

## Osservatorio Partecipazione dei lavoratori

In collaborazione con il Centro Studi Internazionali e Comparati Marco Biagi

## All'interno

**Piani ESOP: natura giuridica e potenzialità dello strumento partecipativo**  
di Roberta Caragnano e Germana Caruso

pag. 2

**ESOP: un veicolo per garantire la successione nelle PMI**

di Jens Lowitzsch

pag. 9

**La via italiana all'ESOP**  
Working Paper Adapt n. 102/2009

di Andrea Borroni

pag. 17

Rassegna Stampa

pag. 21

**Approfondimenti e documentazione**

pag. 22

## Per saperne di più

Per maggiori approfondimenti si rinvia al sito di Adapt [www.adapt.it](http://www.adapt.it).

Alla sezione **Archivio storico** troverete la voce **Partecipazione**.

# L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore

a cura di Roberta Caragnano e Germana Caruso

«La partecipazione finanziaria dei dipendenti ai profitti delle aziende per le quali lavorano, come elemento aggiuntivo alla retribuzione mensile, non è altro che l'attuazione pratica dell'idea che la creazione di ricchezza in una azienda è il principale risultato del lavoro e del know-how dei suoi dipendenti. Al datore di lavoro offre, invece, la possibilità di aumentare armonizzare i propri interessi con quelli dei dipendenti, di legare parte del costo del lavoro al rendimento aziendale e se ben organizzata, di aumentare la motivazione». Così Jean-Claude Juncker, Presidente dell'Eurogruppo dei Ministeri dell'economia e della finanza della zona Euro, nella sua presentazione al *Rapporto Pepper IV* definisce il ruolo della partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle imprese.

Con questa esortazione intendiamo inaugurare l'Osservatorio sulla *Partecipazione dei lavoratori* che si prefigge l'ambizioso obiettivo di essere un terreno di confronto delle esperienze italiana, europea ed internazionale e una piattaforma su cui realizzare un'attività sistematica di monitoraggio delle *best practices*.

Il *Dossier* che si presenta affronta il

tema della partecipazione nelle piccole e medie imprese. Partecipazione che mediante il ricorso allo strumento dell'ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) può risolvere il problema della successione e pianificazione del *ricambio* generazionale nelle aziende familiari presenti in larga parte nel tessuto produttivo italiano e che si confronta, quotidianamente, con la questione della sopravvivenza delle imprese alla seconda o addirittura alla terza generazione in uno scenario quale quello delle sfide del terzo millennio e della globalizzazione dei mercati su scala mondiale.

Il passaggio del testimone rappresenta un elemento cruciale e strategico per l'azienda al punto da condizionarne fortemente lo sviluppo futuro soprattutto nelle realtà imprenditoriali di dimensioni medio-piccole fortemente incentrate sulla figura dell'imprenditore/fondatore. La sensibilità al problema è una priorità non solo italiana ma europea. La Commissione nel marzo 2006 ha emanato una comunicazione con cui affermava che con l'invecchiamento della popolazione europea 1/3 degli imprenditori della UE, in particolare modo nelle aziende a conduzione

familiare, si sarebbe ritirato nell'arco di dieci anni. Ciò preannunciava un significativo aumento di trasferimenti di attività e la riduzione di circa 690 mila piccole e medie imprese e 2,8 milioni di posti di lavoro ogni anno.

I piani di azionariato c.d. ESOP, che rappresentano modelli di buone pratiche negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e Irlanda, consentono ai dipendenti di diventare proprietari delle azioni della società in cui lavorano e possono rappresentare uno strumento in grado di arginare il fenomeno. Si pensi che solo negli USA – dai dati di uno studio di *Fortune* – ci sono circa 11 mila ESOP che

coinvolgono 10 milioni di lavoratori. La maggior parte dei piani sono sponsorizzati da aziende private: 3.500 detengono la maggioranza dell'azienda e circa 2 mila sono il 100% della proprietà.

Un quadro completo sugli ESOP come veicolo per garantire la successione nelle piccole e medie imprese è fornito da Jens Lowitzsch, Direttore assistente del Centro Inter-universitario della Libera Università di Berlino e tra gli Autori del *Rapporto Pepper IV*; sulla natura e potenzialità dello strumento e sulla fattibilità, dal punto di vista giuridico, di tali modelli nell'ordina-

mento giuridico italiano si soffermano rispettivamente il contributo di Roberta Caragnano e Germana Caruso e quello di Andrea Borroni.

La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese può rappresentare un valido strumento imprenditoriale per affrontare le sfide del futuro e salvaguardare i livelli occupazionali ma anche, come testimoniato da diverse esperienze a livello europeo e mondiale, contribuire a uno sviluppo più equilibrato dell'economia e della società.

*Michele Tiraboschi*

## ESOP: natura giuridica e potenzialità dello strumento partecipativo

*di Roberta Caragnano e Germana Caruso*

### **Posizione del problema e quadro di riferimento**

La partecipazione azionaria dei dipendenti è una realtà in via di espansione in grado di coniugare esigenze economiche, finanziarie e gestionali. Studi e ricerche comparate condotte sul tema restituiscono il quadro di un complessivo rilancio del fenomeno ma evidenziano, al contempo, l'estrema frammentarietà, tanto dal punto di vista delle funzioni economiche, quanto sotto il profilo delle fattispecie alle quali può essere ricondotto. Nel contesto europeo i regimi di partecipazione azionaria che vantano il maggior livello di diffusione privilegiano un utilizzo dell'azionariato in chiave individuale, ovve-

ro sono utilizzate quelle formule che prevedono la diretta attribuzione di azioni ai lavoratori *uti singuli*. Tuttavia Inghilterra e Irlanda, Paesi che presentano un elevato livello di implementazione di schemi partecipativi, attuano forme di azionariato collettivo attraverso piani azionari imperniati su figure giuridiche tipiche della tradizione di *common law*: i c.d. ESOP (*Employee Stock Ownership Plans*).

Tali schemi partecipativi hanno offerto interessanti spunti di riflessione nel dibattito, sulle forme di regolazione della partecipazione dei dipendenti, che attualmente anima il mondo politico-sindacale anche italiano. L'ESOP, infatti, oltre ad assolvere a funzioni tipiche dei modelli

che rientrano nella categoria generale della partecipazione azionaria, costituisce uno strumento preferenziale per la capitalizzazione e successione delle piccole medie imprese (PMI). Si tratta di un aspetto rilevante per il panorama economico italiano ed europeo, entrambi caratterizzati da un tessuto produttivo imperniato proprio sulla PMI. Anche alla luce delle aperture verso forme di gestione collettiva della partecipazione azionaria presenti nella progettualità legislativa in corso è opportuno riflettere sugli ESOP, destinati, con tutta probabilità, a superare i confini dei sistemi di matrice anglosassone radicandosi anche in altri ordinamenti come quello italiano (sull'operatività di tali strumenti nel-

l'ordinamento italiano si rinvia al contributo di A. Borroni, *Inquadramento giuridico dell'ESOP nell'ordinamento italiano*, in *DRI*, 2010, n. 1.).

Va precisato che la cornice legale entro la quale si attua un ESOP si riduce, solitamente, alla regolamentazione degli aspetti fiscali e delle condizioni normative essenziali. La determinazione delle modalità operative che meglio si adattano alle particolari esigenze dell'impresa è rimessa, pertanto, all'autonomia negoziale o, più di frequente, alla volontà degli organi societari. Questo spiega l'esistenza di modelli diversificati, ai quali si farà riferimento spiegandone la struttura e le funzioni principali.

### Struttura e caratteristiche degli ESOP

I primi modelli di ESOP nacquero e furono adottati negli Stati Uniti nell'ambito dell'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974 (ERISA) e, nonostante non fossero proposti né come parte né come strumento di un

nuovo piano di finanza aziendale, tuttavia i coniugi Kelso, riuscirono a farli operare come strumenti di finanza aziendale nell'ambito delle audizioni della Commissione. In effetti fu proposto che i piani di partecipazione agli utili differiti potessero investire sino al 100% dei propri fondi in azioni del capitale societario e potessero prendere fondi in prestito per comperarle. Questi nuovi piani definiti ESOP consentirono la creazione di una nuova tipologia di piani complementari in grado di consentire ai lavoratori di diventare possessori del capitale piuttosto che meri beneficiari dei fondi di partecipazione agli utili.

Di fatto quando il Congresso degli Stati Uniti introdusse tali modelli codificò a livello legislativo un fenomeno che, pure in assenza di una esplicita autorizzazione di legge, si era già diffuso spontaneamente. Prima di allora, l'implementazione degli ESOP era subordinata all'approvazione dell'*Internal Revenue Service* deputato a verificarne la compatibilità rispetto al quadro normativo e alla legislazione fisca-

le applicabile agli *Stock Bonus Planes* e ai piani di partecipazione agli utili, schemi di azionariato diffusi nell'economia statunitense già dal 1926. Il valore aggiunto dell'intervento del 1974 è stato l'aver autorizzato l'adozione di piani di azionariato collettivo finanziati con capitale di prestito, conosciuti come *Leveraged ESOP*.

Gli ESOP costituiscono di per sé uno strumento "neutro" che consente di trasferire ai lavoratori *stocks* azionari appartenenti all'impresa presso la quale sono costituiti. Dal punto di vista pratico sono schemi previdenziali integrativi nei quali la società promotrice (società ESOP o *Society Sponsor*) versa i contributi dei dipendenti (sotto forma di azioni della società di liquidità da utilizzare per l'acquisizione delle stesse) in una società fiduciaria denominata *trust*, appositamente costituita e avente una sua entità giuridica indipendente e distinta dalla società promotrice. Il *trust* infatti è deputato ad amministrare e gestire quote azionarie della stessa società promotrice, sia essa o meno quotata in

## Bollettino speciale Adapt

Per maggiori approfondimenti potete consultare i Bollettini speciali già pubblicati sul tema:

**Bollettino speciale n. 13/2009**

**Partecipazione dei lavoratori alle imprese: lo stato dell'arte in Italia**

a cura di Roberta Caragnano e Germana Caruso

**Bollettino speciale n. 12/2009**

**Partecipazione finanziaria in Europa**

a cura di Roberta Caragnano e Germana Caruso

**Bollettino speciale n. 1/2009**

**I quattordici anni di applicazione della direttiva CAE e la sua refusione**

a cura di Fabiana Alias

borsa, per nome e per conto dei dipendenti. La *Society Sponsor* versa all'ESOP contributi in titoli azionari o capitali, generalmente rapportati ai profitti, destinati all'acquisto di azioni della impresa medesima.

Le azioni possono essere emesse dalla società o acquistate utilizzando fondi forniti dalla società stessa, da un banca o da un altro soggetto finanziatore; in questo ultimo caso alla società spetta l'onere del servizio del debito contratto per l'acquisto delle azioni. La quota di partecipazione di ogni dipendente è determinata in base a criteri generalmente rapportati all'anzianità di servizio e/o al livello retributivo. Il dipendente azionista, una volta ottenuta la disponibilità del pacchetto azionario del suo conto ESOP al momento della cessazione del rapporto, è libero di vendere le sue azioni sul mercato al pari di qualsiasi azionista.

Benché gli ESOP siano abilitati ad effettuare investimenti diversificati, in virtù di uno specifico obbligo legale, sono tenuti ad investire "primarily" in azioni della società promotrice e, solo in via complementare, in altre azioni o titoli. Secondo l'interpretazione prevalente la disposizione, piuttosto generica, va intesa nel senso della necessità di investire in azioni della società almeno il 51% della disponibilità finanziaria del fondo. Sul punto è stato rilevato che l'ESOP si differenzia dai fondi pensione tradizionali e/o da altri schemi previdenziali integrativi per il fatto che operazioni di diversificazione del portafoglio sono limitate in quanto, le risorse finanziarie di

cui dispone, sono destinate in modo prioritario all'acquisto di azioni dell'impresa datrice di lavoro. D'altronde, la concentra-

## **Forme di azionariato collettivo per la capitalizzazione e successione delle PMI**

zione dell'investimento in azioni della società, risponde ad una finalità di base sottesa all'utilizzo di questo strumento partecipativo: realizzare una diretta responsabilizzazione dei dipendenti coinvolgendoli in una logica partecipata che lega le aspettative di benessere individuale al successo dell'impresa sul mercato.

Per quel che riguarda i requisiti che i dipendenti devono possedere per partecipare ai piani in questione si applica il principio di non discriminazione. Le aziende che decidono di instaurare ESOP non possono escludere categorie di lavoratori dal piano. I piani trovano applicazione nei confronti di tutti i dipendenti che abbiano compiuto il ventunesimo anno di età e abbiano lavorato per l'azienda per mille ore nel corso di un anno. Nonostante tali previsioni l'ESOP, in qualche caso, è stato utilizzato per fini indirettamente discriminatori coinvolgendo soltanto i dipendenti non iscritti al sindacato o gli stabilimenti in cui mancava una rappresentanza sindacale dei lavoratori.

Per quel che riguarda gli aspetti strutturali tipici dei piani è previsto che le azioni siano allocate, proporzionalmente ai livelli di salario, nei conti individuali dei dipendenti. Inoltre le stesse azioni hanno diritto di voto ed è la società *trust* ad esercitare i relativi diritti nell'interesse dei dipendenti. Solo per alcune decisioni

fondamentali, ad esempio in caso di liquidazione della società ESOP, il diritto di voto spetta direttamente ai dipendenti. Ogni anno ciascun dipendente riceve dal *trust* una dichiarazione (ESOP *Statement*) indicante il numero, il valore e il livello acquisito delle azioni (c.d. *vested*) presenti nel conto. All'aumentare dell'anzianità di servizio nell'impresa aumentano anche i diritti dei lavoratori sulle azioni presenti nel conto ESOP con la procedura c.d. *vesting process*. Dopo 5 anni di servizio o nell'arco temporale compreso tra i 5 e i 7 anni, ai dipendenti, deve essere riconosciuto il pieno diritto sulle azioni (100% *vested*). Quando i lavoratori raggiungono il cinquantacinquesimo anno di età e possiedono 10 anni di partecipazione al piano, la società deve offrire loro l'opzione di diversificare il 25% del conto investimenti alternativi e corrispondere l'equivalente in liquidità. Dopo 15 anni di partecipazione al piano e al raggiungimento del sessantesimo anno di età, i dipendenti possono ricevere in denaro o diversificare un ulteriore 25% del conto. Nel caso in cui i lavoratori abbandonino in anticipo il piano, ad esempio perché si dimettono dalla società ESOP, la distribuzione delle azioni deve avvenire non oltre il sesto anno successivo alla data di interruzione del rapporto di lavoro.

## **Tassonomia delle forme di ESOP**

Un importante variante dello schema di tipo ESOP è rappresentata dal *Tax Reform Act Stock Ownership Plans* (TRASOP). Si tratta di piani che consentono la

distribuzione di una certa percentuale di azioni di grandi società e che sono finanziati pariteticamente dai dipendenti e dalla società datrice di lavoro, per i quali vige il divieto di ricorrere a capitale di credito. La legislazione prevede che l'amministrazione finanziaria riconosca all'impresa un credito d'imposta rapportato al valore delle somme erogate a favore dell'ESOP; somme successivamente impiegate per acquistare azioni della società datrice di lavoro da trasferite ai dipendenti. Si tratta di una forma di fiscalizzazione dell'azionariato che consente alle imprese una riduzione significativa del costo del lavoro.

Un modello più sofisticato è quello del *Leveraged ESOP*. Secondo questo schema il *trust* contrae preliminarmente un prestito presso un istituto bancario o altro intermediario finanziario. La liquidità ottenuta viene impiegata per acquistare azioni, di nuova emissione o già in circolazione, della società *sponsor*, che si fa garante del prestito versando periodicamente al *trust* i fondi per l'estinzione del debito. Compiuto il rimborso le azioni, inizialmente trattenute presso una riserva, il c.d. "conto sospeso", vengono gratuitamente assegnate ai dipendenti allocandole in conti individuali. Anche in questo caso, la diffusione crescente di *Leveraged ESOP*, si è avuta sotto la spinta propulsiva di una legislazione fiscale particolarmente favorevole, implementata, rispetto a quella originaria prevista nell'ERISA, con il *Tax Reform Act* del 1984. In seguito a questo intervento legislativo nella *section 404* dell'*Internal Revenue Code* sono stati introdotti incentivi fiscali chiave come la deducibilità

degli interessi e del capitale di debito. In particolare, i contributi della società destinati al pagamento degli interessi passivi sono integralmente deducibili dal reddito di impresa imponibile, mentre, quelli finalizzati al pagamento delle quote di capitale del mutuo contratto, sono deducibili per un ammontare pari al 25% della retribuzione lorda annua dei dipendenti che partecipano al piano.

Il Congresso degli Stati Uniti nel 1974 decise di regolamentare questa particolare tipologia di ESOP, individuando la sua potenzialità nel fatto che l'indebitamento del piano avrebbe permesso ai lavoratori di acquisire una più ampia partecipazione azionaria nella società datrice di lavoro, rispetto a quanto essi, altrimenti, avrebbero potuto procurarsi acquistando azioni anno per anno. Nella realtà fattuale questo modello partecipativo ha occupato un ruolo di primo piano nell'economia d'oltreoceano, come strumento preferenziale per operazioni di *buy-out*, operate da dipendenti o manager. Il *Leveraged ESOP*, attraverso il ricorso al credito, consente agevolmente il passaggio di proprietà del pacchetto azionario di controllo delle aziende in stato di crisi: in questi casi i dipendenti, per salvaguardare i livelli occupazionali, assumono il rischio economico della prosecuzione dell'attività. Alla luce di una legislazione fiscale particolarmente vantaggiosa, nel periodo della depressione Reagan, un certo numero di imprese in fallimento o in procinto di estinguersi, sono state rilevate

in alternativa alla chiusura degli stabilimenti, mediante questa tecnica giuridico-finanziaria, tentando di associare ai vantaggi fiscali degli ESOP i caratteri democratici e partecipativi delle cooperative.

Il sistema del *Leveraged ESOP* si è diffuso anche nei Paesi dell'Est europeo come modalità attuativa dei processi di privatizzazione che hanno caratterizzato la fase di transizione all'economia di mercato. In questi casi l'ESOP funge da mezzo di stabilizzazione della base azionaria, con una evidente finalità equilibratrice rispetto all'impatto redistributivo proprio dell'immissione di ingenti quote azionarie sul mercato.

### **Finalità degli ESOP e contenimento del costo del lavoro**

L'ESOP nella maggior parte dei casi risponde a finalità diverse da quelle, strettamente partecipative, che nel 1974 avevano determinato il Congresso degli Stati Uniti ad approvare il progetto di legge. In quella circostanza, le motivazioni espresse a sostegno dell'iniziativa legislativa e riportate negli atti parlamentari, si riferivano ad un disegno complessivo che vedeva l'accesso alla proprietà dell'impresa finalizzato al conseguimento di una più intensa cooperazione fra capitale e lavoro.

A questo originario disegno, rispondono oggi soltanto alcuni dei *Leveraged ESOP* realizzati per assicurare la sopravvivenza di imprese in stato di crisi. È stato già sottolineato che l'impiego

**Piani ESOP: schemi previdenziali integrativi per consentire ai lavoratori di diventare possessori del capitale dell'azienda**

delle tecniche di *leverage* mette a disposizione dei lavoratori strumenti finanziari idonei a rendere possibile l'acquisto della titolarità del pacchetto di maggioranza dell'impresa datrice di lavoro. Effettuato il *buy-out* i lavoratori azionisti assumono la sostanziale titolarità dell'impresa. Tuttavia, soltanto in alcuni casi, l'ESOP ha funzionato come uno strumento di democratizzazione interna trasferendo poteri di controllo effettivi ai lavoratori attraverso la configurazione del c.d. "ESOP democratico". La principale caratteristica di questo modello partecipativo è data dall'assenza della discrezionalità dei *trustees* nell'esercizio dei diritti di voto sulle azioni detenute dall'ESOP. Il voto, infatti, viene pilotato dai dipendenti azionisti tramite una preliminare votazione interna il cui esito fornisce ai *trustees* precise direttive. In questo modo si realizza un concreto coinvolgimento dei dipendenti nell'ambito del *decision-making*. La mancanza di una diretta correlazione tra implementazione di modalità collettive di gestione della proprietà azionaria e prospettive di partecipazione dei dipendenti alle scelte strategiche d'impresa trova la sua conferma, ad esempio, nell'ordinamento inglese. La scelta di dare ampio spazio alla dimensione collettiva dell'azionariato ha risposto a logiche attinenti alla dimensione fiscale e societaria restando del tutto estranea alla volontà del legislatore inglese la regolamentazione del coinvolgimento dei dipendenti nella gestione dell'impresa. Questo aspetto viene rimesso, pertanto, alla volontà

**All'aumentare dell'anzianità di servizio aumentano anche i diritti sulle azioni presenti nel conto ESOP**

delle parti. In qualche caso le organizzazioni sindacali sono riuscite a stipulare accordi di azionariato collettivo in grado di incidere sulla composizione degli organismi di governo delle società. Un esempio è dato dalla *Brighton Transport*, società in cui, in seguito al processo di privatizzazione completato nel 1993, il Consiglio di amministrazione è stato composto esclusivamente da lavoratori azionisti.

Un ammorbidimento rispetto all'approccio tradizionale del legislatore inglese, ispirato ad una netta separazione tra proprietà e controllo, è rinvenibile nelle previsioni contenute nell'*Employee Share Schemes Act* del 2002 che conferisce agli imprenditori la possibilità di inserire rappresentanti dei dipendenti nel Consiglio di amministrazione del *trust*. Tale previsione, tuttavia, non sembra aver avuto grande seguito. Pertanto, anche nel paese europeo che vanta la maggiore diffusione di forme di azionariato collettivo, le esperienze concrete si caratterizzano in ragione della predominanza del profilo finanziario.

Non a caso, l'interesse nei confronti degli ESOP mutuati dal sistema statunitense nel 1987, ha visto la sua concreta manifestazione soltanto in seguito all'adozione del *Finance Act* del 1994 quando, alla disciplina legislativa dei piani di azionariato, si è affiancata la previsione di consistenti benefici fiscali. Va precisato che tali benefici operano solo per quei piani, i c.d. *Statutory ESOP*, che trovano una compiuta regolamentazione *ex lege*. In tale

ipotesi il piano gode di una doppia deducibilità fiscale: la detassazione è prevista non solo per i fondi stanziati dall'impresa per la costituzione del piano ma anche per le somme ricavate dalla vendita di azioni al *trust*, anche se considerate come plusvalenze azionarie. Invece, nel caso dei c.d. *Case Law ESOP*, le regole di funzionamento del piano vengono negoziate con gli ispettori delle imposte. In tale ipotesi l'opportunità di flessibilizzare i piani modellandoli sulle esigenze dell'azienda che vi ricorre si paga con il godimento di una legislazione fiscale meno favorevole che prevede la detassazione dei soli versamenti effettuati per la costituzione del piano azionario. E proprio l'aspetto dei benefici fiscali, introdotti oltre che nell'*ERISA*, anche in una serie di leggi che prevedono agevolazioni per tutti i piani approvati dall'*Internal Revenue Service*, ha favorito anche negli Stati Uniti lo sviluppo di ESOP. Il ricorso all'ESOP è una scelta vantaggiosa sia la società promotrice, in quanto l'ammontare della contribuzione azionaria versata in favore del fondo è deducibile fiscalmente, sia per il dipendente azionista, poiché i titoli depositati sono esenti da tassazione fino al momento in cui ne entra in possesso. Vi è di più. Il valore delle azioni rilevante ai fini fiscali, è quello che è stato loro attribuito al momento dell'acquisto da parte del fondo. Peraltro, nel caso in cui la *Society Sponsor* non sia quotata in borsa, il dipendente può rivendere il pacchetto azionario in suo possesso alla società stessa, tenuta a pagare il prezzo stabilito dalla relazione di stima redatta annualmente da un perito indipendente.

Va precisato che il controllo del piano esercitato dall'amministrazione finanziaria, il cui esito risulta determinante per godere dei benefici fiscali, si incentra sulle condizioni dell'offerta e sui tempi della sua conclusione, tralasciando questioni connesse al significato economico dell'operazione.

Inoltre l'adozione di tali piani garantisce incentivi fiscali anche ai proprietari di società private, le cui azioni non sono pubblicamente negoziabili, per i quali è prevista la totale detassazione dei ricavi delle vendite ad un ESOP. Questo genere di operazione, soprattutto negli anni Novanta, ha interessato diverse imprese statunitensi di piccole dimensioni in cui si poneva il problema della successione aziendale. L'interesse di un acquirente esterno è spesso circoscritto alla mera cognizione dei metodi produttivi, pertanto, la vendita dell'azienda alla concorrenza può risolversi nella chiusura degli impianti o in un trasferimento degli stessi presso altro luoghi. La sopravvivenza degli stabilimenti e la salvaguardia dei livelli occupazionali possono essere garantite attraverso il ricorso all'ESOP che si configura, in questo caso, come una forma fiscalmente privilegiata per realizzare il passaggio di proprietà di un'azienda nelle mani dei dipendenti. La limitata letteratura empirica sul tema ha rilevato, peraltro, che le attività acquisite dai lavoratori hanno mantenuto lo stesso livello di redditività del periodo antecedente all'effettuazione della vendita.

Altra finalità degli ESOP è il

### **ESOP tra contenimento del costo del lavoro e mezzo di difesa contro i tentativi di scalate ostili**

contenimento del costo del lavoro; soluzione adottata frequentemente per reagire a situazioni di crisi di mercato. In questi casi i lavoratori accettano una sostanziale diminuzione della retribuzione o rinunciano ad incrementi salariali a fronte di una partecipazione al capitale d'impresa.

Non a caso, una notevole diffusione di ESOP, si è avuta nell'ambito del periodo della c.d. *concession bargaining* che ha caratterizzato le relazioni industriali nordamericane tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta, in concomitanza con la concessione di tagli sostanziali dei salari e delle indennità addizionali. In questi casi le società hanno realizzato aumenti di capitale sociale finanziati da "sacrifici retributivi" dei dipendenti. Questo utilizzo dell'ESOP è particolarmente diffuso nel settore del trasporto aereo dove l'alto livello salariale dei piloti ha favorito l'acquisto di consistenti pacchetti azionari realizzando una significativa riduzione del costo del lavoro attraverso la contrazione di elementi salariali fissi. Emblematico, in tal senso, è il caso della *Eastern Airlines*, compagnia aerea i cui dipendenti hanno accettato una riduzione salariale del 22% in cambio di uno *stock* azionario acquistato attraverso un ESOP, pari a un quarto del capitale sociale.

In altri casi, l'ESOP si è configurato come un mezzo di difesa azionabile contro tentativi di scalate ostili (c.d. *hostil takeovers*) della *Society Sponsor*. In particolare, nelle società commerciali che non hanno un azionista di

maggioranza, si è rivelato uno strumento utile per ottenere un più saldo controllo della società dal momento che, allocando le azioni presso un polo stabile di azionisti, i dipendenti, si evita il rischio che queste siano oggetto di speculazione da parte di gruppi esterni. Va precisato che, in questi casi, la scelta di ricorrere all'ESOP risponde ad una logica strettamente finanziaria dell'impresa piuttosto che ad una volontà di estensione della proprietà e del controllo ai lavoratori. Spesso, una volta evitata l'acquisizione del pacchetto di maggioranza da parte di soggetti esterni, si sono verificate operazioni di ulteriore cessione del pacchetto azionario, a conferma del disinteresse a mantenere nel tempo la proprietà dei lavoratori. Dunque, anche in presenza di quote elevate di capitale sociale di proprietà dei lavoratori, non si realizza alcun tipo di coinvolgimento di quest'ultimi nelle strutture di *decision-making*.

In tale ipotesi, classificate dalla dottrina statunitense come casi di "proprietà convenzionale dei lavoratori", l'ESOP funziona come un piano di risparmio per i dipendenti piuttosto che come uno strumento di democratizzazione interna, rispondendo, di contro, alla volontà del *management* di acquisire un più saldo controllo dell'impresa. Infatti i *trustees*, titolari del diritto di voto, sono generalmente nominati dal management della società che istituisce l'ESOP il cui statuto, in base alle disposizioni contenute nel par. 409 (e) dell'*Internal Revenue Code*, può stabilire che i diritti di voto "passino" ai lavoratori beneficiari solo su materie di particolare importanza riguardanti la vita della società, restan-

do escluso il voto di quest'ultimi per il Consiglio di amministrazione e per la maggior parte delle *proxi contests*.

## Conclusioni

Le esperienze realizzate negli Stati Uniti e importate negli ordinamenti di *common law* europei, suggeriscono due considerazioni conclusive (per un confronto in chiave comparata sugli ESOP si rinvia al contributo di J. Lowitzsch, *La Relazione Pepper IV e gli Employee Stock Ownership Plans (ESOP). Recenti iniziative europee per la partecipazione finanziaria nell'UE a 27*, in *DRI*, 2010, n. 1, sezione *Ricerca*). È una prassi che la partecipazione azionaria nella forma degli ESOP si sia sviluppata nella realtà fattuale più come una via preferenziale di finanziamento delle imprese che come uno strumento di partecipazione collettiva alle strutture di *decision making*. A tal riguardo si è osservato come, in molti casi, malgrado i lavoratori detengano quote consistenti di capitale sociale, non vengano predisposte strutture e procedure finalizzate ad una gestione collettiva dell'impresa. L'unica eccezione in tal senso è costituita dal c.d. "ESOP democratico", modello istituito in occasione di operazioni di *buy-out* totale di imprese in stato di crisi. La netta prevalenza del profilo finanziario rispetto a prospettive di democratizzazione dell'impresa è confermata dal fatto che l'incentivazione fiscale ha sempre rivestito un ruolo chiave per l'affermazione e il consolidamento delle diverse tipologie di ESOP.

## Prospettive di democratizzazione dell'impresa e "proprietà convenzionale dei lavoratori"

Di contro, in Giappone, si è registrata una rapida diffusione di piani di azionariato collettivo pure in assenza di una adeguata legislazione di sostegno. Le imprese non godono di alcuno sgravio fiscale per la costituzione di piani azionari mentre i dipendenti che vi partecipano usufruiscono di incentivi modesti, per lo più sotto forma di sconto sul valore delle azioni. Nonostante ciò, mentre alla fine degli anni Sessanta la forza lavoro coinvolta in un ESOP era pari al 6% del totale, negli anni Ottanta, il 60% delle imprese disponeva di un piano di azionariato dei dipendenti e il 40% dei lavoratori di queste imprese vi aderiva. In secondo luogo va rilevato che la cornice legale entro la quale si sviluppano i piani azionari consiste, solitamente, in una regolazione minimale delle condizioni di offerta dei suddetti piani. La definizione di una disciplina più dettagliata, pertanto, è rimessa alla contrattazione collettiva o, più frequentemente, ai competenti organi societari. Proprio la possibilità di flessibilizzare i piani di azionariato, determinando forme e modalità operative che più si adattano alle esigenze aziendali, rende questi strumenti partecipativi particolarmente interessanti.

## Breve nota bibliografica ragionata

Sulla natura e finalità degli ESOP si leggano A. Alaimo, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998,

A.V. Izar (a cura di), *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, 5, L. Guaglianone, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, 123, e gli studi di L.O. Kelso, P. Hetter-Kelso, *Democracy and Economic Power: Extending the ESOP Revolution through Binary Economics*, University Press of America, Lanham, Maryland, 1991, L.O. Kelso, M.J. Adler, *The Capitalist Manifesto*, Random House, New York, 1958. Per un quadro generale sugli ESOP americani che rappresentano un esempio di modello avanzato si veda D. Ackermann, *How to cash out tax free. Yet Keep your Business Owners and thier advision*, Documento di lavoro, National center for employee ownership, San Francisco, California, 2002. In generale sull'adozione di tali strumenti di partecipazione si leggano C. Bachman, K. Butcher, *ESOP financing*, Conference paper, Annual National Center for Employee Ownership Conference, San Francisco, 2002, A. Ben-Ner, J.C. Derek, *Employee Participation, Ownership and Productivity: A Theoretical Framework*, in *Industrial Relations*, 1995, vol. 34, n. 4, 532-554, K. Bradley, S. Estrin, S. Taylor, *Employee Ownership and Company performance*, in *Industrial Relations*, 1990, vol. 29, n. 3, 385, A.A. Buchko, *Employee Ownership, Attitudes and Turnover: An Empirical Assessment*, in *Human Relations*, 1992, vol. 101, 711, S. Chang, *Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: an Empirical Investigation*, in *Financial Management*, Spring 1990, 48-58.



Sugli ESOP come modello di partecipazione più avanzato e sulla fattibilità degli stessi nelle piccole e medie imprese si veda ampiamente J. Lowitzsch, *Financial participation for a new social europe. A building block approach*, Cesos-Luiss Business School, Roma, 2009.

Per una panoramica sugli effetti economici positivi derivanti dal ricorso a tali strumenti si vedano gli scritti di A. Hyde, *Proprietà, contratto e strategie nella protezione dei lavoratori contro i rischi*, in *GDLRI*, 1995, 390 ss., J.R. Blasi, D.L. Kruse, A. Bernstein, *In the Company of Owners*, Basic Books, New York, 2003.

**Roberta Caragnano**

Scuola internazionale di Dottorato  
in Diritto delle relazioni di lavoro  
Adapt – Fondazione Marco Biagi  
Università degli Studi  
di Modena e Reggio Emilia

**Germana Caruso**

Collaboratrice Adapt – Centro Studi  
Marco Biagi  
Università degli Studi  
di Modena e Reggio Emilia

# ESOP: un veicolo per garantire la successione nelle PMI

di Jens Lowitzsch

## Premessa

Negli Stati Uniti la forma più diffusa di partecipazione azionaria dei lavoratori sono i piani di azionariato dei dipendenti i c.d. ESOP (*Employee Stock Ownership Plans*). Nel 2007 vi erano circa 11 mila ESOP che coinvolgevano approssimativamente 10 milioni di lavoratori. La maggior parte di questi piani sono per lo più sponsorizzati da aziende private; di queste 3.500 sono detenute in maggioranza dall'ESOP, mentre, circa 2 mila, sono al 100% di proprietà dell'ESOP. In origine utilizzato come veicolo per la successione nelle PMI, il sistema ESOP è diventato ormai parte del tessuto sociale ed economico dell'America imprenditoriale. Oggi, oltre la metà delle 500 aziende elencate da *Fortune* hanno un ESOP e più del 40% delle 100 aziende private con la crescita più rapida, elencate nella rivista *Inc.*, sponsorizzano gli ESOP. Tali strumenti finanziari, implementati anche in Giappone ma ancora poco conosciuti in Europa – ad eccezione dell'Irlanda, del Regno Unito e dell'Ungheria – tra gli altri vantaggi, forniscono accesso al capitale di credito e tendono a migliorare l'impegno imprenditoriale sia dei datori di lavoro che dei lavoratori. Un ESOP normalmente implica la creazione, finanziata in genere attraverso un prestito bancario, di un fondo fiduciario (trust) che acquista le azioni dell'azienda e le assegna periodicamente

nel conto ESOP dei partecipanti al piano. Il prestito può essere rimborsato con prelievi effettuati sugli utili aziendali, sui dividendi pagati sul capitale detenuto dall'ESOP o (in rari casi) con le riduzioni degli stipendi dei dipendenti.

Un'operazione di *buy-out* totale o parziale da parte di un ESOP, costituisce il veicolo ideale per facilitare il trasferimento di proprietà e gestione nelle aziende non quotate. Le importanti iniziative politiche in atto sia a livello europeo che a livello nazionale, determinano oggi, in Italia, condizioni particolarmente favorevoli per lo sviluppo della partecipazione finanziaria dei lavoratori e quindi anche per gli ESOP.

## Introduzione

Con l'adozione di nuove forme di finanza aziendale, si assisterà ad una diminuzione dei trasferimenti in seno alle famiglie e ad un rispettivo aumento di vendite a compratori esterni. L'entrata di investitori esteri in mercati che generalmente erano nazionali amplierà la gamma di potenziali compratori di piccole e medie imprese. Una Comunicazione della Commissione del 14 marzo 2006 (*Implementing the Lisbon Community Programme for Growth and Jobs, on the Transfer of Businesses – Continuity through a new beginning*, COM (2006) 117 def.) asseriva che, con l'invecchiamento della popo-

## Dossier Adapt

Per maggiori approfondimenti potete consultare i Dossier già pubblicati sul tema:

**Dossier n. 17/2009**

**Partecipazione: passato, presente, futuro. Le ragioni di una regolamentazione**

a cura di Fabiana Alias e Roberta Caragnano

**Dossier n. 14/2009**

**Partecipazione finanziaria in Francia tra vecchi incentivi e nuovi divieti**

a cura di Roberta Caragnano e Alberto Russo

lazione europea, «un terzo degli imprenditori della Ue, in particolare le aziende a conduzione familiare, si sarebbero ritirate nell'arco di dieci anni». Ciò preannuncia un consistente aumento di trasferimenti di attività che potrebbe colpire circa 690 mila piccole e medie imprese e comportare una riduzione di 2,8 milioni di posti di lavoro ogni anno.

Tuttavia, queste imprese rappresentano la spina dorsale delle economie, delle culture e delle tradizioni nazionali europee. La loro vendita a fondi di *Private Equity* e investitori strategici colpirà non solo la vita lavorativa di molti europei, ma anche il loro benessere materiale e la qualità delle rispettive comunità (il volume di tali transazioni in Europa è aumentato durante gli ultimi anni, passando da 126 miliardi di euro nel 2005 a un nuovo picco di 178 miliardi di euro nel 2007). Molto probabilmente questo processo metterà in pericolo la struttura regionale di successo delle attività economiche europee (a gestione familiare) e colpirà profondamente la Comunità europea stessa, i suoi valori, la sua visione e la sua efficacia.

Sulla base di tali ragioni la Commissione e il Parlamento europeo hanno lanciato una nuova iniziativa contenuta nel parere sulla comunicazione della Commissione «relativa al quadro per la promozione della partecipazione finanziaria» (COM (2002) 364 def.) del Comitato economico e sociale europeo del 26 febbraio 2003 (SOC/115, CESE 284/2003). Il Parlamento europe-

### **Strumenti finanziari per garantire trasferimenti di proprietà e finanziarie piani di successione nelle PMI**

o ha richiesto alla Commissione di produrre degli studi basati sulle questioni sollevate dalla Risoluzione del 5 giugno 2003 (P5-TA (2003) 0253), incluso uno studio sulla messa a punto di un Ente di monitoraggio europeo. Nel 2006, nella premessa alla terza relazione Pepper, il vice presidente della

Commissione Gunther Verheugen postulava un legame più forte tra stipendio e *performance* come uno dei possibili modi per riformare i mercati del lavoro. Inoltre, nel settembre 2007 Christine Lagarde, ministro dell'Economia, delle Finanze e del Lavoro francese, annunciava che in occasione dell'imminente presidenza dell'Unione europea, intervenuta nel Luglio 2008, la Francia avrebbe desiderato lanciare un modello europeo di partecipazione finanziaria supportato dai Paesi membri. Attualmente il Comitato economico e sociale europeo sta valutando la possibilità di elaborare un parere in materia.

Il libro *La Partecipazione Finanziaria per una Nuova Europa Sociale*, presentato al Parlamento europeo nel 2008, introduce una politica ed una proposta per un concetto europeo di azionariato dei lavoratori e di partecipazione agli utili, con un ampio sistema di incentivi composto da diverse alternative flessibili che corrispondano alle varie soluzioni già esistenti nei sistemi nazionali. L'obiettivo è quello di creare un modello generale che possa essere utilizzato in tutta l'Unione europea, risultante dalle buone prassi, dalle tradizioni e dalle legislazioni nazionali. Nel 2009

la quarta relazione Pepper ha presentato dati consistenti i quali, al di là delle loro fonti, confermano che negli ultimi dieci anni vi è stato uno sviluppo significativo della partecipazione finanziaria dei lavoratori in Europa. Questa affermazione vale sia per la partecipazione agli utili sia per l'azionariato dei lavoratori, anche se il primo strumento è molto più diffuso del secondo. In tutta Europa la percentuale di aziende che offrono i vari regimi PEP-PER è in crescita. Tra il 1999 ed il 2005 i piani di azionariato offerti a tutti i dipendenti sono passati dal 13% al 18%, i regimi di partecipazione agli utili dal 29% al 35% (entrambe, medie nazionali ponderate). Tuttavia, nonostante si sia registrata questa dinamica positiva, sembra che la partecipazione finanziaria sia stata estesa a una proporzione significativa della popolazione attiva dei lavoratori soltanto in pochi paesi.

### **Il Piano di azionariato dei lavoratori (ESOP)**

Il concetto dell'ESOP, qui presentato, fa parte di un concetto europeo sovranazionale, che, articolato su uno schema adattabile, può fornire una soluzione appropriata da applicare in tutta l'Unione europea, comprensiva di buone prassi legislative e applicazioni nazionali. Parliamo di un singolo programma, il c.d. *Building Block Approach*, basato su moduli reciprocamente complementari.

Questi moduli sono costituiti da tre elementi base:

- partecipazione agli utili (forme di ripartizione degli utili basati su forme di remunerazione in

denaro, forme di ripartizione differita e basata sulla distribuzione delle azioni);

- partecipazione azionaria individuale (diritto d'opzione e azioni);
- piani di partecipazione azionaria (ESOP), sotto forma di regimi collettivi.

Mentre i regimi di partecipazione agli utili, il diritto d'opzione e l'azionariato dei dipendenti sono relativamente diffusi nell'Unione europea, gli ESOP sono prevalentemente utilizzati nei Paesi di tradizione anglo-americana, es. il Regno Unito e l'Irlanda, ma anche in Ungheria o Croazia. Nati negli Stati Uniti come tecnica di *corporate finance*, gli ESOP, attraverso l'utilizzo di fondi presi in prestito in base all'indebitamento, hanno la capacità di creare un sostanziale azionariato dei dipendenti e possono essere utilizzati per finanziare i piani di successione aziendale, una caratteristica molto importante specialmente per le PMI europee (una delle aree chiave definite nel rapporto finale del progetto MAP 2002, *Transfer of Businesses – Continuity Through a New Beginning*, 2003). Inoltre l'esperienza americana che vede l'istituzionalizzazione di tecniche per ampliare la partecipazione azionaria in tutti i 50 Stati, fornisce un modello per lo sviluppo di un quadro trans-giurisdizionale. Nella Comunicazione, la Commissione cita questa esperienza sottolineando come «la partecipazione finanziaria possa avere importanti ripercussioni sulla crescita economica, sull'accelerazione dei cambiamenti industriali e sulla garanzia che tutti i lavoratori beneficino di questa prosperità in costante aumento». Mentre la partecipazione azionaria generalmente implica rischi

aggiuntivi per i lavoratori, l'ESOP evita tali complicazioni. Sebbene i lavoratori, come in altri regimi di partecipazione, siano incoraggiati a destinare parte del reddito in azioni dell'azienda per la quale lavorano piuttosto che in azioni di altre aziende, con un rischio concentrato piuttosto che diversificato, l'ESOP presenta una differenza fondamentale: il debito è finanziato con contributi adeguati e puntuali versati dall'azienda all'ESOP. Questo sistema fornisce un beneficio aggiuntivo alla retribuzione di base. I salari dei lavoratori non vengono toccati. Come strumento innovativo ma ancora poco conosciuto in Europa l'ESOP sarà analizzato in seguito soprattutto per quanto riguarda la questione della successione nelle PMI.

#### *Gli ESOP e la partecipazione agli utili su base azionaria*

Le tipologie di partecipazione agli utili, basate sulla distribuzione delle azioni (*Share-based Profit Sharing*), sono forme di ripartizione degli utili differiti (*Deferred Profit Sharing*), dove la ripartizione degli stessi viene pagata con azioni dell'azienda che vengono generalmente congelate in un fondo per un certo periodo di tempo e solo successivamente i lavoratori possono disporne. In egual modo, gli ESOP vengono istituiti dall'azienda (di regola non quotata) la quale contribuisce al piano con azioni o con denaro, che utilizza il piano successivamente per acquistare delle azioni, o concede in prestito il denaro al piano per comprare azioni nuove o già esistenti.

I regimi possono essere combinati ed il risultato è la seguente

struttura fondamentale:

- l'azienda istituisce un fondo fiduciario (*Employee Share Ownership Trust*) in favore dei propri dipendenti (in Europa continentale viene utilizzata una società a capitale, un'associazione o una fondazione; nei Paesi anglosassoni invece di regola un *trust*);
- il fondo, generalmente, viene finanziato da una combinazione di contributi e prestiti aziendali che spesso fanno parte dell'accordo di partecipazione agli utili con i lavoratori (per l'Italia vedi art. 2349 c.c.). Il fondo può prendere in prestito denaro direttamente da una banca o dall'azienda, che a sua volta può chiedere un prestito alla banca o ad altri finanziatori (*Leveraged ESOP*; in Italia la disciplina è regolata dall'art. 2358, comma 3, c.c.). Le azioni vengono acquistate direttamente dagli azionisti esistenti o attraverso l'emissione di nuove azioni (per l'Italia si veda l'art. 2441 c.c.). Il prestito fiduciario viene normalmente garantito dall'azienda, ma in alcuni casi non si fa ricorso a quest'ultima;
- le azioni sono detenute collettivamente nel fondo e assegnate o distribuite solo ai conti titoli dei lavoratori, dopo un determinato periodo di conservazione (*holding period*). La durata di questo periodo può essere determinata dal gestore del fondo, dettata dalla necessità di ripagare il prestito prima della distribuzione delle azioni, o da ragioni di tipo fiscale. Prima di un determinato periodo, infatti, la distribuzione delle azioni è esente dall'imposta sul reddito. Nella maggior parte dei casi si tratta di una combinazione delle tre possibilità;
- quando si utilizza un regime di partecipazione agli utili su base

azionaria per distribuire azioni, le stesse vengono generalmente trasferite dal fondo (*trust*) al regime di partecipazione senza che questo debba pagarle. In altre ipotesi l'azienda può effettuare un pagamento in favore del regime per permettergli di acquistare

le azioni dal fondo. In entrambi i casi le azioni verranno assegnate come diritto ai singoli lavoratori solo dopo essere state trasferite al regime di partecipazione agli utili;

- il prestito può essere ripagato al fondo tramite contributi diretti

versati dall'azienda, denaro ricavato dalla vendita delle azioni al regime di partecipazione agli utili basato sulle azioni, o tramite i dividendi sulle azioni mantenute nel fondo.



### Caratteristiche specifiche degli ESOP

Al contrario di un piano pensionistico, che per regola deve essere diversificato, l'ESOP è stato concepito proprio per tenere i titoli del datore di lavoro. L'ESOP può essere utilizzato da un'azienda che non ha le azioni quotate in borsa per creare un mercato interno per i propri dipendenti, per comprare e vendere le azioni dell'azienda. Ciò può essere fatto se il piano distribuisce le azioni ai lavoratori e crea,

allo stesso tempo, un mercato nel quale i lavoratori possono vendere le loro azioni e comprarne altre. Generalmente viene utilizzato il sistema della partecipazione semestrale all'asta. L'ESOP può fornire liquidità a questo mercato interno se è anche compratore di azioni del mercato stesso. Le azioni comprate dall'ESOP verranno poi distribuite successivamente ai lavoratori. La creazione di un mercato per le azioni di un'azienda, che altrimenti sarebbe senza liquidità, rende questo tipo di piano uno strumento fi-

nanziario vantaggioso sia per i lavoratori che per l'azienda. In questo contesto una caratteristica molto importante dell'ESOP è che questo può indebitarsi sottoscrivendo un prestito esterno per acquistare azioni dell'azienda. Tale potenziale indebitamento è molto importante poiché può favorire grandi transazioni per l'azienda e i suoi azionisti creando allo stesso tempo una quota considerevole di capitale nei conti dei lavoratori. Il debito ESOP viene finanziato da contributi puntuali dell'azienda

al fondo ESOP. Ovviamente qualsiasi dividendo guadagnato dalle azioni può contribuire a ripagare il prestito, ma questo è un elemento complementare. Se il rapporto Prestito/ESOP (P/E) è 5 e il tasso d'interesse è inferiore al 5%, un piano di ammortamento del prestito principale standard di 7 anni richiederebbe  $P/7 + P \times .05$  o almeno un dividendo del 20% nel primo anno per ripagare il prestito. Come nel caso di qualsiasi altro prestito aziendale, i prestiti ESOP, devono essere rimborsati al di là del fatto che i dividendi dei titoli siano sufficienti per ripagarlo. Rendendo i pagamenti del prestito deducibili fiscalmente per la società, come per es. negli Usa, il prestito viene ripagato attraverso l'esenzione dell'imposta sul reddito, al contrario del prestito convenzionale di ricapitalizzazione, che deve essere rimborsato dopo il pagamento di questa imposta.

In una variazione della struttura del prestito qui descritta, il finanziatore spesso preferisce concedere il prestito direttamente all'azienda, seguito poi da un secondo "prestito specchio" dell'azienda al fondo. I risultati da un punto di vista fiscale saranno gli stessi, come nel caso del prestito diretto al fondo. Il rimborso principale del prestito sarà ancora deducibile poiché l'azienda è obbligata ad eseguire dei pagamenti annuali deducibili al fondo in quantità sufficiente da poter ammortizzare il prestito interno dell'azienda al fondo. La quota pagata dal fiduciario dell'ESOP all'azienda per ammortizzare il prestito interno costituisce, solitamente, un rimborso esentasse e può essere utilizzato dall'azienda per ammortizzare il prestito esterno della banca. La struttura

del "prestito specchio" fornisce al finanziatore maggiori interessi per quanto riguarda i beni impegnati come garanzia. In caso di inadempienza il finanziatore si troverà in una posizione migliore per difendersi dall'accusa di trasferimento fraudolento se ha ottenuto una garanzia collaterale direttamente dal mutuario piuttosto che da un garante del prestito. L'utilizzo del credito societario per garantire il prestito che finanzia l'acquisizione delle azioni dei dipendenti da parte del fondo ESOP, e la cancellazione dei prestiti rimborsati quali spese deducibili dal reddito societario imponibile, riduce sostanzialmente i costi di finanziamento. Un vantaggio aggiuntivo sta nel fatto che le azioni non vengono vendute ad esterni, eliminando così il rischio di perdita del controllo. Anche per questo la soluzione ESOP, nella maggior parte dei casi, è da preferire ad un convenzionale prestito bancario. Ovviamente gli obiettivi di un ESOP, che punti ad un azionariato compreso tra l'1% e il 100%, possono essere raggiunti nel tempo senza indebitamento.

L'ESOP, considerato solamente un termine "generico" per indicare un fondo istituito da un'azienda per mettere le azioni nelle mani dei propri dipendenti è, per molti aspetti, simile a un regime di partecipazione agli utili basato sulle azioni, ma non è così limitato. Mentre quest'ultimo ha solo una fonte di finanziamento (per es. i contributi diretti dell'azienda) l'ESOP può avere diverse fonti di finanziamento quali: il prestito dell'azienda, da parte di un'azionista che vende o da un'istituzione finanziaria quale una banca; i dividendi degli utili; la vendita di azioni al loro relativo

regime di partecipazione agli utili, basato sulle azioni; i contributi da parte dell'azienda.

Il regime di partecipazione agli utili basato sulle azioni, fornisce all'azienda un mezzo per la distribuzione delle azioni, ma il mercato rimane molto limitato. L'ESOP, non solo fornisce una nuova fonte di azioni, che possono essere vendute ad un regime di partecipazione agli utili, ma ha anche il vantaggio di fornire ai lavoratori un mercato interno nel quale possono vendere le loro azioni e nel quale, al tempo stesso, l'ESOP può riciclare azioni sui conti dei futuri lavoratori. Tale mercato interno riveste una grandissima importanza nell'ambito delle PMI non quotate in borsa per le quali non esiste nessun'altra forma di liquidità.

#### *Rischi potenziali e costi dell'introduzione di un ESOP*

L'azionariato dei lavoratori basato sul capitale di prestito (*Leveraged Employee Share Ownership*), come nel caso degli ESOP, implica anche un elemento di rischio aggiuntivo. Contrariamente ai piani di partecipazione agli utili, il cui peso finanziario è variabile, i regimi che si basano sull'indebitamento (*leveraged schemes*), richiedono l'ammortamento del prestito tramite pagamenti fissi i quali non tengono in considerazione l'andamento aziendale, una condizione equivalente alla contrazione di un debito. Tali prestiti, infatti, sono trattati come una passività se l'azienda garantisce il prestito o si impegna a versare in futuro somme per coprirlo. Quindi, se l'azienda non cresce o perde di redditività, l'obbligo di ripagare il prestito può mettere in pericolo

la capacità di sopravvivenza della stessa.

Inoltre, le aziende non-quotate possono trovarsi nella situazione di dover comprare le azioni dei partecipanti che lasciano il piano a causa della mancanza di un mercato quotato per i propri titoli, se il diritto d'impresa nazionale, come negli

Stati Uniti, o i regolamenti aziendali lo richiedono. In questo caso la copertura delle passività di un'azienda di successo generalmente aumenta nel lungo periodo, man mano che il valore stimato del capitale dell'azienda aumenta, anche se generalmente non cresce in proporzione percentuale all'abbondante flusso di cassa. La percentuale del flusso di cassa di un'impresa, necessario per assicurarsi il riacquisto delle passività durante un periodo di alcuni anni, è piuttosto costante a meno che non si alteri drammaticamente il coefficiente di capitalizzazione dei risultati dell'azienda (rapporto prezzi/guadagni). Una società media avrà bisogno di una liquidità pari al 7.5% del valore delle azioni detenute dal fondo per soddisfare gli obblighi di riacquisto ogni anno. Questo è equivalente ad un dividendo del 7.5% sulle azioni, ma solo su quelle già destinate ai conti dei lavoratori nel fondo.

Se un'azienda non fa un'attenta pianificazione per far fronte agli impegni, può essere costretta a fare un'offerta pubblica del suo capitale per eliminare l'obbligo di riacquisto, un espediente non solo è altamente costoso, ma che comporta anche una perdita di controllo, d'indipendenza e d'opportunità per i futuri dipendenti.

## Incentivazione di forme retributive che legano i salari alle performance

Conviene quindi strutturare anticipatamente la transazione ESOP per accertarsi che l'azienda possa sostenere l'ammontare di questo "dividendo".

In caso contrario, bisogna stabilire un limite alla percentuale del capitale totale in azioni dell'azienda che può essere acquistato dall'ESOP.

Un'alternativa migliore potrebbe essere la creazione di un "fondo ammortamento" (*sinking fund*) anche se nelle piccole aziende potrebbe essere improponibile creare una riserva su base attuariale che sopperisca a tale esigenza. Quando una parte relativamente ampia del riscatto delle passività (generato a causa dell'obbligo di riacquisto) è addebitata solo ad alcuni partecipanti al piano, il ricorso all'assicurazione sulla vita può essere utile.

Infine, il costo dello sviluppo e dell'implementazione di un piano di partecipazione finanziaria può essere notevole. A questi costi vanno aggiunti i continui costi per i servizi amministrativi, legali e d'informazione ai lavoratori. Una spesa aggiuntiva per le aziende non-quotate deriva dalla necessità di far valutare annualmente il valore dell'azienda da un esperto esterno. Per un piano di azionariato di un'azienda media statunitense i costi dell'istituzione sono circa 40 mila Usd con costi amministrativi annuali, inclusa la valutazione, di circa 15 mila Usd. In genere, a meno che un'azienda non sia di medie dimensioni, questi costi potrebbero superare i possibili vantaggi fiscali. Le spese di avvio, tuttavia, di solito sono fiscalmente deducibili.

## Rilevazione di capitale con prestito: *Private Equity vs ESOP*

Il *leveraged buy-out* sfrutta il fatto che il capitale produttivo ripaga la sua formazione o i costi per la sua acquisizione con i guadagni futuri che produce; quindi, si può dire che esso sia autofinanziante. Questo strumento ha due forme (*Private Equity buy-out* e ESOP), che possono essere utilizzate per trasferire le piccole e medie imprese a nuovi proprietari. In entrambi i casi il proprietario vende ad un equo prezzo di mercato (*fair market value*) con il premio di maggioranza (*control premium*). Tuttavia, nel caso degli ESOP, può ricevere un po' di meno in ragione della perdita d'interesse causata dalla durata della transazione multi-livello. Queste due forme, però, servono a raggiungere scopi diversi tra loro, con effetti economici e sociali radicalmente differenti.

Nonostante entrambe le forme di *leveraged buy-out* utilizzino il finanziamento mediante emissione di un debito fino all'80% del prezzo d'acquisto per acquisire la proprietà totale o parziale dell'azienda, l'orizzonte temporale è completamente diverso. Generalmente lo scopo dei fondi *Private Equity* è il profitto a breve termine, derivante dalla ristrutturazione o dal ridimensionamento dell'azienda per consentire di rivenderla. In questo caso il mantenimento del controllo dell'azienda fino all'eventuale chiusura è un prerequisito. Al contrario, l'ESOP, è una transazione a lungo-termine, dai cinque ai sette anni, che avviene in più stadi durante i quali il prestito dà la possibilità al proprietario di vendere gradualmente senza lasciare immediatamente il controllo dell'a-

zienda. La flessibilità dell'ESOP può apportare enormi benefici ai proprietari delle PMI che non vogliono tagliare di netto il loro coinvolgimento nell'impresa, che probabilmente è stata gestita a livello familiare da generazioni e alla quale possono essere legati sentimentalmente ed economicamente. Vendere la propria azienda progressivamente all'ESOP, significa poter delegare alcune funzioni di gestione, mantenendo al tempo stesso un ruolo chiave nel controllo dell'azienda finché il proprietario non si ritira definitivamente. Questa scelta non implica la condivisione del rischio con la banca che finanzia l'acquisizione attraverso il prestito, perciò, gli stessi lavoratori, non corrono rischi aggiuntivi.

La strategia di uscita mediante i fondi *Private Equity*, che prevede la ristrutturazione e la successiva vendita dell'impresa, può portare ad un'acquisizione da parte del *management* (*management buy-out*), ad un'offerta pubblica iniziale, ad una vendita tramite derivati, ad un riacquisto (*buy back*), ad una vendita ad un singolo investitore (*trade sale*), ad una liquidazione o addirittura ad una svalutazione o definitiva chiusura dell'impresa stessa. L'intero ciclo, idealmente, non dura più di cinque anni. Al contrario, il fondo fiduciario dell'ESOP "immagazzina" azioni creando così un mercato interno, nelle aziende non quotate in borsa, che può essere utilizzato per comprare azioni dai lavoratori che vanno in pensione e offrire contemporaneamente azioni ai nuovi lavoratori. Le transazioni di *Private Equity* possono aumentare la liquidità nei mercati di capitale; inoltre, creano ricchezza per i soci accomandanti,

per le banche d'investimento, per gli investitori esterni e per i dirigenti con più anzianità di servizio che organizzano e partecipano a questo tipo di *buy-out*. Tuttavia, durante il processo di ristrutturazione, i quadri e i dipendenti con inquadramenti bassi possono perdere il posto di lavoro e, di conseguenza, la comunità locale può perdere consumatori e contribuenti. La produzione, con la globalizzazione, può essere delocalizzata, addirittura in Paesi *off-shore*.

Le acquisizioni attraverso l'indebitamento tramite l'ESOP offrono continuità e stabilità. Se la "modernizzazione" o la ristrutturazione è necessaria, come generalmente succede nel caso di imprese di vecchia generazione che necessitano di nuove tecnologie e metodi, l'azienda rimarrà comunque all'interno della comunità. Essa potrà diventare di proprietà dei residenti locali, dei consumatori e dei contribuenti. La maggior parte del reddito che produrrà rimarrà all'interno della comunità. Gli studi condotti negli ultimi anni hanno rilevato che le aziende nelle quali i lavoratori hanno un interesse nella proprietà sono più redditizie, creano più posti di lavoro e sono più affidabili nel pagamento delle tasse rispetto alle aziende in cui non è presente l'azionariato dei dipendenti. I risultati indicano che questo tipo di regime può essere uno strumento importante per il raggiungimento dell'obiettivo di Lisbona di rendere le PMI più competitive.

## ESOP, un veicolo per garantire la successione nelle PMI

Gli ESOP possono facilmente rilevare il capitale di uno o più azionisti e permettere al tempo stesso agli altri azionisti di mantenere la propria posizione azionaria. Dal punto di vista degli azionisti tale possibilità rappresenta uno dei vantaggi fondamentali degli ESOP. Allo stesso tempo, questi strumenti finanziari forniscono ai proprietari d'attività economiche l'opportunità di diversificare il portafoglio degli investimenti senza dover affrontare il costoso processo di sottoscrizione pubblica del proprio capitale. Inoltre, per coloro che già sono azionisti, non vi è diminuzione del valore per azione, poiché non vengono emesse nuove azioni e tutte vengono vendute ad un equo valore di mercato (*fair market value*).

Come menzionato in precedenza, se l'ESOP prende in prestito denaro per acquistare azioni, l'azienda sana il debito unendo all'eventuale reddito da dividendi del fondo fiduciario i propri contributi al piano deducibili dalle tasse. Una volta che il prestito è stato rimborsato, un numero di azioni corrispondenti alla percentuale del rimborso effettuato quell'anno, viene assegnato al conto titoli dei lavoratori, che generalmente è proporzionale alla loro retribuzione. In questo modo l'ESOP crea un mercato per le azioni degli azionisti che vanno in pensione ad

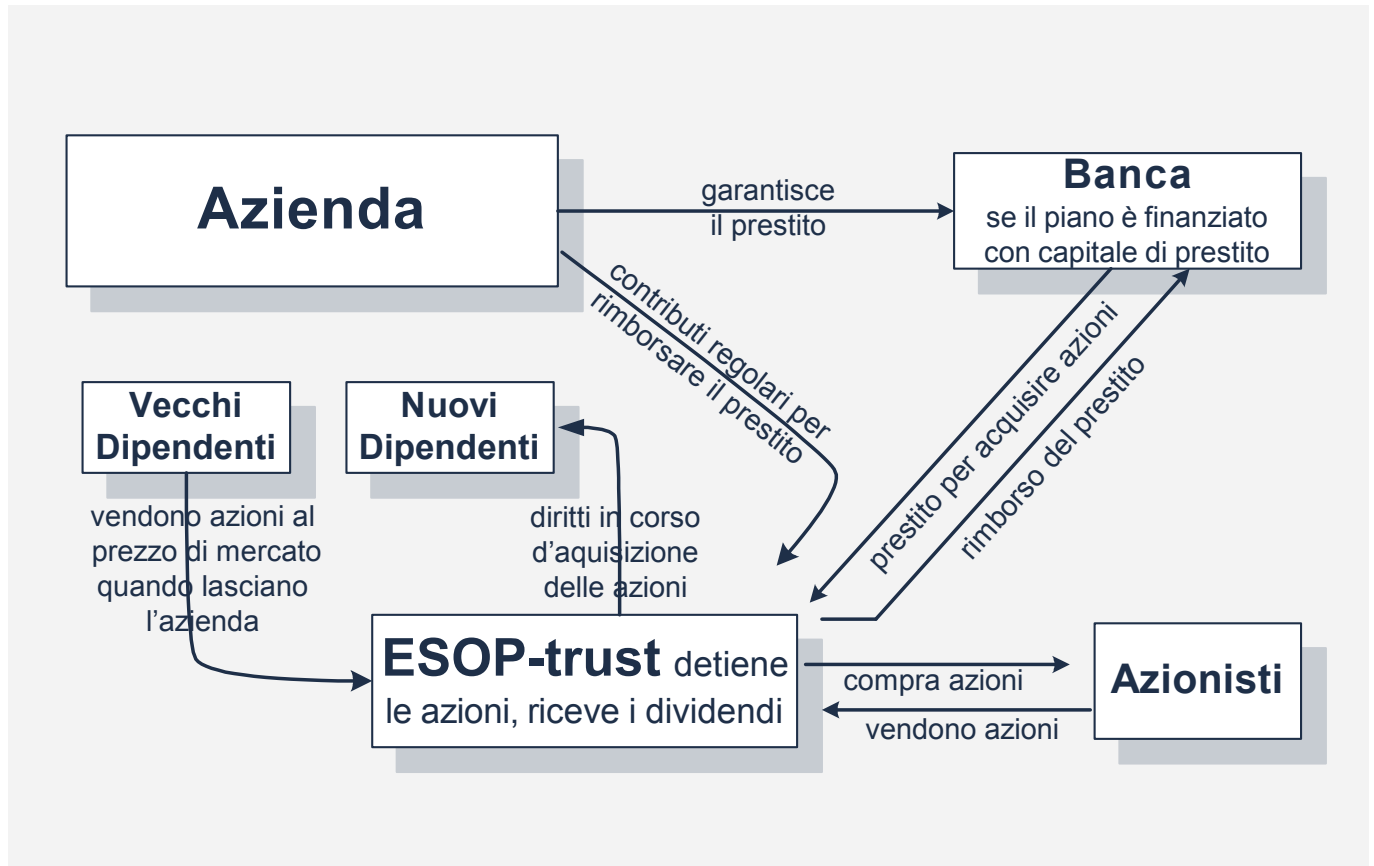
un prezzo accettabile per il proprietario, un mercato che altrimenti non potrebbe esistere. Allo stesso tempo, quando arriva il

## Approccio modulare tra buone prassi legislative e applicazioni nazionali

momento di procedere ad un cambio di controllo, la proprietà

viene trasferita ai lavoratori, che sono più motivati poiché hanno

un interesse primario nel successo a lungo termine dell'azienda.



L'ESOP, quindi, può rappresentare un'attraente alternativa alla vendita dell'azienda ad attori esterni, specialmente quando si desidera che il controllo dell'attività rimanga all'interno della famiglia o di un gruppo specifico di dipendenti. A prescindere da questo, l'ESOP può anche essere utilizzato per rilevare quote degli azionisti dissidenti. Tramite l'utilizzo della forma di fondo fiduciario (*trust*) l'ESOP permette di delegare il controllo delle azioni che sono detenute. Il soggetto fiduciario esercita il diritto di voto, mentre i lavoratori sono i beneficiari finanziari del fondo. Il fiduciario, infatti, può essere proprio la persona che ha appena venduto alcune o tutte le proprie azioni al fondo. In particolare, per le piccole aziende è molto

più semplice avere la possibilità di un trasferimento graduale di proprietà, attraverso la creazione di un mercato per azioni per coloro che intendono vendere e permettere allo stesso tempo, a coloro che lo desiderano, di mantenere la propria posizione azionaria permanentemente o comunque fino a data successiva. Il risultato è l'opportunità di vendere gradualmente l'azienda senza perderne subito il controllo. Una volta che il prestito è stato rimborsato, naturalmente, la maggior parte delle aziende si organizza per avere rappresentanti dei lavoratori all'interno del comitato del piano. La virtù dell'ESOP è che può permettere, tramite il fondo fiduciario, di rilevare con facilità, nel tempo, il 100 % del capitale sen-

za che, in nessun momento, l'azienda debba ricorrere ad un indebitamento del 100%.

**Jens Lowitzsch**  
Direttore assistente  
del Centro Inter-universitario  
della Libera Università di Berlino



# La via italiana all'ESOP

Working Paper Adapt, 10 dicembre 2009, n. 102

di Andrea Borroni

## Le possibilità offerte dall'ordinamento italiano

L'ordinamento giuridico italiano non contempla attualmente alcuna disposizione specifica in merito alla possibilità di aggregare la partecipazione dei dipendenti azionisti.

Emerge così, oggi più che mai, la necessità di trovare soluzioni giuridiche che consentano di garantire che le potenzialità dell'azionariato collettivo dei dipendenti non siano compromesse e, in particolare, che accanto ai diritti di proprietà dei lavoratori siano riconosciuti in maniera efficace anche i diritti di controllo sulla gestione dell'impresa. Tale obiettivo diventa particolarmente importante nei casi in cui l'azionariato dei dipendenti serve alla creazione di un vero e proprio azionariato strategico.

Il nodo centrale è, dunque, quello di individuare un veicolo efficiente per garantire la partecipazione finanziaria dei dipendenti in una dimensione collettiva.

L'*Employee Stock Ownership Plan* (ESOP) risponde ad esigenze specifiche e complesse del rapporto tra lavoratori e azienda, non limitate esclusivamente a diritti di tipo patrimoniale (dividendo e apprezzamento del capitale) ma estese fino a comprendere anche diritti di tipo amministrativo (possibilità di esercitare i diritti connessi con la figura d'azionista). Nessuno strumento giuridico specifico soddisfa questa esigenza come l'ESOP.

In conclusione, essenziale rimane disciplinare l'attribuzione dei diritti sociali correlati ad azioni o quote ad un'entità giuridica collettiva, distinta dagli azionisti dipendenti, che eserciti detti diritti nell'assemblea generale in nome proprio, senza ricorrere a deleghe di voto. Tuttavia, data l'assenza di strumenti giuridici *ad hoc* per la gestione collettiva delle azioni, occorre cercare un modello di riferimento. Il modello per eccellenza sono proprio gli ESOP.

Tuttavia, data la lacuna esistente nell'ordinamento giuridico italiano si prospettano due alternative per garantire l'efficacia degli ESOP anche in esso: da un lato si potrebbe ipotizzare il ricorso ad un trapianto giuridico, dall'altro si potrebbe cercare di imitarne gli effetti ricorrendo alla normativa già esistente.

## La compatibilità dell'ESOP con l'ordinamento italiano

### *Il trapianto diretto dell'ESOP*

La normale veste giuridica con la quale si presenta l'ESOP è quella del trust, istituto tipico dei sistemi di matrice anglosassone ed estraneo alla storia giuridica degli ordinamenti che convenzionalmente appartengono al mondo di *civil law*.

Con la convenzione de L'Aia del 1° luglio 1985, relativa alla legge applicabile ai trust e al loro riconoscimento, però, sono ormai ri-

conoscibili, anche in Italia, gli effetti di trust costituiti all'estero. Il trust comporta il trasferimento di beni, da parte di un costituente (*settlor*), ad un fiduciario (*trustee*) 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.

La suddetta legge non ha introdotto un nuovo istituto nel nostro ordinamento (e, quindi, il trust non è oggetto di una apposita disciplina legislativa italiana che ne regoli gli effetti e le funzioni). Esistono però nel Codice civile e nelle leggi speciali istituti che presentano analogie con esso.

Prima di procedere oltre, conviene premettere alcune considerazioni generali sull'elemento del trust che appare maggiormente distintivo rispetto ad istituti di *civil law* ritenuti in qualche modo consimili.

Tale elemento viene individuato nel c.d. *sdoppiamento della proprietà*. Il costituente si spoglia della proprietà dei beni ma questi pur uscendo dalla originaria sfera proprietaria non entrano a far parte del patrimonio di un soggetto terzo: i beni del trust non possono essere aggrediti dai creditori del costituente ma neanche dai creditori del *trustee*, poiché essi divengono un patrimonio separato (c.d. *trust fund*). Completa le caratteristiche del trust la previsione di un adeguato sistema rimediale in grado di accordare una tutela efficace al patri-

monio costituito in trust, alla volontà del costituente e, soprattutto, alla posizione del beneficiario (*tracing, constructive trust*, ecc.). Elementi questi che tanto negli istituti dell'ordinamento italiano tradizionalmente associati al trust, quanto in quelli di recente creazione, modellati sulla falsariga del primo, vengono a mancare.

Pur dando origine alla costituzione di un patrimonio separato, il trust non è, tuttavia, dotato di personalità giuridica propria: gli atti di amministrazione e gestione ad esso relativi sono pertanto sempre e solo imputabili alla persona fisica o giuridica del *trustee*, senza che i beni o i diritti conferiti in trust si confondano in alcun caso con il suo patrimonio.

#### *Trust vs. fondazione*

Ancora qualche osservazione merita l'analogia che viene frequentemente individuata fra il trust e la fondazione.

Orbene, trust e fondazione presentano la caratteristica comune del vincolo di destinazione conferito ad un patrimonio e l'autonomia del medesimo, che non si confonde, pertanto, con quello di chi lo amministra. Una prima differenziazione si appalesa tuttavia se solo si consideri il requisito della soggettività giuridica, proprio della fondazione ma estraneo, come si è visto, al trust. La distinzione non ha valore esclusivamente formale. In particolare, la procedura di riconoscimento finalizzata all'attribuzione di personalità giuridica – peculiare alla fondazione – presuppone il controllo da parte dell'autorità giurisdizionale sulla rilevanza sociale dello scopo che con la fondazione si intende perseguire e, soprattutto, sull'adeguatezza

dei mezzi patrimoniali impiegati. Più semplice, invece, la disciplina del trust essendo il controllo sulla liceità degli scopi che si intendono perseguire, nonché sugli atti compiuti dal *trustee*, meramente eventuale, in ogni caso posticipato, e comunque esercitabile in sede giurisdizionale.

Infine la posizione giuridica dei beneficiari viene maggiormente tutelata nell'ipotesi di trust che in quella di una fondazione (ad esempio di natura caritatevole): difatti, nel primo caso tali soggetti sono titolari di una posizione giuridica opponibile *erga omnes*, nel secondo gli stessi potrebbero, al più, vantare un diritto di credito nei confronti dell'ente.

#### *Trust vs. negozio fiduciario*

Una delle altre vie italiane al trust è rappresentata dal negozio fiduciario, in base al quale un soggetto (fiduciante) trasferisce o fa trasferire da un terzo ad un fiduciario la titolarità di un bene (nel nostro caso azioni o quote della società del lavoratore), ma con il patto che l'intestatario utilizzerà e disporrà del bene esclusivamente nell'interesse del fiduciante. Pur essendo regolato solo per effetto di una disposizione in materia testamentaria (art. 627 c.c.) non si dubita che il negozio fiduciario sia consentito nei limiti della generale autonomia riconosciuta ai privati (art. 1322 c.c., secondo comma). Tuttavia, appare opportuno sottolineare che il negozio fiduciario comunque accorda al conferente o ai terzi una tutela inferiore rispetto a quella garantita dal trust perché mentre il trasferimento di proprietà a favore del fiduciario è pienamente opponibile ai terzi, il vincolo imposto a tale trasferi-

## Bollettino Adapt

Frutto della collaborazione con il Centro Studi internazionali e comparati Marco Biagi, comprende due newsletter di aggiornamento sui temi del lavoro e delle relazioni industriali.

### Bollettino ordinario

È una newsletter settimanale di aggiornamento sui temi del lavoro e delle relazioni industriali. Offre un'ampia documentazione internazionale, comunitaria, nazionale, nonché regionale e locale suddivisa per sezioni. Particolare attenzione viene dedicata alle tematiche: certificazione e interpellati, giurisprudenza italiana, agenzie del lavoro, servizi per l'impiego, somministrazione, istruzione, formazione, apprendistato, ricerca, università, mobilità dei lavoratori, immigrazione, contrattazione collettiva, salute e sicurezza, orario di lavoro, lavoro sommerso. Inoltre mette a disposizione raccolte statistiche, note economiche e rapporti istituzionali, segnalazioni di bandi, concorsi e premi, attività Adapt/Centro Studi Marco Biagi.

### Bollettino speciale

Attivo dal novembre 2005, è una newsletter di approfondimento, a carattere monografico, su singole tematiche di attualità in materia di diritto del lavoro, relazioni industriali, formazione. Segue il modello della struttura in sezioni del Bollettino ordinario.

L'iscrizione al Bollettino è gratuita. Si veda il sito [www.adapt.it](http://www.adapt.it).

mento produce effetti meramente obbligatori, limitati ai soli rapporti tra fiduciante e fiduciario: di conseguenza i terzi pregiudicati dalla violazione di tale vincolo non avrebbero rimedio nei confronti del fiduciario. La legge peraltro già prevede espressamente le c.d. società fiduciarie (che provvedono ad intestarsi beni dei fiducianti curandone l'amministrazione) nonché l'esercizio in via individuale dell'attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi.

La singolarità del trust di essere fonte, oltre che di obbligazioni fra le parti, della costituzione di diritti reali tutelabili *erga omnes* costituisce la vera scriminante tra il trust e gli istituti giuridici municipali sottraendo, stanti le numerose analogie, fondamento ad ogni plausibile assimilazione. Eppure, nonostante queste scontate diversità di metodi, tradizioni e stili, è possibile rilevare un elemento o meglio una tendenza nel nostro ordinamento, più riscontrabile, come al solito, nelle regole operazionali che nelle dichiarazioni di principio: l'affievolimento del giudizio di incompatibilità del trust con l'ordine pubblico.

#### *Imitazione delle regole operazionali*

Una seconda via italiana potrebbe essere caratterizzata dal ricorso ad istituti giuridici già esistenti, mediante i quali cercare di imitare gli effetti tipici dell'ESOP.

I dipendenti azionisti potrebbero costituire a loro volta una società

(una sorta di *holding*) cui intestare le azioni della società in cui lavorano. La *holding*, in quanto titolare delle azioni, eserciterebbe direttamente tutti i diritti ad esse collegati, compreso il voto in assemblea, in conformità alla volontà sociale. Con questa soluzione vengono risolti

contemporaneamente il problema della determinazione della volontà comune e quello dell'esercizio di voto in assemblea.

Se la gestione viene svolta *a monte*, raggruppando unitariamente i risparmi apportati da una pluralità di soggetti, si parla – con terminologia di derivazione comunitaria – di *Organismi di investimento collettivo del risparmio* tra cui si annoverano i *Fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, le *Società di investimento a capitale variabile* (SICAV) ed i *Fondi pensione*.

#### **Struttura effettiva dell'ESOP italiano**

Il momento fondamentale, perché un ESOP sia operativo, è la costituzione e la implementazione di un "fondo" che l'azienda dovrà istituire in una delle forme che abbiamo testé riportato (siano esse un trust o, ad esempio, un fondo fiduciario) in favore dei propri dipendenti:

- il fondo viene finanziato da una combinazione di contributi e prestiti aziendali. Tali contributi potranno far parte di un accordo di partecipazione agli utili su base azionaria con i lavoratori. L'art. 2349 c.c. riconosce alla società la possibilità di assegnare utili ai

dipendenti della società medesima o di società controllate, attraverso l'emissione di speciali categorie di azioni, a titolo gratuito, da attribuire individualmente ai dipendenti stessi;

- il fondo può prendere in prestito denaro direttamente da una banca o dall'azienda, che a sua volta può chiedere un prestito alla banca o ad altri finanziatori ("leveraged" ESOP). L'art. 2358, comma 3, c.c. autorizza l'emissione di fondi per fornire prestiti e garanzie (assistenza finanziaria) in vista di acquisizioni di azioni dell'azienda stessa per destinarle ai dipendenti. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Il prestito fiduciario viene normalmente garantito dall'azienda, ma in alcuni casi non si fa ricorso a quest'ultima;

- il fondo può essere poi ulteriormente sviluppato tramite la possibilità riconosciuta dal Codice civile all'art. 2441. In particolare, per incoraggiare la partecipazione finanziaria in caso di aumento del capitale, l'art. 2441, comma 8, parla di assegnazione di azioni a pagamento. Questa disposizione permette, in caso di aumento di capitale effettuato da una società per azioni, di escludere dal diritto di opzione, riconosciuto di norma agli azionisti già presenti, fino a 1/4 delle azioni di nuova emissione, qualora queste siano offerte ai dipendenti della società emittente;

- le azioni vengono detenute collettivamente nel fondo e vengono assegnate o distribuite solo ai conti titoli dei lavoratori, dopo

un determinato periodo di conservazione (*holding period*). La durata di questo periodo è determinata dal gestore del fondo in correlazione con la necessità di ripagare il prestito prima della distribuzione delle azioni, e risponde a ragioni di tipo fiscale. Per facilitare la transazione tipo ESOP in Italia, *de lege ferenda* la distribuzione delle azioni dovrebbe essere esente dall'imposta sul reddito prima di un determinato periodo (*blocking period*);

- il prestito viene ripagato dal fondo tramite contributi diretti dall'azienda e tramite i dividendi sulle azioni mantenute nel fondo.

### Brevi osservazioni conclusive

Alla luce dei rilievi che precedono si ritiene che l'ESOP possa fare il proprio ingresso nell'ordinamento italiano quale strumento idoneo a garantire efficacia alla partecipazione azionaria dei lavoratori all'impresa.

Tale risultato può essere conseguito mediante due alternative:

- attraverso la costituzione di un trust. Non va dimenticato, infatti,

che la presenza nel nostro ordinamento di istituti che consentano di conseguire effetti analoghi a quelli che si prefiggono le parti attraverso la costituzione di un trust rende la possibilità di invocare l'eccezione di contrarietà all'ordine pubblico del tutto marginale. Il binomio *trust*-ESOP potrebbe configurarsi come segue: a) ricorrere ad un trust regolato dal diritto di uno Stato cui tale istituto già appartenga (i.e. i Paesi di *common law*), i cui effetti, in virtù della convenzione de L'Aia potrebbero essere riconosciuti in Italia; b) ricorrere ad accordi che riproducano effetti e struttura del trust. Tale soluzione sarebbe difatti consentita in virtù del principio di cui all'art. 1322 c.c. che garantisce l'autonomia negoziale dei privati. Nel caso di specie, invero, il giudizio di meritevolezza sarebbe pienamente soddisfatto date le finalità assolutamente compatibili con il pubblico interesse cui l'ESOP è preordinato;

- attraverso l'utilizzo di strumenti già esistenti (i c.d. fondi, oppure il negozio fiduciario) per la costituzione del veicolo per i la-

voratori e delle norme del Codice civile brevemente illustrate per l'implementazione del fondo stesso.

È evidente che un'effettiva soluzione non può derivare se non da un'attività organica a vasto raggio, che affronti il problema in tutti i suoi aspetti, nel quadro di una programmazione razionale.

Le attività relative alla costituzione di fondi così strutturati sono complesse e necessitano di competenze specialistiche inter-settoriali. È pertanto sempre consigliabile ricorrere all'assistenza di professionisti esperti del settore che sappiano attivare mirate politiche di partecipazione a tutti i livelli e siano in grado di gestire le fasi complesse della negoziazione e della contrattualistica di strumenti altamente sofisticati.

Il prossimo passo sarà, quindi, quello di delineare in concreto il modello operativo di ESOP italiano.

**Andrea Borroni**

Ricercatore

Seconda Università degli Studi di Napoli, Facoltà di Studi politici e per l'Alta formazione europea e mediterranea "Jean Monnet"

## Working Paper Adapt

Per maggiori approfondimenti potete consultare i Working Paper già pubblicati sul tema:

Working Paper n. 96/2009

**Azionariato dei dipendenti, governo di impresa e dialogo sociale nella prospettiva europea**  
di Marco Cilento

Working Paper n. 86/2009

**La partecipazione dei lavoratori: prima analisi delle recenti proposte di legge**  
di Roberta Caragnano

Working Paper n. 70/2008

**Il varo imminente della nuova direttiva CAE**  
di Fabiana Alias



## Rassegna stampa

# La partecipazione come strumento di coesione e di crescita del Paese

di Tiziano Treu

*Via Po* (inserto di *Conquiste del Lavoro*), 7 novembre 2009

Il tema della partecipazione dei lavoratori dell'impresa è stato a lungo marginale dell'esperienza italiana. Per vari motivi: la forte caratterizzazione conflittuale delle nostre relazioni industriali, diffidenze ideologiche, soprattutto a sinistra e un sostanziale disinteresse della politica. Ma ci sono altrettanti motivi validi per riprenderlo seriamente in considerazione.

La crescita della competitività globale, la pressione della crisi, le aumentate esigenze di flessibilità e di qualità nei sistemi produttivi, la maggiore scolarizzazione e la consapevolezza dei lavoratori, spingono a ricercare un più forte coinvolgimento dei lavoratori.

A queste ragioni si ispirano i diversi disegni di legge in discussione al Senato, fra cui uno a firma del sen. Castro (PDL) e uno a firma mia. I due progetti condividono alcune linee di fondo: in particolare la promozione in via contrattuale e non l'imposizione in via legislativa delle scelte partecipative; una pluralità di forme partecipative, dall'informazione, alla consultazione, alla presenza dei lavoratori negli organi della società, con preferenza per la presenza nei consigli di vigilanza e non nei consigli di amministrazione (per evitare commistioni di

ruolo), all'azionariato dei lavoratori; incentivi fiscali per sostenere la diffusione delle pratiche partecipative e dell'azionariato. È auspicabile, e possibile, che l'iter parlamentare proceda con consenso bipartisan, specie se le parti sociali troveranno anch'esse l'accordo nel confronto in atto col governo.

Sarebbe una buona notizia per migliorare il clima generale e per diffondere la partecipazione come strumento di coesione e di crescita del paese.

In questo convegno che si occupa in particolare della partecipazione finanziaria dei lavoratori voglio segnalare l'importanza e dare qualche indicazione specifica.

Anzitutto rilevo che essa non solo è compatibile con le altre forme partecipative, ma ne integra bene i contenuti e le finalità. Questa complementarietà si deduce chiaramente dalle indicazioni della UE e dalle prassi di molti stati membri. Infatti l'azionariato dei dipendenti è alquanto diffuso, come risulta dai dati presentati al convegno, in quei paesi, a cominciare dalla Repubblica Federale Tedesca, che hanno sperimentato a lungo la partecipazione istituzionale.

Così pure, come risulta dalle stesse esperienze europee, la par-

tecipazione finanziaria, nelle forme sia della partecipazione agli utili sia dell'azionariato, può utilmente combinarsi con forme meno "impegnative" di coinvolgimento dei lavoratori quali la retribuzione legata a risultati di produttività. Per questo non ha fondamento l'obiezione che viene avanzata nel dibattito italiano, alla proposta di partecipazione finanziaria, secondo cui essa sarebbe incompatibile con la indicazione, contenuta nell'accordo del 22 gennaio 2009 di sviluppare la contrattazione aziendale di salari legati alla produttività.

Si tratta di forme partecipative che presentano gradi diversi di legame fra lavoratori e andamento dell'azienda, e anche di rischio per i lavoratori.

Come tali vanno promosse in misura congrua alle situazioni aziendali, sempre in via contrattuale. Ma sono tutte meritevoli di sostegno da parte del governo con incentivi fiscali e contributivi, perché tutte favoriscono la crescita di rapporti collaborativi in azienda; e questi sono utili alla migliore qualità e produttività dei rapporti di lavoro. Quindi rispondono a un interesse generale del nostro sistema paese, tanto più importanti oggi per uscire dalla crisi economica in atto.

Ma queste forme di partecipazio-

ne agli utili e azionarie, come abbiamo visto anche nel dibattito parlamentare, incontrano ancora resistenze sia dagli imprenditori sia da una parte del sindacato (CGIL); perché si teme che siano troppo “compromettenti” o troppo “rischiose”. In realtà i lavoratori partecipano già al rischio aziendale, mettendo in gioco la stabilità del loro rapporto di lavoro, specie nell’attuale contesto economico.

Tant’è che lo stesso scambio tradizionale del rapporto fra retribuzione (fissa) e posto (fisso), richiede di essere arricchito; nel senso che la maggiore variabilità dell’occupazione e della retribuzione va “compensata” con un maggiore coinvolgimento dei lavoratori nelle varie forme (informazione, partecipazione nei consigli di sorveglianza, azionariato).

Le resistenze ora accennate non hanno impedito che anche in Italia l’azionariato dei dipendenti abbia avuto una certa diffusione. Ma ciò è avvenuto utilizzando le forme del diritto comune, per lo più per iniziative unilaterali delle

aziende; mentre nel ddl in discussione al Senato, si privilegia una partecipazione azionaria negoziata col sindacato a livello aziendale, con una possibile gestione collettiva delle azioni, che permetta una presenza dei lavoratori azionisti negli organi societari, in particolare nei consigli di sorveglianza.

Gli strumenti civilistici oggi disponibili non sono facilmente utilizzabili a questi fini. La necessità di soluzioni specifiche per rendere utilizzabile l’azionariato come via partecipativa è comprovata dalle esperienze straniere.

Le soluzioni degli ESOP presentate in questo convegno sono particolarmente interessanti, perché permettono la adozione di partecipazioni strategiche – o addirittura maggioritarie – da parte dei fondi azionari dei lavoratori nelle singole aziende.

Il che è rilevante sia per allargare gli spazi di democrazia economica, sia in particolare perché tali fondi possono essere uno strumento importante nella capitalizzazione e nella successione delle piccole imprese, che sono obiet-

tivi importanti nel panorama economico italiano. La formula degli ESOP non ha peraltro avuto riscontro finora in Italia. Forme rilevanti di partecipazione sono invece possibili all’interno delle imprese cooperative. Emblematico fra tutti per la sua rilevanza è il caso della banca Popolare di Milano. Un altro veicolo di partecipazione finanziaria dei lavoratori può consistere nei fondi pensione, ove le parti sociali presenti nei fondi possono indirizzare gli investimenti dei gestori, anche attraverso direttive di voto nelle società in cui partecipano (ad es. per favorire investimenti in settori innovativi, labour friendly, per lo sviluppo dei territori, etc. Ma finora questa possibilità è stata poco utilizzata.

In realtà le prospettive forti di partecipazione finanziaria dei lavoratori azionisti non sono state considerate nel nostro dibattito, e neppure nei lavori parlamentari. Le esperienze presentate in questo convegno contengono stimoli molto utili per approfondirle e per introdurle finalmente nell’agenda politica.

---

## Approfondimenti e documentazione

Per ulteriore approfondimenti sui piani di Esop, sugli strumenti di partecipazione finanziaria e per consultare Studi e Ricerche sul tema si veda la documentazione pubblicata nel sito [www.adapt.it](http://www.adapt.it), Osservatorio *Partecipazione dei lavoratori*.

In particolare si segnalano:

### **Financial participation for a new social europe. A building block approach**

Jens Lowitzsch et. al, 2008

La partecipazione finanziaria per una nuova Europa sociale

### **Employee Stock Ownership Plans (ESOPs): un veicolo per garantire la successione nelle PMI**

Jens Lowitzsch, 29 ottobre 2009

Atti della Conferenza Internazionale, Cesos-Centro Inter Universitario di Berlino, Cnel Roma

### **Rapporto Pepper IV**

Commissione europea, maggio 2008

Benchmarking of employee participation in profits and enterprise results in the member and candidate countries of the European Union (Summary)

### **Sintesi in italiano del Rapporto Pepper IV**

Cesos-Centro Inter Universitario di Berlino, 29 ottobre 2009

Atti della Conferenza Internazionale, Cesos-Centro Inter Universitario di Berlino, Cnel Roma

### **Economic Survey of Employee Ownership in European Countries in 2008**

Italy, France, Germany, Slovenia, Spain, United Kingdom

### **Azionariato e governo di impresa. La parola all'Europa.**

Marco Cilento (a cura di), Sindnova, Osservatorio sociale europeo, Academy Avignon, Social Development Agency, 10 dicembre 2009

### **Employee share ownership and profit-sharing in the European Union**

Eurofound, Andrew Pendleton, Erik Poutsma, Jos van Ommeren, Chris Brewster, 2001

Per un percorso di lettura nazionale e comparato sulla tematica, si veda *La partecipazione dei lavoratori dalla teoria alla pratica*, in [www.adapt.it](http://www.adapt.it), Archivio storico, voce *Partecipazione*.

## Diritto delle Relazioni Industriali, n. 1/2010

Gli interventi al Convegno, *La partecipazione dei lavoratori tra realtà e prospettive*, organizzato dalla rivista *Diritto delle Relazioni Industriali* il 21 ottobre 2009 presso la Biblioteca del Cnel in Roma, con la partecipazione di autorevoli relatori – Maurizio Castro, Mario Napoli, Paola Olivelli, Giampiero Proia, Tiziano Treu, Lorenzo Zoppoli – sono in corso di pubblicazione sul fascicolo n. 1/2010.

Sullo stesso fascicolo saranno pubblicati anche commenti e riflessioni sull'ultimo **Rapporto Pepper** a cura di Jens Lowitzsch, *La Relazione Pepper IV e gli Employee Stock Ownership Plans (ESOP). Recenti iniziative europee per la partecipazione finanziaria nell'UE a 27*.

La scelta di approfondimento su queste tematiche prosegue con gli interventi, nell'**Osservatorio di legislazione, prassi e contrattazione collettiva**, di Roberta Caragnano e Germana Caruso, *ESOP: natura giuridica e potenzialità dello strumento partecipativo*, e Andrea Borroni, *Inquadramento giuridico dell'Esop nell'ordinamento italiano*.

Sul tema della partecipazione si segnala sul fascicolo n. 4/2009 il contributo di Anna Alaimo, *La nuova direttiva sui Comitati Aziendali Europei: un'occasione per ripensare la partecipazione dei lavoratori in Italia*.

Il Dossier è realizzato in collaborazione con i soci di Adapt

ABI • ACLI • Adecco Italia S.p.A. • Ali S.p.A. • Alleanza Lavoro • ANCC-Coop • ANCE • Assaereo • Associazione Industriali della Provincia di Vicenza • Assolavoro • Assosistema • Banca Popolare dell'Emilia Romagna • Barilla G. e R. F.lli S.p.A. • Campagnolo S.r.l. • CIA • CISL • CISL FP • CNA • CNA Modena • CNA Pensionati • Comune di Milano • Confagricoltura • Confapi • Confartigianato • Confcommercio • Confcooperative • Confesercenti • Confindustria • Confindustria Belluno Dolomiti • Confindustria Bergamo • Confsal • Coopfond/Legacoop Nazionale • Cremonini S.p.A. • CSQA Certificazioni S.r.l. • Electrolux Zanussi Italia S.p.A. • Esselunga S.p.A. • Fastweb S.p.A. • Federalberghi • Federdistribuzione • Federmeccanica • Federtrasporto • Fiat S.p.A. • FILCA-CISL • FIPE • Fondazione Studi Consulenti del Lavoro • Fondirigenti • Formedil • GE Oil & Gas • Generazione vincente S.p.A. • Gi Group S.p.A. • Gruppo Manutencoop • IKEA Italia Retail S.r.l. • Il Sole 24 Ore S.p.A. • INAIL • INPS • Isfol • Italia Lavoro S.p.A. • MCL • Metis S.p.A. • Micron Technology Inc. • Obiettivo Lavoro S.p.A. • Poste Italiane S.p.A. • Provincia di Verona • Randstad Italia S.p.A. • Synergie Italia Agenzia per il lavoro S.p.A. • Telecom Italia S.p.A. • UGL • UIL • Umana S.p.A. • Unindustria Bologna • Unindustria Treviso

### Direzione

Michele Tiraboschi (Direttore responsabile)

### Redazione

Fabiana Alias, Roberta Caragnano (Redattore capo), Germana Caruso (Coordinatore di redazione), Maddalena Magni (Art director), Alberto Russo

Dossier Adapt – Pubblicazione on-line della Collana Adapt

Approfondimento sui temi delle relazioni industriali e di lavoro – Numero 1 del 22 gennaio 2010

Registrazione n. 1609, 11 novembre 2001 – Tribunale di Modena