

La via italiana all'ESOP

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 ⁽¹⁾.

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 serva 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 ⁽²⁾.

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 ESOPs.

Tuttavia, data la lacuna esistente nell'ordinamento giuridico italiano si prospettano due alternative per garantire l'efficacia degli ESOPs 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 ri-

conoscimento, però, sono ormai riconoscibili, 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) ⁽³⁾. 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 rimediabile in grado di accordare una tutela efficace al patrimonio 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 ⁽⁴⁾.

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 trasferimento produce effetti meramente obbliga-

tori, 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 ⁽⁵⁾.

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* ⁽¹⁾, le *Società di investimento a capitale variabile* (SICAV) ⁽⁷⁾ ed i *Fondi pensione* ⁽⁸⁾.

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 ⁽⁹⁾;
- 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 ⁽¹⁰⁾;
- 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 ⁽¹¹⁾;
- 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 ripa-

gare 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*)⁽¹²⁾;

- 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 lavoratori 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 intersettoriali. 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"

Note

⁽¹⁾ Il d.lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza, comunemente noto come "Legge Draghi") ha operato una potenzialmente interessante riforma della rappresentanza degli azionisti, limitatamente alle assemblee delle società con azioni quotate in borsa. Lo spirito della riforma è quello di facilitare l'esercizio del diritto di voto da parte dei piccoli azionisti, attraverso uno dei pochi mezzi concretamente possibili: far votare in vece propria un rappresentante, a ciò interessato o comunque disponibile. In particolare, gli strumenti previsti dalla legge sono due: 1) la "sollecitazione" del rilascio delle deleghe, da parte di soggetti a ciò interessati, per il tramite di intermediari finanziari; 2) la "raccolta" di deleghe tra i propri associati e nell'esclusivo interesse di questi ultimi da parte di "associazioni di azionisti". L'art. 137, comma 3, TUF, in deroga alle previsioni di cui all'art. 2372 c.c., introduce per la sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto una disciplina più liberale: segnatamente, è ammessa la possibilità che lo statuto sociale contempli disposizioni specifiche, dirette a facilitare la raccolta delle deleghe di voto presso gli azionisti dipendenti. Una importante limitazione riguarda le società cooperative che non godono di questa facoltà, limitando di fatto la possibilità per tale forma sociale di proporsi quale valida alternativa all'ESOP. Inoltre, l'art. 140 TUF prevede che la sollecitazione sia riservata alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società di capitali aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione e la rappresentanza di soci in assemblea. Per tali ultime società, gli esponenti aziendali devono possedere i requisiti di onorabilità previsti per le SIM.

⁽²⁾ Una prima ipotesi potrebbe essere quella della c.d. *associazione in partecipazione*. L'associazione in partecipazione è un contratto mediante il quale l'imprenditore/associante acquista i beni apportati dall'associato e ne dispone libe-

ramente per lo svolgimento della propria attività mentre l'associato acquista un diritto di credito a partecipare agli eventuali utili. L'associazione in partecipazione, pertanto, non dà vita a una società, né ad un fondo comune. L'associato perciò, non diventa socio dell'associante che è il solo responsabile verso i terzi, ai quali è normalmente ignota, o comunque indifferente, la partecipazione dell'associato. Un'altra possibilità è offerta dai patti parasociali. Secondo questa ipotesi i lavoratori azionisti stipulano un patto di sindacato per esercitare in comune il diritto di voto. Poiché però le azioni non verrebbero conferite al patto, ma rimarrebbero intestate ai lavoratori azionisti, resterebbe il problema di assicurare l'esercizio di voto in assemblea ai membri del patto, attraverso la raccolta di deleghe o l'intestazione fiduciaria.

(³) L'introduzione del trust nel nostro ordinamento è stata contestata anche alla luce del principio del numero chiuso dei diritti reali.

(⁴) Tale caratteristica è un retaggio della tradizionale distinzione tra *common law* ed *equity*, tipica dell'ordinamento inglese: fintantoché il *trustee* non avesse violato gli obblighi sullo stesso gravanti, la fattispecie sarebbe stata disciplinata dalle norme di *common law*, essendo riconosciute al *trustee* le più ampie facoltà in merito ai beni costituiti in trust; viceversa, qualora il *trustee* avesse violato la fiducia allo stesso accordata dal *settlor* ovvero avesse pregiudicato i diritti spettanti ai beneficiari, in assenza di appositi rimedi *at law* avrebbero trovato applicazione le regole elaborate dalle corti di *equity* (i.e. *tracing*, *constructive trust*, ecc.). In considerazione di tale rilievo, la tutela prevista per i casi di trust si presentava come eventuale e necessariamente demandata ad una valutazione *ex post* dell'autorità giudiziaria.

(⁵) Il trust trova diffuso impiego nell'ambito delle relazioni economiche e dei traffici commerciali e finanziari internazionali. E l'apertura dell'Italia verso l'Europa nel settore dei mercati e degli intermediari finanziari (*in primis* con il recepimento della direttiva n. 93/22/CEE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari, e della direttiva n. 93/6/CEE del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, con d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415) si riflette quindi sulla possibilità di operare in Italia dei trust esteri che intendano proporre in Italia servizi *latu sensu* finanziari nel rispetto delle normative di settore.

(⁶) I Fondi comuni di investimento mobiliare aperti possono essere gestiti solo da società per azioni, aventi per oggetto esclusivo la gestione di tali "fondi", previa apposita autorizzazione del Ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia. Le somme versate dai partecipanti sono investite dalla società di gestione in "strumenti finanziari" il più possibile diversificati (azioni, obbligazioni, titoli vari) e adeguatamente frazionati fra i vari emittenti, valori che restano di proprietà del "fondo" gestito, ma che possono essere, nell'interesse dei partecipanti, negoziati, sostituiti, fatti ruotare, nella prospettiva di una massimizzazione dell'investimento (che si avvale anche di disposizioni tributarie vantaggiose); i partecipanti hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle loro quote, che deve essere eseguito in denaro,

entro 15 giorni dalla richiesta, provvedendo a liquidare in favore del singolo richiedente i valori di sua pertinenza.

(⁷) Le Società di investimento a capitale variabile (SICAV) investono direttamente in valori mobiliari il proprio patrimonio, raccolto offrendo al pubblico in via continuativa proprie azioni.

(⁸) I Fondi pensione mirano ad assicurare a lavoratori, dipendenti o autonomi, trattamenti pensionistici complementari. Il patrimonio del fondo si costituisce con le contribuzioni dei datori di lavoro e/o con le contribuzioni dei lavoratori. Le risorse devono essere gestite con particolare cautela e sotto un regime di stretta sorveglianza pubblica. I regolamenti di ciascun fondo specificano dopo quanto tempo e con quali modalità i lavoratori partecipanti hanno diritto di ricevere dal fondo trattamenti complementari rispetto alle forme pensionistiche obbligatorie.

(⁹) Fino ad oggi tale disposizione, che intendeva incentivare la diffusione delle azioni presso i prestatori di lavoro, è rimasta praticamente senza applicazione.

(¹⁰) Come ormai noto, l'operazione di *Leveraged Buy Out* – indicato per comodità con il suo acronimo "LBO" – designa, nel gergo economico-finanziario anglosassone, una particolare tecnica di acquisto da parte di una società della totalità o della maggioranza del pacchetto azionario di un'altra società, a mezzo di finanziamenti concessi da uno o più soggetti terzi e garantiti dai beni della società acquistata: l'acquisto del pacchetto azionario (*buyout*) è "*leveraged*", cioè è reso possibile per l'acquirente mediante indebitamento, grazie all'intervento di terzi finanziatori. Una possibilità operativa prevede la costituzione da parte dell'acquirente di una società veicolo appositamente creata per la conclusione dell'operazione.

(¹¹) Questa disposizione permette, in caso di aumento di capitale effettuato da una società per azioni, di escludere dal diritto di opzione, riconosciuto di norma ai vecchi azionisti, fino a 1/4 delle azioni di nuova emissione, qualora queste siano offerte ai dipendenti della società emittente (o di società che la controllano o che sono da essa controllate) con delibera approvata dall'assemblea straordinaria. Se, poi, la società è quotata, il TUF fissa nella misura dell'1% del capitale sociale il limite all'emissione di nuove azioni a favore dei dipendenti (art. 134).

(¹²) Il Testo Unico delle Imposte sui Redditi, infine, prevede agevolazioni fiscali per le azioni distribuite alla generalità dei dipendenti in attuazione di piani di azionariato diffuso e per le *stock options*. Non è questa però la sede in cui approfondire tale tematica.