) ¹³⁵

Tabella 17 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria

La strategia di ricerca ha permesso di individuare un insieme di 494 imprese operanti quindi nello stesso settore delle cooperative post WBO. Il passaggio successivo è stato quello di estrarre i dati necessari per determinare le seguenti variabili (Tabella 18):

ANALISI SETTORE DEI MINERALI NON METALLIFERI									
VALORI MEDI (euro, in migliaia)									
	2012			2013			2014		
	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%
EBITDA	88	47	87%	394	55	616%	-439	74	-693%
Imposte	36	11	227%	38	14	171%	0	20	-100%
Risultato d'esercizio	-163	2	-8250%	-19	0	n.d.	-450	-4	11150%
Capitale Investito	1.411	296	377%	2.037	299	581%	-283	399	-171%
NOPAT	-131	8	-1689%	27	7	292%	-442	8	-5913%
ROIC	-9,3%	2,8%	-433%	1,3%	2,3%	-42%	n.d.	1,9%	n.d.
Kd	3,7%	5,7%	-35%	5,6%	6,6%	-15%	19,6%	6,1%	219%
ROE	-30,0%	0,6%	-5134%	-5,5%	-0,6%	871%	n.d.	-1,9%	n.d.
OF/EBITDA	50,0%	21,3%	135%	24,6%	20,0%	23%	2,3%	21,6%	-89%
Imposte/EBITDA	40,9%	23,4%	75%	9,6%	25,5%	-62%	0,0%	27,0%	-100%
Dipendenti	18	7	157%	28	8	250%	13	9	44%

Tabella 18 - Analisi settore dei minerali non metalliferi. Fonte: elaborazione propria

¹³⁴ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Valore della produzione, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

¹³⁵ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Totale Attivo, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

L'analisi che segue si concentra, per le premesse introdotte in precedenza, sugli esercizi 2012 e 2013, sulla base dei quali sono possibili le seguenti considerazioni:

- Le cooperative presentano un EBITDA superiore rispetto alle altre imprese del settore, che tuttavia non riescono a tradurre in un risultato d'esercizio positivo, che invece si presenta negativo e notevolmente inferiore ai concorrenti. Tale risultato è dovuto, in base a quanto riportato dalla tabella 18 a un carico fiscale superiore che nel 2012 arriva a sfiorare il 41 per cento dell'EBITDA nonché al peso degli oneri finanziari (OF), che determinano un rapporto tra OF e EBITDA pari al 50%. Entrambi i valori tuttavia migliorano decisamente nel periodo seguente permettendo alle cooperative di realizzare un risultato di esercizio migliore. Gli stessi indicatori invece presentano valori più contenuti per le società di capitali, risultato sempre compresi tra il 20 e il 25%;
- Così come per le cooperative del settore metallurgico, anche le cooperative oggetto della presente analisi presentano un capitale investito notevolmente superiore rispetto alle altre imprese del settore. Questa evidenza, associata, nel 2012, ad un NOPAT inferiore ai concorrenti e per di più negativo, determina un rendimento del capitale investito negativo. La situazione, anche in questo caso, migliora nel corso del 2013, ma si mantiene comunque al di sotto della media settoriale. Si tratta, comunque, di un settore in difficoltà, che presenta valori dell'indice ROE prossimi allo zero o addirittura negativi, ma le cooperative faticano comunque, in media, a raggiungere i livelli di redditività bassa delle imprese concorrenti;
- Il numero di dipendenti è anche in questo caso superiore per le cooperative post WBO rispetto alle altre imprese operanti nel settore. Il valore e l'incremento del dato sono tuttavia dovuti ai lavoratori della cooperativa Greslab, che sono passati da 37 unità nel 2012 alle 50 nel 2013, grazie al successo delle nuove scelte strategiche¹³⁶ che ha permesso di incrementare il numero dei clienti e al continuo aumento del valore della produzione, che nel 2013 ha superato i 15 milioni.

Nel 2014 la situazione della cooperativa CSV cristallerie si presenta alquanto preoccupante e complicata. L'azienda, che si occupa della produzione e lavorazione artigianale

¹³⁶ La cooperativa ha infatti iniziato a produrre piastrelle "senza marchio" per numerosi clienti, mentre la strategia precedente prevedeva la produzione per un unico cliente.

del vetro, presenta infatti un EBITDA di circa -439 mila euro e un capitale investito negativo a causa delle ingenti perdite accumulate nel corso degli anni e che la cooperativa ha riportato a nuovo. Come riportato nella tabella 7, la criticità della situazione non ha lasciato altra scelta all'azienda se non quella di cessare l'attività. CSV cristallerie entra infatti in liquidazione l'anno seguente, nel 2015, a causa, oltre della crisi del vetro artigianale, anche degli ingenti capitali necessari per operare in questo settore.

3.4.3 Settore del legno (esclusi i mobili)

Il codice Ateco raggruppa alla divisione 16 le imprese appartenenti all'industria del legno e dei prodotti in legno, con esclusione delle imprese produttrici di mobili. Si tratta quindi di imprese produttrici di compensato, pavimenti in legno e capriate in legno. Il campione analizzato in questa sezione comprende tre cooperative che hanno realizzato una operazione di workers buyout, come risulta dalla tabella che segue:

Cooperative del settore del legno			
Società cooperativa	Anno disponibile		
	2012	2013	2014
COOP. BOLFRA - SOCIETA' COOPERATIVA A RESPONSABILITA' LIMITATA	Sì ¹³⁷	Sì	Sì
PERFORMA SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE	Sì ¹³⁸		
INFISSI DESIGN SOCIETA' COOPERATIVA	Sì	Sì	
Numerosità campionaria	1	2	1

Tabella 19 - Cooperative attive nel settore del legno. Fonte: elaborazione propria

Il campione di cooperative, seppur molto piccolo e quindi scarsamente rappresentativo, è stato confrontato con l'insieme di 82 imprese ottenuto dall'interrogazione del database AIDA attraverso l'inserimento della seguente strategia di ricerca:

¹³⁷ La cooperativa Bolfra, costituita nel 2012, verrà considerata a partire dall'esercizio successivo.

¹³⁸ Seppur il bilancio relativo al 2012 sia disponibile nel database di AIDA non viene preso in considerazione nella presente analisi in quanto, seppur non ancora formalmente in liquidazione, la sua introduzione nel campione delle cooperative analizzate determina un brusco aumento della deviazione standard dei valori considerati.

Chiavi di ricerca	
Criterio di ricerca	Parametro
Forma giuridica	Società di capitali
Stato giuridico	Attiva
Anno costituzione	Dal 2010 al 2012
Disponibilità bilancio	2012, 2013, 2014
Classificazione merceologica Ateco	16
Valore della produzione	Da 686 a 1.191 (in migl.) ¹³⁹
Totale Attivo	Da 470 a 888 (in migl.) ¹⁴⁰

Tabella 20 - Chiavi di ricerca utilizzate per selezionare il campione. Fonte: elaborazione propria

I risultati ottenuti dalla riclassificazione e rielaborazione dei dati estratti dal database sono riassunti nella tabella seguente. Tuttavia la loro rappresentatività è molto limitata dal momento che si riferiscono ad una sola azienda sia nel 2012, anno in cui è stata considerata solamente la cooperativa Infissi design, che nel 2014, periodo in cui si dispone solamente dei dati relativi alla cooperativa Bolfra.

ANALISI SETTORE DEL LEGNO									
VALORI MEDI (euro, in migliaia)									
	2012			2013			2014		
	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%	Coop	Imprese	%
EBITDA	-69	49	-241%	50	51	-2%	-17	47	-136%
Imposte	2	14	-86%	15	16	-6%	0	14	-100%
Risultato d'esercizio	-87	12	-825%	12	6	100%	-12	-1	1100%
Capitale Investito	212	175	21%	127	188	-32%	125	194	-36%
NOPAT	-92	16	-672%	18	10	89%	-27	5	-611%
ROIC	-43%	9,2%	-573%	14,2%	5,1%	179%	-21,5%	2,7%	-893%
Kd	12%	7,8%	55%	7,0%	11,7%	-40%	1,6%	15,1%	-89%
ROE	-36%	10,0%	-460%	4,1%	2,3%	83%	-11,1%	-1,4%	708%
OF/EBITDA	16%	14,3%	12%	22,0%	17,6%	25%	17,6%	21,3%	-17%
Imposte/EBITDA	100%	28,6%	250%	30,0%	31,4%	-4%	0,0%	29,8%	-100%
Dipendenti	23	7	229%	10	7	43%	8	8	0%

Tabella 21 - Analisi settore del legno. Fonte: elaborazione propria

¹³⁹ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Valore della produzione, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

¹⁴⁰ Costituiscono i valori medi minimi e massimi del Totale Attivo, relativi al campione oggetto di analisi negli anni 2012, 2013 e 2014.

La cooperativa Infissi design, che produce e commercializza porte e finestre in legno, presenta, nel 2012, in base ai dati contenuti nella tabella, una situazione che necessita di un'attenzione particolare, mostrando infatti un EBITDA negativo e un ROIC pari a -43,4%. Tale ultimo dato è dovuto, in parte, all'aumento del capitale investito da remunerare a seguito dell'intervento di Coopfond e di C.F.I. nell'anno precedente. Nel corso del 2013, anno di cui si dispone degli ultimi dati di bilancio, la situazione migliora leggermente, ma le difficoltà che colpiscono tutto il settore del legno finiscono per costringere i soci della cooperativa a scegliere di porla in liquidazione nel marzo del 2015.

Tornando all'analisi del campione, nel 2013 i dati ottenuti risultano in linea, per quanto riguarda EBITDA, imposte e reddito dell'esercizio, con le medie di settore; solamente un capitale investito inferiore rispetto alle imprese for profit e un NOPAT leggermente superiore a queste ultime, permettono di realizzare un rendimento del capitale investito superiore alla media, riuscendo anche a godere dei vantaggi derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria. Questi risultati sono ottenuti grazie all'ottima performance della cooperativa Bolfra, nata solo un anno prima, che risulta però danneggiata nel calcolo della media dalla situazione, ancora negativa anche se leggermente migliore rispetto al 2012, di Infissi design.

La cooperativa Bolfra, unica analizzata per l'anno 2014, si occupa della produzione di rivestimenti in legno per pareti. Dopo l'ottima performance del 2013, anno del debutto sul mercato dopo l'operazione di workers buyout, riduce notevolmente il risultato della propria prestazione nel 2014. Nell'ultimo esercizio chiuso presenta infatti un EBITDA e un NOPAT negativo, il che determina il peggioramento del ROIC che risulta quindi pari a -21,5%.

3.5 L'analisi della situazione ante e post workers buyout

L'analisi che segue ha l'obiettivo di aggiornare, grazie a dati più recenti e ad un campione più numeroso, la ricerca condotta da Lanzavecchia e D'Aurizio (2013) e relativa ai workers buyout realizzati fino al 2012. Si cercherà quindi di indagare sulle differenze tra le performance delle aziende ante e post WBO attraverso l'analisi dei tre esercizi che precedono l'operazione di buyout e i tre esercizi che la seguono. Si esclude quindi l'anno in

cui si è realizzata l'acquisizione. Allo stesso modo non si includono nell'analisi i bilanci relativi agli anni nei quali è eventualmente avvenuta la liquidazione della cooperativa post WBO.

3.5.1 La metodologia applicata

La metodologia seguita per l'ottenimento dei risultati che saranno presentati nelle pagine che seguono e per condurre l'analisi e il confronto tra i due campioni è la seguente:

- Elaborazione dell'elenco delle operazioni di workers buyout avvenute in Italia dal 2001 ad oggi attraverso una ricerca online. Dalla ricerca sono inoltre emerse le denominazioni sociali delle società ante WBO e l'anno in cui è avvenuta l'operazione;
- Composizione del campione oggetto di analisi sulla base delle operazioni cui hanno preso parte gli investitori Coopfond e C.F.I. in modo da essere certi dell'effettivo svolgimento dell'operazione di buyout;
- Ricerca e analisi dei bilanci attraverso l'interrogazione della banca dati AIDA Bureau Van Dijk;
- Rielaborazione dei dati ottenuti attraverso il calcolo degli indici più significativi e determinazione dei valori di media, mediana e deviazione standard dei due campioni;
- Confronto tra i valori medi relativi alle imprese prima e dopo il buyout, con riferimento alla situazione generale dei tre periodi e con un focus su ciascun esercizio;
- Verifica della significatività dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione del test t di Student.

Prima di procedere con la presentazione dei dati ottenuti dall'elaborazione dei bilanci delle imprese del campione è opportuno specificare la metodologia seguita per l'applicazione del test statistico. L'applicazione del test si è resa necessaria per verificare la significatività dei dati ottenuti analizzando il campione, e, più in particolare, per verificare se la differenza tra i valori medi delle imprese ante e post WBO sia o meno significativa, stabilendo quindi se la differenza rilevata sia dovuta al caso o ad altri fattori o se invece sussista effettivamente.

Il test t viene quindi utilizzato per il confronto tra due medie, in questo caso, entrambe campionarie. Per la sua applicazione i campioni sono stati formati includendovi solamente i dati relativi alle società per cui esistono informazioni relative ad entrambi i periodi presi in considerazione, escludendo quindi i casi nei quali sono disponibili per esempio solamente i dati relativi alla cooperativa e non quelli relativi alla società ante WBO. Ciò è dovuto al fatto che i due campioni sono tra loro dipendenti, e quindi i dati devono essere appaiati. A titolo esemplificativo, la tabella seguente riporta il campione utilizzato per l'applicazione del test al fine di verificare la significatività della differenza tra le medie del Valore della produzione ante e post WBO relativa al periodo T-1 e T+1. Nel seguito della trattazione, per illustrare l'applicazione del test, si farà sempre riferimento a tale esempio. Per determinare la significatività degli altri valori medi il procedimento seguito è il medesimo.

<i>Valore della produzione</i>			
<i>Denominazione ante WBO</i>	<i>Denominazione post WBO</i>	<i>T-1</i>	<i>T+1</i>
AICO SALCONPLAST SRL	AICO PLAST	9.010.055	1.331.184
ALFA ENGINEERING SRL	ALFA ENGINEERING	3.063.508	2.412.710
LINCRA SRL	ART LINING	3.659.257	1.599.472
AURORA SRL	AURORA CUCINE	2.595.712	1.735.598
TABITALY SRL	C.L.A.B	5.314.128	2.757.077
ALSABA GRAFICHE SRL	COOPPRINT	3.346.227	1.865.554
GREEN SISTEM SRL	COOPTIMA	717.531	1.553.500
CRISTALLERIA STILVETRO SRL	CSV	1.023.599	1.422.103
OPTIMA SPA	GRESLAB	9.593.099	4.556.764
FERRI RICCARDO SRL	INFISSI DESIGN	100.000	1.036.241
P.C.A. SPA	ITALSTICK	907.460	5.877.363
LINEA QUATTRO SPA	L&Q	6.112.556	4.395.716
MASTER CERAMICHE SRL	MASTER	415.652	220.116
SIA SRL	NSC INFISSI	7.220.673	2.633.631
BULLERI E BREVETTI SRL	NUOVA BULLERI BREVETTI	- 1.466.952	1.035.760
DELIVERY SRL	TERRITORIO E SERVIZI	3.280.866	600.021
TIPOGRAFIA MODERNA SRL	EDIZIONI MODERNA	3.006.942	1.398.570
SAVE FORNACE VETRARIA SRL	VETRERIE EMPOLESI	1.352.461	1.487.004

Tabella 22 - Campione selezionato per applicare il test t. Fonte: elaborazione propria

Come conseguenza ogni osservazione del primo campione può essere accoppiata solamente con una osservazione del secondo campione e, in definitiva, ogni campione ha sempre lo stesso numero di dati dell'altro. Il numero di osservazione ante WBO coincide quindi con il numero di osservazioni post WBO. Osservando i dati appaiati si riesce a ridurre la variabilità intrinseca degli elementi del campione, riducendo quindi il rischio che le differenze siano dovute ad altre sorgenti di variabilità.

L'applicazione del t-test richiede che i dati siano distribuiti secondo una normale, le varianze siano omogenee e le osservazioni siano raccolte in modo indipendente. Tuttavia si dice che rispetto alla condizione di normalità la distribuzione t è robusta, e cioè anche quando le distribuzioni di dati non rispettano esattamente la condizione di normalità la distribuzione t rimane comunque valida¹⁴¹.

A questo punto occorre stabilire il tipo di test che si andrà a condurre. Dal momento che si confrontano due valori per verificare se esiste una differenza tra i due, si utilizzerà un test a due code nel quale la zona di rifiuto è simmetricamente distribuita dalle due parti della "campana", in quanto non si conosce a priori quale verso la distribuzione risulti asimmetrico.

Dopo aver individuato i campioni e stabilito il tipo di test, la fase successiva consiste nel definire l'ipotesi nulla (H_0) e l'ipotesi alternativa (H_1) che permettono di impostare il test e rispondere alla domanda relativa alla significatività o meno della differenza fra la media dei due campioni. Le ipotesi formulate nel test sono le seguenti:

H_0 : le medie dei due campioni sono uguali

H_1 : le medie dei due campioni sono diverse

L'ultimo passaggio prima di eseguire il test vero e proprio consiste nello stabilire il livello di significatività α , che solitamente viene posto uguale a 0,1, 0,05 oppure 0,01 (quest'ultimo è il valore preferibile). Esso indica la probabilità di errore del primo tipo (probabilità di rifiutare H_0 quando H_0 è vera) che si è disposti a commettere e definirà le regioni di rifiuto e di non rifiuto dell'ipotesi nulla.

¹⁴¹ Cfr. Anderson, Sweeney, Williams (2013), p. 96-97

Risulta a questo punto possibile eseguire il test che, per continuare con l'esempio proposto, restituisce un risultato che si articola come riportato di seguito:

t-Test: Paired Two Sample for Means		
	Variable 1	Variable 2
Mean	3291820,778	2106576,889
Variance	9,58626E+12	2,18185E+12
Observations	18	18
Pearson Correlation	0,388188885	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	17	
t Stat	1,754185852	
P(T<=t) one-tail	0,048702954	
t Critical one-tail	1,739606726	
P(T<=t) two-tail	0,097405907	
t Critical two-tail	2,109815578	

Figura 15 - Applicazione del t test al campione. Fonte: elaborazione propria

Per decidere se rifiutare o meno l'ipotesi nulla è sufficiente confrontare il p-value (il valore evidenziato nella figura 15 appena riportata) con il livello di significatività α prescelto. Si rifiuterà l'ipotesi nulla nel caso in cui α sia maggiore del p-value. Non si rifiuta invece H_0 se il p-value è maggiore del livello di significatività. Nel caso riportato come esempio, si rifiuta l'ipotesi nulla con un livello di significatività pari a 0,1: a questo livello di confidenza i valori medi dei due campioni sono quindi significativamente diversi tra di loro¹⁴².

¹⁴² Per approfondimenti sull'utilizzo del test t di student si veda: ANDERSON, D. R., SWEENEY, D., WILLIAMS, T., 2013, *Statistica per le analisi economico-aziendali*. 5^aed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore. Per approfondimenti sull'utilizzo di Microsoft Office Excel per l'applicazione del test si veda: MICHELA DICKSON, M., GIULIANI, D., 2015, *Analisi statistica con Excel*. Apogeo.

3.5.2 L'analisi dei dati

Le tabelle che seguono riportano le denominazioni sociali delle società ante e post workers buyout, con indicati i periodi per i quali sono state incluse nell'analisi e, di conseguenza, la numerosità campionaria. Nel caso in cui alcuni periodi non siano disponibili la nota presente spiega il motivo dell'esclusione.

SOCIETÀ ANTE WORKERS BUYOUT				
RAGIONE SOCIALE ANTE WBO	PERIODO OGGETTO DI ANALISI			NOTE
	T-1	T-2	T-3	
	AICO SALCONPLAST SRL	Sì	Sì	
ALFA ENGINEERING SRL	Sì	Sì	Sì	
ARCA LAND SRL			Sì	C'è solo il periodo t-3. Poi risulta trasferita a UNIECO s.c.
LINCRA SRL	Sì	Sì	Sì	
AURORA SRL	Sì	Sì	Sì	
A.COMITAL SRL				Non inserito in AIDA
TABITALY SRL	Sì	Sì	Sì	
SIAMESI RIOMBRA INDUSTRIE RIUNITE SRL		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato
ALSABA GRAFICHE SRL	Sì			In T-2 e T-3 il bilancio non è stato depositato
GREEN SISTEM SRL	Sì	Sì	Sì	
CRISTALLERIA STILVETRO SRL	Sì	Sì	Sì	
MODELLERIA QUADRIFOGLIO SRL		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato
WARNER CHILCOTT SRL	Sì ¹⁴³			In T-1 non considerato. Dati non disponibili in T-2 e T-3.
OPTIMA SPA	Sì	Sì	Sì	
FERRI RICCARDO SRL	Sì	Sì	Sì	
COIMM SRL				Non inserita in AIDA

¹⁴³ Pur essendo disponibile, il bilancio relativo al periodo T-1 di Warner Chilcott srl non viene preso in considerazione dal momento che il workers buy out che vi ha fatto seguito non è dovuto ad una crisi dell'azienda ma a scelte di cessazione in quanto unità locale di una multinazionale sotto-performante.

P.C.A. SPA	Sì	Sì	Sì	
LINEA QUATTRO SPA	Sì	Sì	Sì	
MASTER CERAMICHE SRL	Sì	Sì	Sì	
MICRONIX COMPUTER SPA		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato
SIA SRL	Sì	Sì	Sì	
BULLERI E BREVETTI SRL	Sì	Sì	Sì	
NUOVA PANSAC SPA			Sì	In T-1 e T-2 il bilancio non è stato depositato
DELIVERY SRL	Sì	Sì	Sì	
TIPOGRAFIA MODERNA SRL	Sì	Sì	Sì	
SAVE FORNACE VETRARIA SRL	Sì	Sì	Sì	
ARBIZZI SRL	Sì	Sì	Sì	
TRISCELE SRL	Sì	Sì	Sì	
CONCERIA DEL CHIANTI SPA	Sì	Sì	Sì	
INDAL 2000 SPA	Sì	Sì	Sì	
GRUPPO EDITORIALE ZANARDI SRL	Sì	Sì	Sì	
FAIL SPA	Sì	Sì	Sì	
EGBM SRL	Sì	Sì	Sì	
ISOLANTI ITALIANI SRL	Sì	Sì	Sì	
MO.RU.PA. SRL			Sì	In T-1 e T-2 il bilancio non è stato depositato
SOCIETA' OSSIGENO NAPOLI SPA	Sì	Sì	Sì	
K&K SRL				Non inserita in AIDA
3 ELLE SOC. COOP.		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato
ALMICI F.LLI SPA			Sì	In T-1 e T-2 il bilancio non è stato depositato
PKARTON SPA			Sì	In T-1 e T-2 il bilancio non è stato depositato.
ITALCABLES SPA		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato

LAFER SRL				Non inserita in AIDA
FELSINEA GOMME SPA	Sì	Sì	Sì	
SPORTARREDO SPA		Sì	Sì	In T-1 il bilancio non è stato depositato
GRUPPO 6 GDO SPA				L'ultimo bilancio disponibile si riferisce al 2011.
NUMEROSITÀ CAMPIONARIA	28	33	38	

Tabella 23 - Società ante WBO facenti parte del campione. Fonte: elaborazione propria

Dalla tabella 23 emerge una numerosità campionaria più elevata per il terzo anno antecedente l'operazione di workers buy out rispetto all'anno precedente il cambio di proprietà. Ciò è dovuto principalmente al fatto che molte società non hanno depositato il bilancio relativo all'ultimo anno di attività. Rispetto quindi al campione totale qui analizzato che si compone di 56 operazioni di WBO, nel periodo T-1 se ne analizzano solamente 28. Delle rimanenti, 5 si riferiscono a società di persone di cui non sono disponibili i dati nel database AIDA, 12 si riferiscono a società che non hanno depositato il bilancio nell'ultimo esercizio, 4 si riferiscono a società individuate dalla ricerca condotta online ma che non risultano inserite nella banca dati e una si riferisce al caso già discusso della società Warner Chilcott srl. Delle ultime 6 operazioni di workers buy out, invece, non è stato possibile rinvenire la ragione sociale dell'impresa che i lavoratori hanno recuperato. Si tratta in particolare delle società cooperative AGG Technology painting, AL.MA.RI.NA, Cogest, CMT Cooperativa Mobilità e Trasporti, E.S.T.E.S.A. e Oneoven.

Nel periodo T-2 si analizzano 33 società. Le aziende che non sono prese in considerazione si riferiscono a dati mancanti in AIDA (5 in quanto società di persone e 4 in quanto società non inserite nel database), a dati non rinvenuti in fase di ricerca (6 operazioni in cui non è nota la ragione sociale ante WBO) e a bilanci non depositati (8 casi in T-2).

Nel periodo T-3 la numerosità campionaria è di 38 imprese. Non si considerano le 5 società di persone e le 4 società di capitali non censite nella banca dati AIDA, le 6 società di cui non è stato possibile risalire alla ragione sociale ante WBO e le 3 società di cui non si dispone dei dati relativamente a tale periodo.

SOCIETÀ COOPERATIVE POST WORKERS BUYOUT

RAGIONE SOCIALE POST WBO (sono tutte soc. coop.)	PERIODO			NOTE
	OGGETTO DI ANALISI			
	T-1	T-2	T-3	
2012 AUTOTRASPORTI	Sì	Sì		
AICO PLAST	Sì	Sì		Liquidazione in T+3
ALFA ENGINEERING	Sì	Sì		
AL.MA.RI.NA.			Sì	Dati relativi a T+1 e a T+2 non disponibili
ARCA LAND	Sì	Sì	Sì	
ART LINING	Sì	Sì	Sì	
AURORA CUCINE	Sì	Sì		
AUSSAMETAL	Sì	Sì	Sì	
BOLFRA	Sì	Sì		
C.L.A.B	Sì	Sì		Liquidazione in T+3
CASA ITALIA	Sì	Sì		
CMT	Sì	Sì		
COOPPRINT	Sì			Liquidazione in T+2
COOPTIMA	Sì			Liquidazione in T+2
CSV	Sì	Sì	Sì	
D&C MODELLERIA	Sì	Sì	Sì	
E.S.T.E.S.A.	Sì			Non è ancora disponibile il bilancio 2014
FENIX PHARMA	Sì	Sì	Sì	
GRESLAB	Sì	Sì	Sì	
INFISSI DESIGN	Sì	Sì		Non è ancora disponibile il bilancio 2014
ITALCOM	Sì			Liquidazione in T+2
ITALSTICK	Sì	Sì	Sì	
L&Q	Sì	Sì	Sì	
MASTER	Sì	Sì		Liquidazione in T+3
M.C.M.	Sì			Non sono disponibili i bilanci 2010 e 2011

MICRONIX NETWORK	Sì	Sì	Sì	
NSC INFISSI	Sì	Sì		Costituita nel 2012
NUOVA BULLERI BREVETTI	Sì	Sì	Sì	
PERFORMA	Sì	Sì		Liquidazione in T+3
RAVIPLAST	Sì			Costituita nel 2013
TERRITORIO E SERVIZI	Sì			Liquidazione in T+2
TEXTYLE	Sì	Sì		Costituita nel 2012
EDIZIONI MODERNA	Sì			Costituita nel 2013
VETRERIE EMPOLESI	Sì			Liquidazione in T+2
NUMEROSITÀ CAMPIONARIA	33	24	12	

Tabella 24 - Cooperative post WBO facenti parte del campione. Fonte: elaborazione propria

La tabella 24 riporta le società cooperative costituite dai lavoratori per rilevare l'azienda nella quale prestavano la loro attività lavorativa e che è entrata in crisi. Anche in questo caso la numerosità campionaria è molto variabile. Nel periodo T+1 si analizzano 33 cooperative di cui è stato possibile rinvenire i dati nel database AIDA. Le altre cooperative, che pur componendo il campione non vengono analizzate, sono state escluse per i seguenti motivi: di una società non è disponibile il bilancio, 12 sono state costituite nel 2014 (non si considera l'anno in cui è avvenuta l'operazione), 8 sono state costituite nel 2015, una pur essendo stata costituita nel 2013 non ha ancora depositato il bilancio relativo al primo anno di attività, mentre un'altra anche se costituita dal 2012 ha iniziato la propria attività solo dal 2014.

Nel periodo T+2 il campione è costituito da 24 cooperative. A quelle escluse nel periodo T+1 si aggiungono ora le 5 cooperative che hanno cessato l'attività in T+2, le due cooperative che non hanno ancora depositato il bilancio relativo al 2014 e le due cooperative che essendo state costituite nel 2013 non hanno ancora concluso il secondo periodo di attività.

Nel periodo T+3 il numero di società analizzate si riduce ulteriormente, essendo ora pari a 12 cooperative. Le cooperative escluse, oltre a quelle già considerate nei periodi precedenti, comprendono 4 imprese liquidate nel corso del periodo, 6 cooperative costituite nel

2012 che devono quindi ancora concludere il terzo periodo di attività e 2 cooperative che non hanno ancora presentato il bilancio relativo all'esercizio 2014.

Le informazioni ottenute interrogando la banca dati AIDA, sono state rielaborate al fine di ottenere la media, la mediana e la deviazione standard relative a diversi indicatori utili per analizzare la performance delle imprese prima e dopo il workers buyout. Gli indicatori ottenuti dall'analisi dei prospetti di bilancio e attraverso la loro riclassificazione sono:

- Valore della produzione;
- EBITDA;
- Imposte;
- Risultato di esercizio;
- ROIC;
- EBITDA/Fatturato;
- Risultato di esercizio/fatturato;
- Dipendenti;
- Fatturato/dipendenti;
- Oneri finanziari/EBITDA;
- Imposte/EBITDA.

I valori ottenuti analizzando il campione sono riportati nelle tabelle che seguono, dove si pongono, per facilitare il confronto, sul lato sinistro i valori riferiti alla situazione ante WBO e sul lato destro i valori riferiti alla situazione post WBO. Si riportano in un primo momento solamente le medie dei valori relativi alle aziende rientranti nel campione, mentre i dati relativi a mediana e deviazione standard saranno presentati in seguito.

SITUAZIONE GENERALE	
<i>ANTE WBO</i>	<i>POST WBO</i>
VALORE DELLA PRODUZIONE MEDIO	
8.591.547	2.711.725
EBITDA MEDIO	
-1.849.357	48.251
IMPOSTE MEDIE	
67.344	24.695
RISULTATO DI ESERCIZIO MEDIO	
-4.211.088	-92.679
ROIC (NOPAT/CI) MEDIO	
-98%	-8%
EBITDA/FATTURATO MEDIO	
-24%	-5%
RISULTATO DI ESERCIZIO/FATTURATO MEDIO	
-56%	-12%
DIPENDENTI	
58	23
FATTURATO/DIPENDENTI MEDIO	
315.752	130.381
ONERI FINANZIARI/EBITDA MEDIO	
77%	53%
IMPOSTE/EBITDA MEDIO	
29%	41%

Tabella 25 - Valori medi del triennio analizzato. Fonte: elaborazione propria

La tabella appena riportata presenta un visione di insieme della situazione generale. Si tratta, in particolare, dei valori che rappresentano la media dei tre esercizi ante WBO e dei tre esercizi successivi all'anno in cui è avvenuta l'operazione di buyout. L'analisi condotta ha permesso di mettere in luce alcuni aspetti interessanti circa l'ambito dimensionale, reddituale, finanziario e fiscale.

Per quanto riguarda i parametri dimensionali¹⁴⁴, che dipendono dal fatturato e dal numero di dipendenti, emerge innanzitutto come le imprese post WBO risultino, in media, di dimensioni più contenute. Il valore della produzione infatti risulta pari a 2.711.725 euro contro i 8.591.547 euro delle imprese ante WBO, mentre il numero di dipendenti per azienda risulta ora pari a 23 occupati in media rispetto ai 58 occupati rilevati prima del buyout. Si tratta di risultati che ci si aspettava emergessero dalla presente analisi. Le cause che tipicamente comportano questi esiti sono:

- Perdita di clienti a seguito della chiusura degli stabilimenti produttivi per lunghi periodi a causa delle tempistiche dovute essenzialmente alla procedura liquidatoria e al perfezionamento dell'accordo tra i soggetti che prendono parte all'operazione (lavoratori, sindacati, ex proprietà o curatore). Le associazioni di promozione e tutela del movimento cooperativo cercano di impiegare il minor tempo possibile per valutare e per realizzare le operazioni di workers buyout al fine di evitare tale effetto indesiderato;
- Perdita di clienti a seguito del cambio di proprietà, soprattutto con riguardo ai clienti meno fidelizzati o a quelli intimoriti dai cambiamenti intervenuti nei processi produttivi del proprio fornitore;
- Acquisto o affitto, e quindi focalizzazione, solo in uno o in alcuni dei rami aziendali precedentemente attivi, con riduzione quindi dei prodotti offerti e del personale necessario per lo svolgimento del processo produttivo;
- Innovazione di prodotto o cambio di strategia rispetto alla proprietà precedente, che richiede tempo per essere percepita e recepita da parte del cliente.

La riduzione del numero degli occupati è solitamente, nelle imprese post WBO, una ordinaria conseguenza dell'operazione stessa. Spesso accade infatti che molti degli ex occupati presso l'impresa in crisi infatti non credano o non vogliano rischiare le proprie risorse per investire nell'operazione. Altre volte accade che sia il business plan redatto

¹⁴⁴ I parametri dimensionali per le imprese sono contenuti nella raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE recepita dal legislatore italiano con il Decreto Ministeriale del 18 aprile 2005. La raccomandazione prevede che le imprese con meno di dieci dipendenti e con un fatturato non superiore a due milioni di euro siano considerate micro imprese, le imprese con meno di cinquanta dipendenti e con un fatturato non superiore a dieci milioni di euro siano considerate piccole imprese, mentre le imprese con meno di 250 dipendenti e con un fatturato non superiore a cinquanta milioni di euro siano considerate medie imprese.

dai promotori del buyout a prevedere il reintegro degli ex lavoratori ripartito nel tempo in base alle performance dell'attività e al suo sviluppo.

Passando a commentare gli indici di redditività, emerge, a differenza di quanto ci si aspetterebbe visto l'incremento di motivazione dei lavoratori, una diminuzione della produttività del lavoro: l'indice che misura il fatturato medio per dipendente infatti risulta pari a 130.381 euro nella situazione post WBO rispetto a 315.752 euro medi rilevati nelle aziende ante WBO. Tale risultato sembra tuttavia essere dovuto essenzialmente al calo del volume di fatturato, che non consente di impiegare al meglio i lavoratori causando l'aumento del tempo improduttivo. Un'altra causa del peggioramento di tale indice sembra essere, come emerso nel paragrafo precedente nel quale si è svolta un'analisi suddivisa per settore di attività, il sovradimensionamento delle cooperative. Infatti, seppur le imprese post WBO risultino occupare, in media, un minor numero di lavoratori rispetto alle aziende ante buyout, a parità di fatturato le aziende del settore dispongono di meno dipendenti¹⁴⁵. Di conseguenza si assiste ad un peggioramento dell'indice fatturato/dipendenti.

Al contempo, a livello reddituale, migliorano i margini operativi ossia: l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) passa da -1.849.357 a 48.251 euro, il Risultato di esercizio medio risulta ora pari a -92.679 euro rispetto a -4.211.088 euro, il ROIC (Return On Invested Capital) si attesta a -8% contro il -98% della situazione ante WBO e infine l'indice EBITDA/fatturato passa da -24% a -5%. Si tratta di un miglioramento sostanzioso, che, ancorché non a pareggio nel complesso delle aziende considerate, rappresenta il fatto che si tratta di aziende che possono ancora contribuire a generare valore. È comunque necessario del tempo affinché le cooperative riescano a completare il processo di ristrutturazione aziendale e l'implementazione del piano industriale contenuto nel business plan redatto durante le fasi iniziali dell'operazione.

Le imprese post WBO presentano, in media, un'incidenza inferiore di circa il 24% degli oneri finanziari sull'EBITDA¹⁴⁶. Il risultato è dovuto principalmente a due fattori (senza tuttavia considerare il miglioramento dell'EBITDA):

¹⁴⁵ Si veda il paragrafo 3.4.

¹⁴⁶ L'indice Oneri Finanziari/EBITDA è stato determinato ponendo come risultato 1 se l'EBITDA si presenta con valori negativi oppure eseguendo il rapporto tra i due valori negli altri casi. Rappresenta il grado di assorbimento delle risorse generate dalla gestione caratteristica da parte degli oneri finanziari.

- Il primo consiste nel fatto che le cooperative post WBO presentano un livello di debiti finanziari inferiore rispetto alle aziende in crisi oggetto di buyout. Queste ultime infatti spesso presentano un patrimonio netto negativo a seguito delle perdite subite al termine dell'ultimo esercizio di attività prima dell'operazione di WBO e si finanziano, finché è il sistema creditizio lo concede e nel tentativo estremo di sopravvivere e risollevarsi, ricorrendo al sistema finanziario e causando un significativo aumento degli Oneri finanziari;
- Il secondo consiste nella possibilità prevista per le cooperative di ottenere finanziamenti a tassi agevolati ricorrendo a investitori istituzionali o a istituti di credito che hanno sottoscritto una convenzione con le centrali cooperative¹⁴⁷.

La gestione fiscale ha, al contrario della gestione finanziaria appena analizzata, un'incidenza negativa nei confronti delle cooperative sorte a seguito dell'operazione di workers buyout, in quanto dall'analisi svolta risulta un'incidenza del carico fiscale rispetto all'EBITDA superiore di circa dodici punti percentuali. Ciò è causato sia da un miglioramento dei margini operativi aziendali, cui è associato generalmente un maggior prelievo fiscale, che da una maggior incidenza, tra i costi operativi, del costo del personale dipendente, che non può essere dedotto dalla base imponibile IRAP. In genere, più l'impresa è labour intensive, più l'IRAP che l'impresa è tenuta a versare è elevata. “Il meccanismo di determinazione della base imponibile IRAP, unito alla caratteristica implicita in una società cooperativa di produzione e lavoro [...], comporta che il carico fiscale di tale imposta sia molto pronunciato in queste imprese, tanto da rappresentare, nel campione analizzato, circa l'intero ammontare delle imposte di competenza dell'esercizio¹⁴⁸”. La maggior incidenza delle imposte sul reddito di esercizio, emerge chiaramente dal grafico che segue in cui le società cooperative sono poste a confronto con le società per azioni.

¹⁴⁷ Si veda il paragrafo 2.1.

¹⁴⁸ Cfr. Lanzavecchia, D'Aurizio (2013)

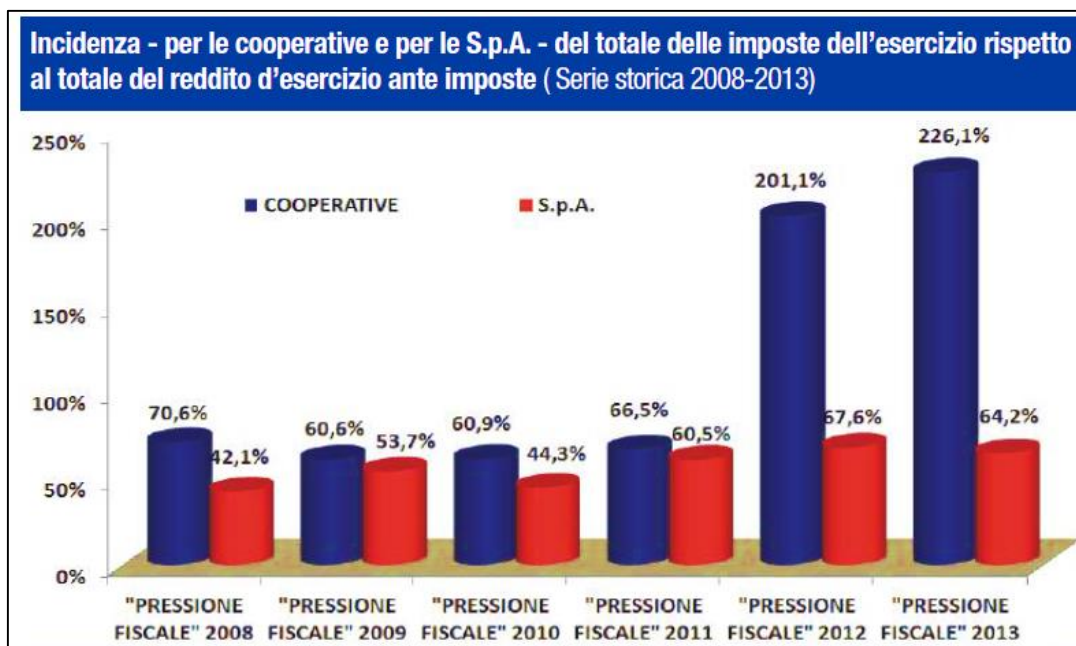


Figura 16 - Incidenza delle imposte rispetto al reddito d'esercizio. Fonte: Alleanza delle cooperative italiane (2014)

Dall'indagine condotta da Alleanza delle cooperative italiane (2014) è inoltre emerso come le imposte d'esercizio gravanti sulle cooperative siano rimaste stabili nonostante un deciso crollo della media calcolata sui redditi di esercizio. Infatti pur emergendo, nel 2013 rispetto al 2008, una diminuzione del reddito d'esercizio del 56%, le imposte totali sono aumentate di circa nove punti percentuali. Tale risultato conferma come le imposte gravanti sulle società cooperative non dipendano, per la quota maggiore, dal reddito del periodo, ma da altri fattori, individuabili principalmente nel costo del lavoro che, mentre nelle spa raggiunge l'11,7% del valore della produzione, nelle cooperative incide per il 17,8%, determinando quindi una maggior incidenza della componente IRAP¹⁴⁹.

La differente incidenza delle imposte emerge, per quanto riguarda il campione oggetto di analisi, in modo ancora più significativo nella tabella che segue (tabella 26), in cui sono riportati i valori medi relativi al periodo precedente (T-1) e a quello successivo (T+1) rispetto all'anno nel qual è avvenuto il WBO (periodo T). In questo caso infatti l'incidenza fiscale nelle aziende post WBO è quasi doppia rispetto alle aziende ante WBO (56% contro 29%), convalidando quanto risultante dalla ricerca svolta da Lanzavecchia e

¹⁴⁹ ALLEANZA DELLE COOPERATIVE ITALIANE, 2014, La pressione fiscale, verifiche empiriche. Note e commenti, 23 Novembre.

D'Aurizio (2013) in base alla quale l'incidenza era del 30,5% per le imprese ante WBO e del 65,1% per le imprese post WBO.

CONFRONTO TRA CAMPIONI	
T-1	T+1
<i>ANTE WBO</i>	<i>POST WBO</i>
VALORE DELLA PRODUZIONE MEDIO	
5.999070	1.988.372
EBITDA MEDIO	
-1.853.275	1.823
IMPOSTE MEDIE	
41.263	20.693
RISULTATO DI ESERCIZIO MEDIO	
-3.145.432	-95.094
ROIC (NOPAT/CI) MEDIO	
-248%	-4%
EBITDA/FATTURATO MEDIO	
-20%	-4%
RISULTATO DI ESERCIZIO/FATTURATO MEDIO	
-49%	-12%
DIPENDENTI	
37	22
FATTURATO/DIPENDENTI MEDIO	
304.537	141.855
ONERI FINANZIARI/EBITDA MEDIO	
84%	57%
IMPOSTE/EBITDA MEDIO	
29%	56%
NUMEROSITÀ CAMPIONARIA	
28	33

Tabella 26 - Valori medi ante (T-1) e post (T+1) WBO. Fonte: elaborazione propria

I risultati riportati nella tabella 26 permettono di convalidare quanto espresso in precedenza a riguardo del confronto effettuato considerando, nell'insieme, i tre periodi precedenti e i tre successivi all'anno in cui è avvenuto il workers buyout: minor dimensione aziendale, miglioramento della performance e della redditività, minor gravità degli oneri finanziari sull'EBITDA, maggior incidenza del carico fiscale. Il rapporto Oneri finanziari su EBITDA appare particolarmente elevato in T-1, rivelando una forte tensione finanziaria che determina il rischio, che in questi casi è diventato prassi, di dover ricorrere ad ulteriore indebitamento, in caso di ridotte disponibilità liquide, per la copertura degli oneri finanziari. L'EBITDA, rappresentando una ottima approssimazione dei flussi di cassa generati dall'azienda, appare infatti assorbito per oltre l'80% dai soli oneri finanziari, e ciò non è sostenibile nel medio-lungo periodo.

Si riporta anche la tabella contenente i dati relativi, oltre alla media, anche alla mediana e alla deviazione standard in modo da presentare un quadro più completo possibile della distribuzione dei valori medi. La tabella indica anche i livelli di significatività delle statistiche descrittive determinati mediante l'applicazione del test t di Student¹⁵⁰. Si tratta del confronto, per dati appaiati, dei valori medi di ciascuna variabile dei due campioni (imprese ante e post WBO)¹⁵¹.

ANNO T-1 ANTE WBO (dati in milioni)	N.¹⁵²	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	28	5,99*	3,31	9,46
<i>EBITDA</i>	28	-1,85	-0,80	2,44
<i>Imposte</i>	28	0,04	0,00	0,15
<i>Risultato di esercizio</i>	28	-3,15	-1,33	3,71
<i>ROIC</i>	24	-248,2%	-50,9%	716,0%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	27	-19,5%**	-22,5%	111,0%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	27	-49,2%***	-46,3%	136,5%
<i>Dipendenti</i>	21	37*	26	35
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	20	0,30	0,15	0,46
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	27	84,1%	100,0%	31,0%
<i>Imposte/EBITDA</i>	28	28,9%*	0,0%	42,2%

¹⁵⁰ Il test t è stato applicato a tutte le variabili eccetto che al valore dell'EBITDA, delle imposte e del risultato d'esercizio, dal momento che si tratta di valori assoluti che dipendono direttamente da altre variabili quali, principalmente, il valore della produzione e i costi operativi.

¹⁵¹ Si veda il paragrafo 3.5.1 per approfondimenti sulla metodologia applicata.

¹⁵² N. rappresenta la numerosità campionaria per ogni variabile analizzata.

ANNO T+1 POST WBO (dati in milioni)	N.	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	33	1,99*	1,49	1,49
<i>EBITDA</i>	33	0,00	0,01	0,15
<i>Imposte</i>	33	0,02	0,02	0,02
<i>Risultato di esercizio</i>	33	-0,10	-0,02	0,20
<i>ROIC</i>	29	-3,8%	-4,1%	38,0%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	33	-3,9%**	0,5%	25,3%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	33	-11,5%***	-2,2%	33,0%
<i>Dipendenti</i>	28	22*	16	18
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	28	0,14	0,09	0,23
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	33	57,1%	50,6%	43,5%
<i>Imposte/EBITDA</i>	33	56,4%*	38,5%	39,3%

Livello di significatività: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabella 27 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria

Dall'esecuzione del test non appare significativa la differenza che intercorre tra il risultato medio del ROIC ante WBO e post WBO, così come non è significativa la differenza che insiste sul rapporto tra Oneri finanziari ed EBITDA. Il motivo è dovuto al valore della deviazione standard¹⁵³ che risulta molto elevato a causa di un'alta dispersione dei dati del campione rispetto al valore medio dello stesso. Ciò fa sì che gli stessi dati perdano di significatività in quanto si presentano in modo molto disperso¹⁵⁴. Si può quindi concludere, con riferimento a questi indicatori, che essi presentano valori differenti prima e dopo il WBO, tuttavia tale differenza non appare molto significativa¹⁵⁵ data l'elevata dispersione dei dati attorno alla loro media.

Il t-test conferma invece l'esistenza di una differenza nella dimensione aziendale, sia dal punto di vista dei ricavi che dal punto di vista del numero di dipendenti, così come una differenza significativa nel rapporto tra imposte ed EBITDA. Il test eseguito avvalga quindi le conclusioni formulate con riferimento al confronto tra T-1 e T+1.

¹⁵³ La deviazione standard esprime la dispersione dei dati intorno, in questo caso, alla media aritmetica. Presenta il vantaggio, rispetto alla varianza, di essere direttamente confrontabile con la media del campione.

¹⁵⁴ Cfr. Anderson, Sweeney, Williams (2013).

¹⁵⁵ Il p-value relativo al rapporto Oneri finanziari/EBITDA risulta infatti pari a 0.11 e quindi lievemente superiore rispetto al valore scelto di $\alpha = 0,10$. Tuttavia, anche se lieve, tale valore non permette di rifiutare l'ipotesi nulla, ossia non permette di concludere che le due medie sono significativamente diverse. Diverso è invece il caso del ROIC, in cui il p-value risulta essere pari a 0.86, e quindi molto superiore rispetto al livello di significatività prescelto.

CONFRONTO TRA CAMPIONI	
T-2	T+2
<i>ANTE WBO</i>	<i>POST WBO</i>
VALORE DELLA PRODUZIONE MEDIO	
7.055.797	2.387.699
EBITDA MEDIO	
-2.698.237	-21.654
IMPOSTE MEDIE	
14.815	21.383
RISULTATO DI ESERCIZIO MEDIO	
-3.607.201	-152.058
ROIC (NOPAT/CI) MEDIO	
-42%	-15%
EBITDA/FATTURATO MEDIO	
-45%	-13%
RISULTATO DI ESERCIZIO/FATTURATO MEDIO	
-68%	-21%
DIPENDENTI	
60	22
FATTURATO/DIPENDENTI MEDIO	
248.344	113.923
ONERI FINANZIARI/EBITDA MEDIO	
80%	58%
IMPOSTE/EBITDA MEDIO	
28%	36%
NUMEROSITÀ CAMPIONARIA	
33	24

Tabella 28 - Valori medi ante (T-2) e post (T+2) WBO. Fonte: elaborazione propria

In T+2 si registra un leggero miglioramento, rispetto al primo periodo post WBO, del valore della produzione medio che risulta pari a 2.387.669 euro. A tale dato è tuttavia associato un peggioramento di tutti gli indicatori di performance: l'EBITDA peggiora diventando negativo e il ROIC diminuisce rispetto al periodo precedente di circa 10 punti percentuali. I risultati paiono comunque migliori rispetto alla situazione media delle imprese in T-2, i cui dati sono riportati nel lato sinistro della tabella precedente (tabella 28).

Il peggioramento è dovuto quindi al tempo necessario per modificare la strategia e recuperare l'efficienza nonché al perseverare della crisi economica. Il fatto che il ROIC in T+2 sia migliore rispetto al periodo T-2 non è tuttavia confermato dall'applicazione del t-test, dal quale risulta invece che non sussistano significative differenze tra i due valori.

ANNO T-2 ANTE WBO (dati in milioni)	N.	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	33	7,06***	4,98	6,56
<i>EBITDA</i>	33	-2,70	0,06	12,52
<i>Imposte</i>	33	0,01	0,01	0,14
<i>Risultato di esercizio</i>	33	-3,60	-0,40	13,28
<i>ROIC</i>	32	-41,6%	-3,2%	112,9%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	32	-45,2%	2,9%	196,7%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	32	-68,1%	-4,6%	259,5%
<i>Dipendenti</i>	24	60**	39	59
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	24	0,25	0,16	0,33
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	32	79,5%	100,0%	49,8%
<i>Imposte/EBITDA</i>	44	28,3%	11,0%	42,4%
ANNO T+2 POST WBO (dati in milioni)	N.	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	24	2,39***	1,56	2,08
<i>EBITDA</i>	24	-0,02	0,08	0,34
<i>Imposte</i>	24	0,02	0,01	0,03
<i>Risultato di esercizio</i>	24	-0,15	-0,03	0,40
<i>ROIC</i>	21	-14,7%	-0,5%	32,9%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	24	-13,1%	4,2%	53,9%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	24	-21,5%	-1,0%	67,5%
<i>Dipendenti</i>	22	22**	15	20
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	22	0,11	0,11	0,55
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	24	58,1%	36,3%	57,2%
<i>Imposte/EBITDA</i>	24	36,2%	18,4%	43,3%

Livello di significatività: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabella 29 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria

Dall'analisi di questo periodo inoltre perde di significatività anche il rapporto tra imposte ed EBITDA a causa della diminuzione della differenza tra i due indici e dell'aumento della deviazione standard. Dall'analisi della tabella emerge comunque come, in media, le imprese post WBO versino più imposte (sia in valore assoluto che in percentuale sull'EBITDA) rispetto alle imprese ante WBO attive nel periodo T-2. Rimane invece significativa la differenza tra il numero di dipendenti ante e post buyout.

Il miglioramento del fatturato registrato nel periodo T+2 continua anche nel terzo esercizio dopo il WBO (T+3), anno in cui si rileva un valore della produzione medio pari a

3.759.103 euro, in aumento di circa 1,5 milioni rispetto all'esercizio precedente. Le cooperative dunque presentano, in media, un tasso di crescita del valore della produzione nel terzo periodo di attività pari al 57% rispetto al secondo periodo.

CONFRONTO TRA CAMPIONI	
T-3	T+3
<i>ANTE WBO</i>	<i>POST WBO</i>
VALORE DELLA PRODUZIONE MEDIO	
12.719.775	3.759.103
EBITDA MEDIO	
-996.560	164.585
IMPOSTE MEDIE	
145.953	32.007
RISULTATO DI ESERCIZIO MEDIO	
-5.880.632	-30.887
ROIC (NOPAT/CI) MEDIO	
-3%	-6%
EBITDA/FATTURATO MEDIO	
-6%	3%
RISULTATO DI ESERCIZIO/FATTURATO MEDIO	
-49%	-4%
DIPENDENTI	
77	26
FATTURATO/DIPENDENTI MEDIO	
394.375	135.364
ONERI FINANZIARI/EBITDA MEDIO	
67%	43%
IMPOSTE/EBITDA MEDIO	
31%	31%
NUMEROSITÀ CAMPIONARIA	
38	12

Tabella 30 - Valori medi ante (T-3) e post (T+3) WBO. Fonte: elaborazione propria

Pur presentando parametri dimensionali (sia fatturato che numero di occupati) ancora notevolmente inferiori rispetto al periodo T-3, anche se in crescita, si rileva un netto miglioramento della redditività al termine del terzo esercizio di attività dell'azienda post WBO.

L'EBITDA in particolare ritorna su livelli positivi e il ROIC segnala un -6%. Il risultato di esercizio risulta invece pari in media a -30.887 euro. Le cooperative non hanno ancora raggiunto il break even point, tuttavia i miglioramenti sono percepibili e apprezzabili.

In T+3 diminuisce il peso degli oneri finanziari gravanti sulle società oggetto di analisi. Tale diminuzione è essenzialmente dovuta al generale miglioramento dell'EBITDA e alla sostanziale stabilità degli oneri finanziari. Entrambe queste evidenze si sono verificate infatti, nel periodo in esame, in 8 cooperative su 12 considerate.

Nel periodo si riduce, tra la popolazione del campione analizzato, anche l'incidenza del carico fiscale che ora risulta pari al 31%, esattamente uguale al valore registrato in T-3 nelle società ante WBO. Tale riduzione tuttavia è dovuta essenzialmente all'aumento medio dell'EBITDA.

ANNO T-3 ANTE WBO (dati in milioni)	N.	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	38	12,72**	7,28	15,06
<i>EBITDA</i>	38	-1,00	0,08	4,24
<i>Imposte</i>	38	0,15	0,03	0,45
<i>Risultato di esercizio</i>	38	-5,88	-0,03	25,71
<i>ROIC</i>	35	-3,2%	-0,3%	22,8%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	38	-6,3%	3,2%	43,3%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	38	-49,5%	-1,8%	157,5%
<i>Dipendenti</i>	29	77**	42	92
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	29	0,39**	0,19	0,80
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	37	66,6%	69,7%	41,4%
<i>Imposte/EBITDA</i>	38	30,9%	22,2%	63,4%
ANNO T+3 POST WBO (dati in milioni)	N.	MEDIA	MEDIANA	DEV. STD
<i>Ricavi</i>	12	3,76**	2,79	4,03
<i>EBITDA</i>	12	0,16	0,12	0,25
<i>Imposte</i>	12	0,03	0,02	0,03
<i>Risultato di esercizio</i>	12	-0,03	0,01	0,12
<i>ROIC</i>	12	-5,5%	2,9%	18,1%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	12	2,9%	5,7%	8,8%
<i>Risultato d'esercizio/Ricavi</i>	12	-3,5%	0,3%	9,8%
<i>Dipendenti</i>	12	26**	20	15
<i>Ricavi/Dipendenti</i>	12	0,14**	0,11	0,08
<i> Oneri finanziari /EBITDA</i>	12	42,6%	30,4%	36,8%
<i>Imposte/EBITDA</i>	12	30,5%	20,4%	33,6%

Livello di significatività: *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

Tabella 31 - Dati economici essenziali del campione. Fonte: elaborazione propria

Permane, anche sulla base dei risultati derivanti dall'applicazione del test t di Student, una significativa differenza tra i ricavi ante e post WBO così come nei livelli occupazionali. Mentre, sempre in base al test, si annullano tutte le differenze significative tra le altre variabili descrittive, eccetto per l'indice di produttività Ricavi/dipendenti la cui differenza, nel confronto tra T-3 e T+3, diviene significativa per la prima volta. Dal valore di tale dato si potrebbe allora concludere che quanto detto in tema di motivazione del lavoratore sia falso, ma si ritiene non sia così. La minor produttività infatti non pare essere dovuta a negligenza da parte dei lavoratori, ma essenzialmente ai minori ricavi e ad un numero di lavoratori non adeguato a questo minor livello dimensionale. Lo scopo dei workers buy out non è comunque quello di realizzare performance superiori alla media o rendimenti eccezionali, ma è quello di salvaguardare l'occupazione, anche comprimendo la redditività.

Conclusioni

Il presente lavoro ha analizzato, in termini di diffusione e di risultati economici, le operazioni di workers buyout in Italia. I WBO sono finalizzati alla continuità di business che altrimenti sono destinati alla cessazione. Si tratta, certo, di una conseguenza della crisi economica e strutturale che il Paese sta affrontando eppure questo modello potrebbe essere applicato anche in situazioni non di crisi. In base alla normativa attualmente vigente, tuttavia, ciò non è possibile.

La disciplina dei WBO, e in particolare, le diverse agevolazioni previste, infatti, si applicano solamente nel caso in cui i lavoratori rilevino imprese formalmente in crisi: il presupposto è quindi l'avvio di una procedura concorsuale o la liquidazione per cessata attività. Diversamente, i lavoratori non possono ottenere dall'INPS l'anticipo dell'indennità di mobilità o accedere ai finanziamenti a tassi agevolati previsti dalla “Nuova Manicobra”¹⁵⁶.

I workers buyout in effetti si possono avviare anche in assenza di crisi aziendale. È il caso, per esempio, della cooperativa Arbizzi nata nel 2014 a seguito della scelta del fondatore della società Arbizzi srl di dedicarsi ad altra attività. In mancanza di eredi in linea diretta, il passaggio generazionale è avvenuto nei confronti dei dipendenti i quali hanno conferito nella nuova cooperativa cinque mila euro ciascuno e hanno successivamente scontato il TFR loro spettante dai canoni di affitto, non potendo chiedere l'anticipazione dell'indennità di mobilità. Si tratta di un'azienda in condizioni sane che, anche al termine del primo esercizio gestito dai soci-lavoratori, ha realizzato un utile di quasi 230.000 euro.

Il caso Arbizzi evidenzia che l'utilizzo del workers buyout permette di dare continuità aziendale senza la necessità di riconvertire o risanare. Anche in questi casi comunque lo scopo del WBO è sempre il medesimo: salvaguardare i livelli occupazionali. Questa ti-

¹⁵⁶ Si tratta di un regime di aiuti, introdotti da un Decreto Ministeriale del Mise (4 dicembre 2014), per il finanziamento di progetti diretti alla nascita di nuove cooperative costituite in prevalenza da lavoratori provenienti da imprese in crisi e già partecipate da C.F.I., attraverso l'applicazione di un tasso di interesse agevolato pari al 20% del tasso di riferimento. Cfr. LEO, SACRESTANO (2015).

poloogia di operazioni quindi potrebbe essere applicata anche a molte piccole-medie imprese a conduzione familiare, tipicamente diffuse nel nostro Paese, che devono affrontare il problema del passaggio generazionale.

Eppure la possibilità di realizzare un WBO viene oggi presa in considerazione quale ultima possibilità, solamente dopo che l'azienda abbia dichiarato lo stato di crisi e dopo aver constatato che nessun altro intende rilevare l'impresa in crisi. Una recente innovazione è stata introdotta dal legislatore con il decreto cd. Destinazione Italia, prevedendo il diritto di prelazione nell'acquisto o nell'affitto dell'azienda in cui lavoravano e che si trova in stato di crisi. Tuttavia, occorre uno sforzo ulteriore per rendere accessibile, anche in mancanza di una situazione di crisi, l'accesso a tutte le agevolazioni previste nel caso di aziende in crisi. Intervenendo prima che la crisi si sia palesata e l'azienda risulti insanabile, forse anche il tasso di mortalità delle cooperative post WBO potrebbe ridursi, con beneficio per tutta la collettività.

Un monito diverso era stato rivolto al legislatore da Lanzavecchia e D'Aurizio (2013) i quali auspicavano un intervento che introducesse, limitatamente alle imprese recuperate, solitamente *labour intensive*, specifiche agevolazioni in modo da ridurre il carico fiscale gravante sulle cooperative post WBO e costituito quasi interamente dall'Imposta Regionale sulle Attività Produttive. Le maggioranze delle agevolazioni fiscali riconosciute alle cooperative a mutualità prevalente infatti si riferiscono principalmente all'imposta sul reddito (IRES)¹⁵⁷, ma quest'ultima costituisce una componente di costo quasi mai significativa soprattutto a causa dei ridotti risultati ante imposte.

Il legislatore ha ora innovato il regime IRAP, sia per il periodo di imposta 2014, sia per il periodo di imposta 2015. Quanto al primo, la legge di stabilità 2014 (comma 132, lett. a), L. 147 del 27 dicembre 2013) ha introdotto la possibilità di dedurre dalla base imponibile IRAP fino a 15.000 euro per ciascuno dei nuovi dipendenti assunti nel corso dell'anno con un contratto a tempo indeterminato, se il rapporto tra dipendenti a tempo indeterminato e a tempo determinato è cresciuto rispetto all'esercizio precedente. La deduzione spetta nel limite massimo della retribuzione e degli altri oneri e spese sostenute

¹⁵⁷ Per un approfondimento sulle agevolazioni fiscali, che non sono oggetto di trattazione in questo lavoro, previste per le società cooperative si veda: DI DIEGO, S., 2014, *Le società cooperative*. 6^a ed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli editore.

e a carico del datore di lavoro fino ad un massimo di 15.000 euro annui ed è riconosciuta nel periodo in cui è avvenuta l'assunzione e nei due esercizi successivi.

Gli effetti di tale disposizione possono essere apprezzati analizzando e confrontando i bilanci delle cooperative e relativi agli esercizi 2012, 2013 e 2014. In particolare dai bilanci di esercizio sono stati estrapolati i dati relativi al costo totale del lavoro e alle imposte di competenza. Tra i due dati si è indagato circa la relazione funzionale esistente tra loro mediante la costruzione della retta di regressione lineare per indagare l'eventuale dipendenza delle "imposte" dai "costi del personale", con il calcolo del coefficiente di determinazione (R^2)¹⁵⁸ per analizzare la bontà del modello, e del coefficiente di correlazione¹⁵⁹. Si riportano inoltre i grafici relativi all'analisi dei residui. Di seguito si presentano i risultati ottenuti.

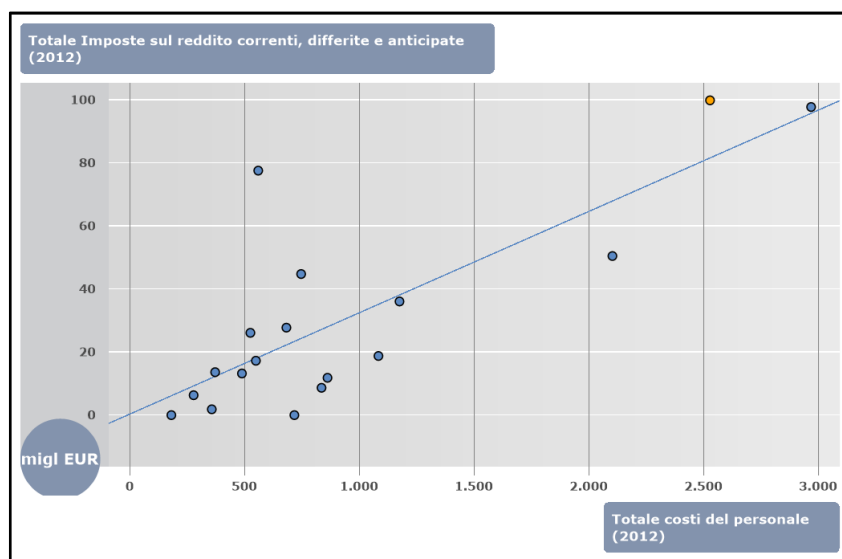


Figura 17 - Retta di regressione lineare anno 2012. Fonte: elaborazione propria

¹⁵⁸ L'indice misura la percentuale di varianza spiegata dalla retta di regressione. R^2 varia tra 0 ed 1: quando è pari a 0 significa che non c'è relazione lineare tra X e Y e quindi che il modello utilizzato non spiega per nulla i dati; quando è 1 significa che tutti i dati giacciono sulla retta di regressione e quindi il modello spiega perfettamente i dati.

¹⁵⁹ Il coefficiente di correlazione di Pearson esprime una eventuale relazione di linearità tra due variabili statistiche. Assume valore 1 se le due variabili sono positivamente correlate in modo perfetto, -1 se sono inversamente correlate in modo perfetto, 0 se le variabili sono incorrelate.

Dati retta di regressione

Equazione: $y = 0,0322 x + 318$

$R^2 = 0,6337$

Coefficiente di correlazione = 0,797

Tabella 32 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2012. Fonte: elaborazione propria

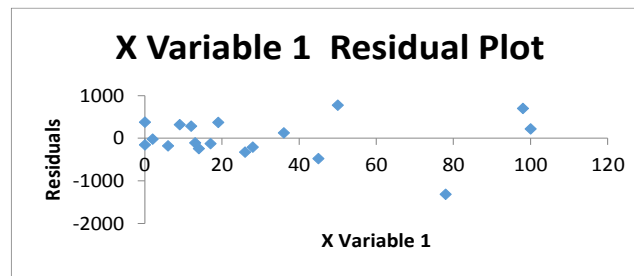


Figura 18 - Analisi dei residui anno 2012. Fonte: elaborazione propria

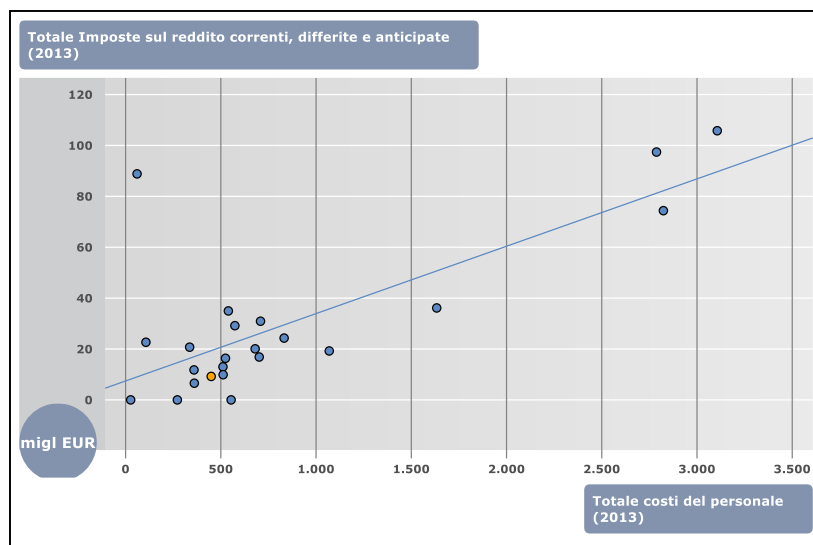


Figura 19 - Retta di regressione lineare anno 2013. Fonte: elaborazione propria

Dati retta di regressione

Equazione: $y = 0,0265 x + 7,45E+03$

$R^2 = 0,5632$

Coefficiente di correlazione = 0,753

Tabella 33 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2013. Fonte: elaborazione propria

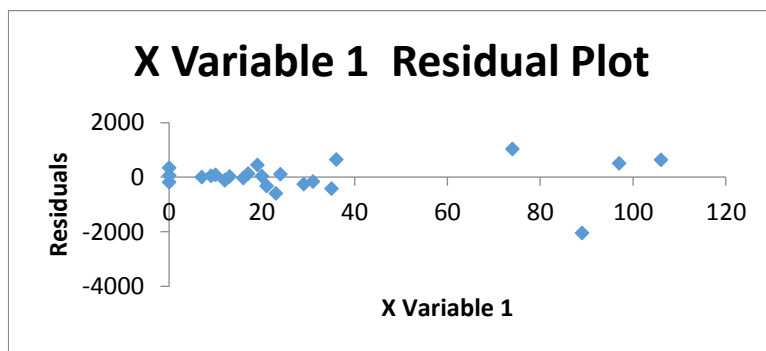


Figura 20 - Analisi dei residui anno 2013. Fonte: elaborazione propria

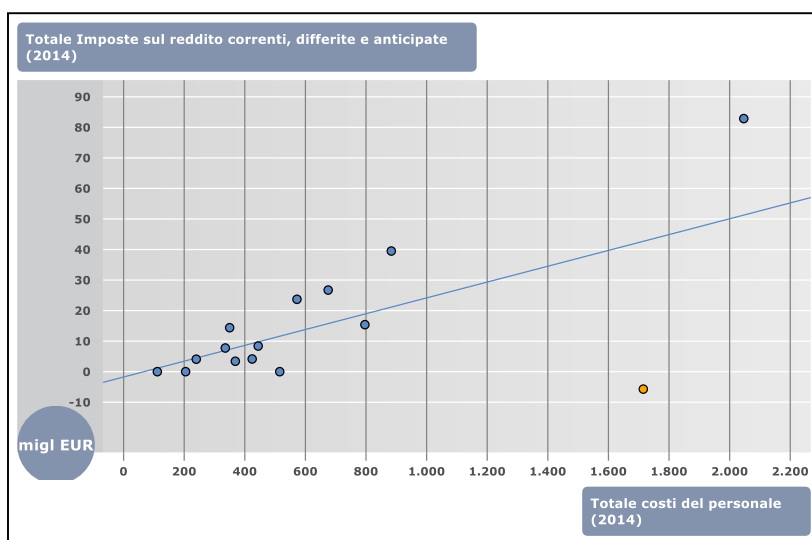


Figura 21 - Retta di regressione lineare anno 2014. Fonte: elaborazione propria

Dati retta di regressione	
Equazione: $y = 0,0259 x + -1,75E+03$	
$R^2 = 0,4005$	Coefficiente di correlazione = 0,635

Tabella 34 - Equazione della retta, R^2 e Coefficiente di correlazione 2014. Fonte: elaborazione propria

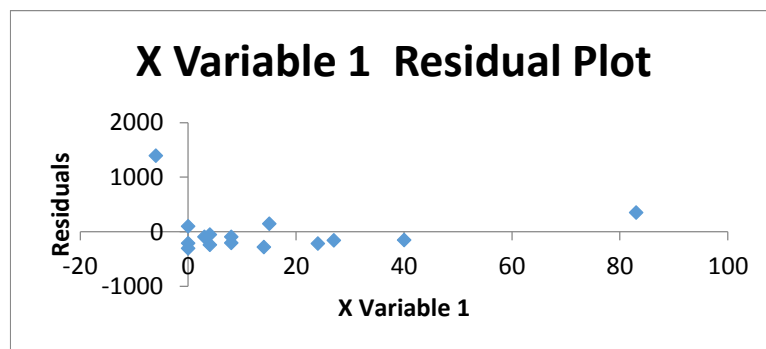


Figura 22 - Analisi dei residui anno 2014. Fonte: elaborazione propria

In base ai valori assunti da R^2 nel 2012 e nel 2013 si può affermare che buona parte del fenomeno “Totale Imposte” sia spiegato dal costo del personale. Certamente, questa variabile è una *proxy* del valore aggiunto, che dovrebbe spiegare la restante parte del fenomeno. È interessante notare che nel 2014, anno di prima applicazione della riforma dell’IRAP, l’indice assume un valore pari a 0,4005, il più basso dei tre rilevati.

Per aver maggiori conferme circa la bontà del modello, è stata condotta anche l’analisi dei residui. Dai grafici presentati si può concludere che l’ipotesi di indipendenza degli errori è verificata.

Analogamente, il coefficiente di correlazione, che esprime l’esistenza di una relazione lineare tra due variabili, senza fornire informazioni sulla causalità, rimane stabile e su livelli molto elevati per gli anni 2012 e 2013. All’aumentare dei costi del personale (variabile indipendente) aumentano in maniera quasi perfettamente proporzionale anche le imposte (variabile dipendente).

La relazione tra le due variabili diventa più flebile se si analizzano i bilanci relativi all’esercizio 2014, a causa della netta diminuzione dell’indice R^2 . Inoltre il coefficiente di correlazione assume il valore di 0,635, notevolmente inferiore rispetto all’anno precedente, potendo quindi definire la correlazione tra le due variabili come moderata invece che forte come accadeva negli anni precedenti in cui i valori sono sempre stati superiori a 0,70.

Ci si attende che l’indice R^2 diminuisca ulteriormente e in modo molto sensibile, nel caso in cui venga indagato con riferimento ai bilanci relativi al 2015 grazie alle ultime modifiche della disciplina IRAP. La legge di stabilità 2015 (L. 190 del 23 dicembre 2014) al

comma 20 stabilisce infatti la deducibilità integrale dalla base imponibile IRAP del costo del lavoro per i lavoratori impiegati con contratti a tempo indeterminato eccedente l'ammontare delle deduzioni riferibili al costo medesimo¹⁶⁰. Le cooperative sorte a seguito di un workers buyout, in quanto *labour intensive*, vedranno quindi, in via generale notevolmente ridotte le imposte totali che saranno tenute a versare.

Sempre in tema di imposte, si analizza di seguito l'impatto che hanno nei confronti delle casse erariali. Infatti, le risorse immesse nel capitale delle cooperative e i finanziamenti erogati da parte di Cooperazione Finanza Impresa (C.F.I.) costituiscono risorse pubbliche che sono state trasferite al fondo per salvaguardare l'occupazione attraverso la formazione di imprese cooperative tra dipendenti di aziende in crisi¹⁶¹. Dall'analisi dei dati del campione analizzato nel paragrafo 3.5, è possibile estrarre alcune informazioni ulteriori:

- C.F.I. ha immesso capitale sociale per 5.790.000 euro e ha investito 3.680.000 euro a titolo di capitale di debito nelle cooperative sorte a seguito di un WBO, per un totale di 9.470.000 euro.
- Le cooperative facenti parte del campione hanno versato, a titolo di IRES e, soprattutto, IRAP, 682.883 euro in T+1, 513.195 in T+2, 384.086 in T+3, per un totale di 1.580.164 euro solamente nei tre periodi considerati dalla analisi condotta. A questi devono essere aggiunte le imposte versate nel periodo T e le imposte relative ai periodi successivi a T+3, che ammontano a 1.219.867 euro, per un totale di imposte versate dalla società cooperativa di euro 2.800.031 euro¹⁶².

Si tratta, ad opinione di chi scrive, di un ottimo risultato dal punto di vista erariale dal momento che finora sono state recuperate circa il 30% delle risorse impiegate grazie all'imposizione diretta delle cooperative. Si devono inoltre considerare, in aggiunta, le imposte versate dai lavoratori a titolo di IRPEF sulle retribuzioni ricevute, nonché l'in-

¹⁶⁰ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2014, Relazione tecnica alla Legge di stabilità 2015 – Legge 23 dicembre 2014, n. 190, commi 20-22-23 e 24 [Online]. Disponibile su: http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2015/RT_integrata_AC_2679_bis_B_bollinata.pdf. Data di accesso: [21/09/2015].

¹⁶¹ Non si considerano le risorse immesse da Coopfond o da altri fondi mutualistici (Fondo sviluppo, Generalfond, ecc.) in quanto non si tratta di risorse trasferite dallo Stato. Tali fondi infatti sono finanziati attraverso il 3% degli utili delle cooperative esistenti, il patrimonio residuo delle cooperative poste in liquidazione e gli utili di gestione del fondo stesso.

¹⁶² Il dato è stato ottenuto mediante interrogazione della banca dati AIDA relativamente ai bilanci delle cooperative facenti parte del campione.

dotto generato dal recupero dell'impresa. Si è inoltre ridotto l'utilizzo degli ammortizzatori sociali a fini assistenzialistici contribuendo a promuovere l'avvio di nuove attività. Occorre comunque tener presente che le risorse immesse da C.F.I sia a titolo di capitale di debito che di capitale di rischio (così come del resto anche le risorse immesse dai fondi mutualistici) fanno parte di un fondo c.d. rotativo, dovendo quindi essere restituite nell'arco massimo di 10 anni. Tali risorse contribuiranno quindi, una volta restituite, a generare ulteriore ricchezza mediante il loro impiego in nuove cooperative nate a seguito di un workers buyout.

Le prospettive per le cooperative che hanno realizzato un WBO sembrano abbastanza promettenti. Analizzando infatti il primo triennio di attività delle società, solitamente il più difficile da superare in quanto consiste nel periodo durante il quale avviene la ristrutturazione e il consolidamento aziendale, è emerso che mentre in T+1 risultavano in perdita 20 cooperative su 33 (il 60,60% del totale), in T+3 il numero si è ridotto a 2 cooperative in perdita su 12 analizzate (il 25% del totale). Il miglioramento emerge anche analizzando il ROIC: se in T+1 il 58,62% delle cooperative presentava un rendimento del capitale investito negativo, durante il terzo periodo di attività tale percentuale scende al 33,33%, in quanto si realizza in 4 casi su 12.

Pur non potendo nascondere le criticità di un'operazione di WBO, legate soprattutto al raggiungimento del break even point e alla crisi economica che grava ancora in molti settori, l'esperienza dei workers buyout è sicuramente positiva e rappresenta una possibile soluzione alla crisi economica.

È ora fondamentale un supporto delle istituzioni di formazione, perché possano supportare il cambiamento da lavoratore a imprenditore e i fabbisogni di competenze e di relazioni conseguenti. È necessario inoltre un maggior supporto delle istituzioni finanziarie, affinché eroghino finanziamenti sulla base della capacità reddituale dell'impresa recuperata, più che sulle garanzie offerte dai soci. E soprattutto che non le valutino come delle pure imprese start-up, senza storia, ma come aziende ristrutturate senza soluzione di continuità.

Ad oggi si può dire che lo scopo perseguito dai WBO è stato raggiunto: sono infatti 867¹⁶³ i posti di lavoro salvati con queste operazioni. Altre fonti riferiscono addirittura di 3.000 posti di lavoro salvati con circa cento operazioni di WBO¹⁶⁴.

Sicuramente ne sarebbero soddisfatti i Padri costituenti della Repubblica Italiana, quando sancirono l'articolo 1 e l'articolo 46 della Costituzione: una Repubblica fondata sul lavoro, anche quello di dipendenti neo imprenditori.

¹⁶³ Dato aggiornato al 31/12/2014 su dati AIDA e relativo alle cooperative del campione. Il dato risulta sottostimato rispetto alle informazioni fornite da Coopfond che dichiara 1.242 posti di lavoro salvati. Tuttavia tale dato tiene conto anche dei WBO realizzati nel primo semestre 2015 e dei lavoratori occupati in cooperative non più attive al 31/12/2014.

¹⁶⁴ Cfr. Mazza (2013).

Note di aggiornamento

Nota 1

L'ultimo aggiornamento del database AIDA Bureau Van Dijk eseguito in data 8 settembre 2015 riporta novità sullo stato giuridico attuale della società cooperativa Aussametal. La società è infatti in liquidazione coatta amministrativa dal 31/07/2015. Essendo stata costituita dagli ex dipendenti della A. Comital spa nel 2009, termina la propria attività durante il settimo anno di vita.

Nota 2

In data 19 settembre è stato aggiornato il sito istituzionale di C.F.I., riportando le ultime operazioni approvate dal consiglio di amministrazione che saranno finanziate nei prossimi mesi. In particolare si segnalano due operazioni di WBO¹⁶⁵:

- Finanziamento del piano di rilancio della cooperativa Fail, oggetto di WBO nel 2014. Si tratta di un secondo finanziamento deliberato a favore della società visti i buoni risultati del primo esercizio concluso. Pur non essendo noti gli importi, il CdA ha approvato sia un intervento in partecipazione che un finanziamento a titolo di capitale di debito.
- Finanziamento di un nuovo WBO promosso dagli ex lavoratori della società Soles spa i quali hanno costituito la cooperativa Soles tech. C.F.I. ha approvato di intervenire sia con una partecipazione al capitale sociale che con un finanziamento a titolo di capitale di debito.

¹⁶⁵ Fonte: <http://www.cfi.it/public/wp-content/uploads/2015/09/CFI-CDA-07-2015.pdf>. Visitato in data: 19/09/2015.

Bibliografia

ABBATE, C., 2014, Come ti salvo l'azienda dove lavoro. *Panorama*, 22 gennaio, p. 48 – 55.

AIFI, UNIVERSITÀ CASTELLANZA CATTANEO, 2001, *L'impatto economico dei Management Leveraged buy out*. Research paper, Milano.

ALFIERI, M., 2012. Le fabbriche salvate da chi ci lavora. *La Stampa*, 20 Marzo, p. 9.

ALLEANZA DELLE COOPERATIVE ITALIANE, 2014, La pressione fiscale, verifiche empiriche. *Note e commenti*, 23 Novembre.

ALMICI, A., 2010, *Corporate governance, sistemi di controllo e valore aziendale*. Milano: FrancoAngeli. p.34-37

ALVARO, L.M., 2015, Workers buyout come antidoto alla crisi [Online]. *Vita*, 30 gennaio. Disponibile su: <http://www.vita.it/it/article/2015/01/30/workers-buyout-come-antidoto-alla-criisi/129219/>. Data di accesso: [18/09/2015].

ANDERSON, D. R., SWEENEY, D., WILLIAMS, T., 2013, *Statistica per le analisi economico-aziendali*. 5[^]ed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore. p. 96-97, 327-331.

ANON., 2014, Coop Zanardi, si può ripartire. *Il mattino di Padova*, 7 agosto, p. 14.

ARDUINI, S., 2015. Workers buyout le aziende senza padrone. *Vita*, 8 Maggio, pagg. 55 – 59.

BARBERA, F., et al., 2014, *L'impresa "recuperata": dall'esperienza argentina alle politiche di supporto alle imprese colpite dalla crisi finanziaria in Italia*. [Online], Disponibile su: <http://www.insightweb.it/web/files/limpresa.pdf>. Data di accesso [11/08/15].

BAUSILIO, G., 2014, *Contratti atipici*. Milano: CEDAM. p. 385 - 389

BERK, J., DEMARZO, P., 2008, *Finanza aziendale I*. Milano: Pearson.

BORZAGA, C., a cura di, 2014, *La cooperazione italiana negli anni della crisi. 2° Rapporto Euricse*. Trento: Ardiadesign. p. 140.

CAMERA DEI DEPUTATI, *Documenti per l'esame di Progetti di legge. Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia" D.L. 145/2013*. XVII Legislatura, n. 108, 8 gennaio 2014.

CAMPESATO, G., 2002, «Workers buyout», quando i dipendenti possono salvare l'impresa proposta di Ancpl-Legacoop per dare continuità alle attività imprenditoriali «familiari» messe in discussione dal passaggio di testimone alle nuove generazioni, *L'Unita*, 5 maggio, p. 15.

CARAGNANO, R., CARUSO, G., 2010, *Osservatorio partecipazione dei lavoratori* [Online], Adapt, 1, Disponibile su: http://moodle.adaptland.it/pluginfile.php/5419/mod_resource/content/0/5220DOSSIER_10_1_PL.pdf. Data di accesso [08/08/2015].

CASON, A., 2011. Per salvare l'azienda scendono in campo gli ex-dipendenti. *Il Sole 24 Ore*, 2 Marzo, p. 2.

CASTELLI, C., SCHIVARDI, F., 2012, *Le start-up ai tempi della crisi* [Online], la-voce.info, 13 febbraio. Disponibile su: <http://www.lavoce.info/archives/33029/start-up-tempi-crisi>. Data di accesso: 01/09/2015.

CERVED GROUP, *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, Giugno 2015, n. 23.

CHIELLINO, G., 2011, Il lavoratore salva il posto con l'acquisto dell'azienda. *Sole 24 Ore*, 24 Maggio, p. 30.

CLEMENTI, M., LUSCHI, G., TRON, A., 2011, *Il leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari*. Milano: IPSOA. p. 3-5.

COSTA, G., GIANECCHINI, M., 2005, *Risorse umane. Persone, relazioni e valore*. Milano: McGraw-Hill. p. 11, 53-59.

CUSA, E., 2006, *Il socio finanziatore nelle cooperative*. Milano: Giuffrè. p. 17 – 22.

D'AGOSTINO, I., 2014, *Il Leveraged buy out con focus sul Workers buy out*. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale in Management e controllo d'azienda, Università degli Studi di Napoli Parthenope.

- DI DIEGO, S. (a cura di), 2012, *Il piano industriale e crisi d'impresa*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli editore. p. 49-64.
- DI DIEGO, S., 2014, *Le società cooperative*. 5^a ed. Santarcangelo di Romagna: Maggioli editore.
- DI TOMMASO, E., 2014, Il workers buy out: i dipendenti salvano l'azienda. *Diritto* 24, 20 novembre.
- FONDAZIONE ROSSELLI, 2010, *Le finanziarie regionali. La governance degli strumenti finanziari per il capitale di rischio*. Torino: Fondazione Rosselli.
- FONTANARI, E., 2014, *La cooperazione italiana. Funzione e rilevanza economica: un focus particolare sui settori non bancari*. Tesi di dottorato in Economia della produzione e dello sviluppo, Università degli studi dell'Insubria. Pagg. 105 – 108.
- GRANT, R. M., JORDAN, J., 2013, *Fondamenti di strategia*. Bologna: Il Mulino.
- IANES, A., 2011, *Le cooperative*. 1^o ed. Roma: Carocci.
- I-COM, 2015, *Rapporto osservatorio innov-e 2015* [Online]. Disponibile su: http://www.i-com.it/wp-content/uploads/2015/06/rapporto_osservatorio_innov-e_2015.pdf. Data di accesso: 08/09/2015.
- ISTAT, 2015, *Demografia d'impresa Anno 2013* [Online]. Disponibile su: http://www.istat.it/it/files/2015/07/Demografia_dimpresa_2013.pdf?title=Demografia+d%E2%80%99impresa+-+09%2Fflug%2F2015+-+Testo+integrale.pdf. Data di accesso: 1 settembre 2015.
- KIM, E., OUI MET, P., 2014, Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes, *Journal Of Finance*, 69, 3, pp. 1273-1319.
- KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D., 2010, *Valuation*. 5^o ed. Hoboken: Wiley.
- KPMG CORPORATE FINANCE, 2014, *Rapporto Merger & Acquisition. I mercati preparano la ripresa*. Pagg. 36 - 52
- LANZAVECCHIA, A., D'AURIZIO L., 2013, Crisi di impresa e workers buyout: quando salvare il lavoro non basta. *Contabilità, finanza e controllo*, 11, 26-33.

LEO, G., SACRESTANO, A., 2015, “Nuova Marcora: istanze dal 20 luglio per prestiti agevolati, *Sole 24 Ore*, 19 giugno, p. 47.

MAZZA, L., 2013, Crisi, 100 cooperative nate per salvare il lavoro. *Avvenire*, 31 luglio, p. 11.

MERONI, G., 2015, Crisi: l'azienda chiude? E noi ce la ricompriamo [Online], *Vita*, 27 Gennaio. Disponibile su: <http://www.vita.it/it/article/2015/01/27/crisi-lazienda-chiude-e-noi-ce-la-compriamo/129155/>. Data di accesso: [19/09/2015].

MINETTI, F., 2011, *Corporate banking e finanza straordinaria d'impresa*. Roma: Bancaria Editrice, p. 94.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2014, *Relazione tecnica alla Legge di stabilità 2015 – Legge 23 dicembre 2014, n. 190, commi 20-22-23 e 24* [Online]. Disponibile su: http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2015/RT_integrata_AC_2679_bis_B_bollinata.pdf. Data di accesso: [21/09/2015].

NAPOLI, I., 2014, Mafia, cooperativa di ex dipendenti riapre centro commerciale Olimpo, *Repubblica*, 5 novembre, p. 5.

PAPA BENEDETTO XIV, 2009, *Caritas in Veritate, Lettera Enciclica*. Città del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana. n. 37.

PAPA FRANCESCO, 2015, *Discorso ai rappresentanti della confederazione cooperative italiane*, 28 febbraio.

PARPINEL, F., PROVASI C., 2004, *Elementi di probabilità e statistica per le scienze economiche*. Torino: Giappichelli.

PUCCIARELLI, M., 2013, Il padrone in tuta blu. *Repubblica*, 7 giugno, p. 33.

RENGA, S., 1996, *Mercato del lavoro e diritto*. Milano: Franco Angeli. p. 248-252.

REGIONE DEL VENETO, 2014. *L'impresa si fa cooperativa. Storie di successo oltre la crisi*. Venezia, 7 aprile 2014.

RINALDI, A., 2015, I lavoratori che fanno rinascere le aziende in crisi, *Corriere imprese*, 27 aprile, p. 11.

RONCATO, V., 2012, *Le operazioni di Buy-out in Italia. Focus sul Workers buy-out come strumento per gestire la crisi*. Tesi di Laurea Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Amministrazione, Finanza e controllo, Università Cà Foscari.

SERMASI, J., 2012. *Imprese recuperate in Argentina: pratiche collettive di reazione alla disoccupazione* [Online]. Disponibile su: <http://www.uninomade.org/impreserecuperate-in-argentina/>. Data di accesso: [26/08/2015].

SCIUTO, M., 2013, *La crisi dell'impresa*. In: CIAN, M., a cura di, *Diritto commerciale*. Torino: Giappichelli

SALVADORI, A., 2014, Coopfond e le altre: quando la vita delle aziende ricomincia dai dipendenti. *Corriere della sera*, 38.

TOIA, P., 2013, *Modello cooperativo. Una soluzione per salvare le imprese dal fallimento*. Relazione alla Commissione europea per l'industria, la ricerca e l'energia, 12 giugno.

PRASSI

Circolare INPS nr. 67, 14 aprile 2011.

LEGISLAZIONE

LEGGE 27 febbraio 1985, n. 49.

LEGGE 23 dicembre 2014, n. 190, commi 20-22-23 e 24

D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, art. 11.

SITOGRAFIA

www.bancaetica.it

www.cfi.it

www.confcooperative.it

www.coopfond.it

www.empresasrecuperadas.org

www.inps.it

www.istat.it

www.legacoop.it