

Alma Mater Studiorum \grave{E} Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

ISTITUZIONI E MERCATI, DIRITTI E TUTELE:
DIRITTO DELLE SOCIETÀ E DEI MERCATI FINANZIARI

Ciclo XXIX

Settore concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore scientifico-disciplinare: IUS/04

~~L~~AZIONARIATO DEI DIPENDENTI
TRA DIRITTO INTERNO E DIRITTO EUROPEO

Presentata da: Eleonora Pagani

Coordinatore Dottorato

Chiar.ma Prof.ssa Marcella Gola

Relatore

Chiar.mo Prof. Alberto Musso

Esame finale anno 2017

INDICE

INTRODUZIONE

1. Le ragioni di uno studio
2. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione
3. Società lucrative e società cooperative
4. Piano dell'elaborato

CAPITOLO I

GLI INDIRIZZI DELL'UNIONE EUROPEA IN MATERIA DI PARTECIPAZIONE FINANZIARIA DEI LAVORATORI

1. Premessa
2. La partecipazione finanziaria dei lavoratori negli anni Settanta e Ottanta
3. Gli anni Novanta: la Raccomandazione del 1992 e i Rapporti PEPPER I e II
4. Il nuovo millennio
5. La partecipazione finanziaria dei lavoratori quale strumento per migliorare il governo societario
6. Lo studio *“The promotion of Employee Ownership and Participation”* dell'ottobre 2014
 - 6.1. Le motivazioni per la promozione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori
 - 6.2. Opzioni future
7. Osservazioni conclusive

CAPITOLO II

LA LETTERATURA ECONOMICA SULLA PARTECIPAZIONE DEI DIPENDENTI AL CAPITALE D'IMPRESA

1. Gli studi in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori
2. L'economia dell'informazione ed il modello principale ó agente
3. La *team production theory*
4. Gli effetti sulla *performance* d'impresa
5. Partecipazione ed innovazione
6. Interazioni tra partecipazione finanziaria e coinvolgimento nelle decisioni
7. I vantaggi per il lavoratore

8. I rimedi allo *shirking*
9. Il rischio per il lavoratore
10. Alcune osservazioni

CAPITOLO III

L'ORDINAMENTO INTERNO

SEZIONE I

IL QUADRO STORICO

1. Dalle azioni industriali al codice civile
2. L'esperienza dei Consigli di Gestione
3. L'art. 46 della Costituzione
4. L'art. 47 della Costituzione
5. Il ruolo delle Parti Sociali
6. L'azionariato dei dipendenti nelle privatizzazioni

SEZIONE II

LA DISCIPLINA SOSTANZIALE DELL'AZIONARIATO DEI DIPENDENTI

7. L'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti
 - 7.1 Modalità di emissione e destinatari
 - 7.2 Caratteristiche delle azioni emesse e categorie speciali di azioni
8. Gli strumenti finanziari partecipativi assegnati ai dipendenti
 - 8.1 Disciplina degli strumenti finanziari partecipativi
9. La sottoscrizione di azioni a pagamento
10. L'assistenza finanziaria volta a favorire l'acquisto di azioni da parte dei lavoratori
11. Azionariato dei dipendenti e corretta informazione del mercato
12. La posizione del dipendente ó azionista nella società con titoli quotati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante: l'acquisto di azioni proprie
13. L'espressione del voto tramite delega da parte dei dipendenti ó azionisti
14. Le assemblee speciali di azionisti
15. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione: due profili distinti ma collegati

SEZIONE III

LA DISCIPLINA DEGLI INCENTIVI

16. Gli incentivi di carattere fiscale ai piani di partecipazione azionaria dei lavoratori all'impresa
17. Il Fondo per incentivare la partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato
18. Il frammentato quadro normativo italiano

CAPITOLO IV

IL DIALOGO TRA DIRITTO INTERNO E DIRITTO EUROPEO

1. Le prospettive aperte dal dialogo con il diritto europeo
2. Gli *Employee share ownership plans* (ESOP)
3. La possibile attuazione dell'ESOP in Italia
4. Azionariato dei dipendenti e gestione collettiva delle azioni
 - 4.1 *Segue*: i fondi pensione
5. Le alternative all'ESOP quale meccanismo di successione aziendale: il *workers buyout*
6. Il dipendente ó azionista quale investitore di lungo periodo nel diritto europeo
7. Orizzonte di lungo periodo e investimento di lungo corso
 - 7.1 Gli incentivi alla detenzione prolungata delle azioni
8. Brevi conclusioni

INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Le ragioni di uno studio. 2. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione. 3. Società lucrative e società cooperative. 4. Piano dell'elaborato.

1. Le ragioni di uno studio.

Il tema della partecipazione dei lavoratori al capitale d'impresa non è certo nuovo allo studioso di diritto italiano, ormai ben avvezzo al ciclico riproporsi di più o meno accesi dibattiti sull'argomento, spesso originati dalla presentazione di un qualche innovativo disegno di legge sistematicamente destinato a naufragare nell'oblio del legislatore e delle parti sociali.

A riprova di ciò, è sufficiente limitarsi a ripercorrere l'esperienza degli ultimi anni, a partire dalla presentazione nel corso degli anni 2008 e 2009 di ben quattro disegni di legge in materia ⁽¹⁾, poi unificati in una bozza di testo legislativo bipartisan ⁽²⁾, la quale prevedeva per le imprese la scelta volontaria tra nove forme di partecipazione più o meno forte da introdurre tramite la stipula di un contratto collettivo con le organizzazioni sindacali ⁽³⁾.

¹ Si tratta dei disegni di legge n. 803 del 2008, firmato dall'on. Maurizio Castro del PDL, n. 964 del 2008 dell'on. Tiziano Treu (PD); seguirono il n. 1307 del 2008 degli Onorevoli Anna Bonfisco e Francesco Casoli (PDL) e il n. 1531 del 2009 dell'on. Benedetto Adragna (PD).

² Disegno di legge Ichino 19 maggio 2009, Bozza provvisoria di testo unificato in materia di partecipazione dei lavoratori nell'impresa, sul punto, M. NAPOLI, *La discussione parlamentare sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese: la via del sostegno tributario*, in *Dir. Rel. Ind.*, 2010, p. 72 ss.

³ Le forme di partecipazione previste erano le seguenti (Art. 1, comma 1): a) *obblighi di informazione o consultazione a carico dell'impresa stessa nei confronti delle organizzazioni sindacali stesse, dei lavoratori, o di appositi organi individuati dal contratto medesimo, in conformità con il diritto comunitario laddove esso ponga disposizioni vincolanti in proposito;* b) *procedure di verifica dell'applicazione e degli esiti di piani o decisioni concordate, anche attraverso l'istituzione di organismi congiunti, paritetici o comunque misti, dotati delle corrispondenti prerogative;* c) *istituzione di organismi congiunti, paritetici o comunque misti, dotati di competenze e poteri di indirizzo o controllo in materie quali la sicurezza dei luoghi di lavoro e la salute dei lavoratori, l'organizzazione del lavoro, la formazione professionale, la promozione delle pari opportunità, le forme di remunerazione collegata al risultato, i servizi sociali destinati ai lavoratori e alle loro famiglie, ogni altra materia attinente alla responsabilità sociale dell'impresa;* d) *controllo sull'andamento o su determinate scelte di gestione aziendali, mediante partecipazione di rappresentanti eletti dai lavoratori o designati dalle organizzazioni sindacali in organi di sorveglianza;* e) *istituzione di forme di partecipazione dei lavoratori agli utili dell'impresa;* f) *partecipazione dei lavoratori al risultato di piani industriali di cui all'articolo 5;* g) *trasformazione di quote di trattamento di fine rapporto destinate a maturare in futuro in azioni o quote di capitale societario, sotto condizione dell'adesione dei singoli lavoratori interessati;* h) *la partecipazione di rappresentanti dei lavoratori al consiglio di sorveglianza, a norma dell'articolo 3;* i) *accesso dei lavoratori dipendenti al capitale dell'impresa attraverso la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, che abbiano*

Il corso di tale testo veniva interrotto nell'estate del 2009 dall'allora Ministro del Lavoro, il quale convocava imprenditori e sindacati per arrivare alla sottoscrizione di un Avviso Comune sul tema della partecipazione dei lavoratori, obiettivo raggiunto in data 9 dicembre 2009 con le sottoscrizioni di Confindustria, Cisl e Uil che aprivano dodici mesi di consultazione sull'argomento.

Esito di tali consultazioni era l'emanazione, il 7 luglio 2010, del c.d. "Codice della partecipazione", strumento di *soft law* contenente *una raccolta selezionata, ragionata e organica della normativa vigente e alcune delle buone prassi già sperimentate o da avviare nei prossimi mesi (i), nella consapevolezza che l'economia della partecipazione presuppone e determina, al tempo stesso, un modello d'impresa sempre più attento al valore della persona e un modello di sindacato quale soggetto attivo dello sviluppo e della diffusione del benessere*⁽⁴⁾.

Successivamente, il 23 febbraio 2012, un comitato parlamentare ristretto presentava una nuova proposta⁽⁵⁾, riprendendo il disegno di legge unificato del 2009⁽⁶⁾, riproponendo

tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle azioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa.

⁴ In realtà tale strumento di *soft law*, elogiato da più parti per la sua capacità di cogliere le istanze delle parti sociali e per l'utilizzo di una tecnica legislativa che sembrava avvicinare l'Italia all'Unione Europea, ha portato al ritardo e dunque alla mancata attuazione di un progetto di legge sul quale si era già giunti ad un travagliato accordo. Il Codice della Partecipazione è reperibile sul sito del ministero del lavoro, www.lavoro.gov.it ed approfonditamente analizzato da R. CARAGNANO, *Il Codice della Partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Giuffrè, Milano, 2011.

⁵ Legislatura 16^a, Commissioni 6^o e 11^o riunite, Resoconto sommario n. 7 del 28/02/2012, consultabile in www.senato.it. In tale sede si è approvato il testo unificato per i disegni di legge 803, 964, 1307, 1531 e 2572. Quest'ultimo disegno di legge è stato presentato nel 2011 ad iniziativa dei senatori Lannutti, Mascitelli, Carlino, contiene disposizioni in materia di partecipazione dei lavoratori alla gestione e ha influito sulla previsione della partecipazione dei lavoratori ai consigli di sorveglianza.

⁶ Mantenendo la struttura in cinque articoli si riproponevano le nove forme di partecipazione illustrate nel progetto precedente, inserendo la previsione all'art. 1, comma 2 che le forme di partecipazione di cui al comma uno, lettere e), g), ed i) (ossia le forme di partecipazione finanziaria) fossero agevolate nei limiti della dotazione del Fondo istituito a norma dell'articolo 5, secondo modalità di accesso e di attribuzione delle risorse stabilite con decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze e il Ministro dello sviluppo economico. Con l'art. 5 si prevedeva, dunque, l'istituzione nello stato di previsione del Ministero del lavoro e delle politiche sociali di un fondo per la partecipazione dei lavoratori nelle imprese pari a 100 milioni di euro. Le forme di partecipazione dovevano dunque essere istituite attraverso un contratto collettivo aziendale, che poteva essere stipulato con effetti estesi a tutti i dipendenti dell'impresa o dell'unità produttiva a cui il contratto stesso si riferisse, alle condizioni e con i requisiti stabiliti da un accordo interconfederale stipulato dalle confederazioni comparativamente maggiormente rappresentative, applicabile nell'unità produttiva. In mancanza di un accordo interconfederale applicabile, si prevedeva l'applicazione dei criteri dell'accordo interconfederale del 2011 (Art. 2). Per quanto riguarda nello specifico la partecipazione azionaria dei lavoratori si prevedeva anche in questo caso che i contratti collettivi o individuali potessero disporre l'accesso privilegiato dei dipendenti dell'impresa al possesso di azioni o quote di capitale dell'impresa stessa, direttamente o mediante la costituzione di apposite società di investimento, ovvero fondazioni, o associazioni alle quali i dipendenti potessero partecipare. Nuovamente non si sceglieva quindi *ex ante* una

le nove forme di partecipazione illustrate nel progetto precedente.

Detto testo confluiva, dunque, in una delega al Governo contenuta nell'articolo 4, commi 62 - 63 della legge 28 giugno 2012, n. 92 (cd. Riforma Fornero), che *dal fine di conferire organicità e sistematicità alle norme in materia di informazione e consultazione dei lavoratori, nonché di partecipazione dei dipendenti agli utili e al capitale*, delegava il Governo ad adottare entro nove mesi dalla data di entrata in vigore della medesima, su proposta del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, uno o più decreti legislativi *finalizzati a favorire le forme di coinvolgimento dei lavoratori nell'impresa* (⁷).

tra le tre forme indicate come possibili. Un contratto aziendale poteva disporre che una quota non superiore al 20 per cento della retribuzione futura di ciascun dipendente fosse costituita da partecipazioni azionarie o quote di capitale o diritti di opzione sulle stesse attribuite a una società di investimento cui tutti i dipendenti avessero diritto di partecipare. Alle deliberazioni di aumento di capitale finalizzate a consentire la partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa, secondo quanto previsto dai due commi precedenti, non si applicavano le disposizioni contenute nell'articolo 2441 del codice civile. Infine si stabiliva che non concorressero a formare il reddito da lavoro dipendente i prestiti concessi ai dipendenti al fine di agevolare la loro adesione a piani di partecipazione azionaria, nei limiti delle risorse di cui al Fondo istituito secondo la previsione dell'art. 5.

⁷ Nella delega si prevedeva che la partecipazione dei lavoratori dovesse essere attivata tramite la stipulazione di un contratto collettivo aziendale nel rispetto dei seguenti principi: *āa) individuazione degli obblighi di informazione, consultazione o negoziazione a carico dell'impresa nei confronti delle organizzazioni sindacali, dei lavoratori, o di appositi organi individuati dal contratto medesimo, nel rispetto dei livelli minimi fissati dal decreto legislativo 6 febbraio 2007, n. 25, di recepimento della direttiva 2002/14/CE sull'informazione e consultazione dei lavoratori; b) previsione di procedure di verifica dell'applicazione e degli esiti di piani o decisioni concordate, anche attraverso la istituzione di organismi congiunti, paritetici o comunque misti, dotati delle prerogative adeguate; c) istituzione di organismi congiunti, paritetici o comunque misti, dotati di competenze di controllo e partecipazione nella gestione di materie quali la sicurezza dei luoghi di lavoro e la salute dei lavoratori, l'organizzazione del lavoro, la formazione professionale, la promozione e l'attuazione di una situazione effettiva di pari opportunità, le forme di remunerazione collegate al risultato, i servizi sociali destinati ai lavoratori e alle loro famiglie, forme di welfare aziendale, ogni altra materia attinente alla responsabilità sociale dell'impresa; d) controllo sull'andamento o su determinate scelte di gestione aziendali, mediante partecipazione di rappresentanti eletti dai lavoratori o designati dalle organizzazioni sindacali in organi di sorveglianza; e) previsione della partecipazione dei lavoratori dipendenti agli utili o al capitale dell'impresa e della partecipazione dei lavoratori all'attuazione e al risultato di piani industriali, con istituzione di forme di accesso dei rappresentanti sindacali alle informazioni sull'andamento dei piani medesimi; f) previsione che nelle imprese esercitate in forma di società per azioni o di società europea, a norma del regolamento (CE) n. 2157/2001 del Consiglio, dell'8 ottobre 2001, che occupino complessivamente più di trecento lavoratori e nelle quali lo statuto preveda che l'amministrazione e il controllo sono esercitati da un consiglio di gestione e da un consiglio di sorveglianza, in conformità agli articoli da 2409-octies a 2409-quaterdecies del codice civile, possa essere prevista la partecipazione di rappresentanti dei lavoratori nel consiglio di sorveglianza come membri a pieno titolo di tale organo, con gli stessi diritti e gli stessi obblighi dei membri che rappresentano gli azionisti, compreso il diritto di voto; g) previsione dell'accesso privilegiato dei lavoratori dipendenti al possesso di azioni, quote del capitale dell'impresa, o diritti di opzione sulle stesse, direttamente o mediante la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, i quali abbiano tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle partecipazioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa*. Per commenti a tale delega si vedano E. MENEGATTI, *La delega sulla partecipazione dei lavoratori: verso un nuovo modello di relazioni industriali?*, in F. CARINCI ó M. MISCIONE (a cura di), *Commentario alla Riforma Fornero*,

In seguito ad un confronto tra le parti sociali ed il Governo, in data 21 novembre 2012 venivano dunque siglate, pur senza l'adesione della CGIL, le "Linee programmatiche per la crescita della produttività e competitività in Italia", cd. "Accordo sulla produttività" (⁸), nelle quali un punto *ad hoc* veniva dedicato alla partecipazione dei lavoratori nell'impresa (⁹).

Anche la delega di cui alla Legge Fornero rimaneva, però, inattuata.

Tuttavia, nuovi disegni di legge in materia venivano presentati nel corso del 2013, del 2014 e del 2015 (¹⁰), ancora senza approdo concreto.

Nei medesimi anni, la legge finanziaria n. 47 del 2013 all'art. 1, comma 180, istituiva presso il Ministero del Lavoro un Fondo con dotazione di 2 milioni di euro per il 2014 e di 5 milioni di euro per il 2015 al fine di incentivare la partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili di impresa nonché di favorire la diffusione di piani di azionariato dei

Suppl. a DPL n. 33, 15 settembre 2012; R. CARAGNANO, *La riforma in una prospettiva di relazioni industriali: la delega sulla partecipazione*, in M. MAGNANI ó M. TIRABOSCHI, in *La nuova riforma del lavoro. Commentario alla legge 28 giugno 2012, n. 92*, Giuffrè, Milano, 2012; R. CARAGNANO ó A. STOCORO, *Articolo 4, commi 62-63 ó Informazione, consultazione dei lavoratori e democrazia economica. La legge delega sulla partecipazione: luci, ombre e prospettive de jure condendo*, in *Lavoro: una riforma sbagliata. Ulteriori osservazioni sul DDL n. 5256/2012, Disposizioni in materia di riforma del mercato del lavoro in una prospettiva di crescita*, P. RAUSEI ó M. TIRABOSCHI (a cura di), *Adapt Labour Studies e-book series* n. 2.

⁸ M. CORTI - A. SARTORI, *L'accordo sulla crescita della produttività e della competitività, il secondo decreto «crescita» e la legge anticorruzione*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2013, n. 1, p. 3 ss.

⁹ *«4. La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le Parti, tenuto conto che la legge 28 giugno 2012, n.92, dispone che siano i contratti collettivi a dare attuazione alle misure per la partecipazione, ritengono che il Governo, nella prospettiva di conferire organicità e sistematicità alle norme in materia di informazione e consultazione dei lavoratori, nonché di partecipazione dei dipendenti agli utili e al capitale, debba esercitare la delega in materia subordinatamente ad un approfondito confronto con le Parti sociali. La cultura della partecipazione è favorita, altresì, da un modello di relazioni industriali moderno, attento agli obiettivi generali dell'economia, orientato alla competitività delle imprese allo sviluppo coeso dei territori e al miglioramento delle condizioni e della qualità del lavoro. La cultura della collaborazione fra imprese e lavoratori è favorita, anche, dal ruolo che possono svolgere gli enti bilaterali di matrice contrattuale per la diffusione di modelli partecipativi. Per diffondere questa cultura le Parti ritengono opportuno valorizzare, nei diversi livelli contrattuali, i momenti di informazione e consultazione previsti, anche per favorire un responsabile coinvolgimento nelle scelte dell'impresa sulle materie che migliorano la produttività, le condizioni di lavoro, lo sviluppo dell'impresa. In questa prospettiva le Parti ritengono, altresì, utile monitorare e rendere più omogenee le forme di welfare contrattuale fin qui realizzate con effetti positivi sia per la collettività in cui agiscono che per i lavoratori che ne beneficiano. In questo ambito le Parti ritengono che i contributi che le imprese e lavoratori versano per i sistemi di welfare contrattuale definiti dalla contrattazione collettiva nazionale e/o di secondo livello debbano beneficiare di un regime fiscale e contributivo di vantaggio, a partire dalla previdenza complementare. Le Parti ritengono, infine, utile avviare un confronto sul quadro di riferimento normativo per favorire l'incentivazione dell'azionariato volontario dei dipendenti, anche in forme collettive».*

¹⁰ Si tratta dei disegni di legge numero 395, presentato alla Camera da Renata Polverini il 21 marzo 2013; numero 338, presentato al Senato da Antonio De Poli in data 29 marzo 2013, numero 640, presentato alla Camera da Barbara Saltamartini il 3 aprile 2013; numero 1051, presentato al Senato in data 19 settembre 2015 da Maurizio Sacconi.

lavoratori. Lo schema di decreto interministeriale del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze previsto dall'articolo 1, comma 180, della L. 147/2013 veniva però presentato solamente nel 2011, per poi essere emanato in data 20 giugno 2016, con una dotazione patrimoniale molto inferiore a quella previamente preventivata ⁽¹¹⁾.

Accanto a queste disposizioni, l'articolo 1, commi 182 - 189, della l. 208/2015 (legge di stabilità per il 2016) e la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di bilancio 2017), all'art. 1, comma 159, lett. c) concedevano agevolazioni di carattere fiscale per le somme erogate sotto forma di partecipazione agli utili dell'impresa oltre che per gli emolumenti retributivi dei lavoratori dipendenti privati di ammontare variabile e la cui corresponsione sia legata ad incrementi di produttività, redditività, qualità, efficienza ed innovazione, misurabili e verificabili nonché per le azioni siano assegnate ai lavoratori in sostituzione dei premi monetari ⁽¹²⁾.

Contemporaneamente, sul piano europeo si affastellavano una serie di interventi non vincolanti in materia di partecipazione finanziaria ⁽¹³⁾, i quali, trovando un *incipit* nel *Memorandum sulla partecipazione dei lavoratori alla formazione dei patrimoni* adottato dalla Commissione Europea il 27 agosto 1979 ⁽¹⁴⁾, giungevano all'emanazione della Risoluzione del Parlamento Europeo del 14 gennaio 2014, volta ad incoraggiare la diffusione di modelli di partecipazione e al conseguente lancio di un progetto pilota della Commissione Europea in materia, culminato nella pubblicazione dello studio

¹¹ Registrato alla Corte dei Conti in data 12 settembre 2016 e disponibile sul sito internet istituzionale del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, all'indirizzo www.lavoro.gov.it, sezione "Normativa". In materia, vd. F. AMBROSIO - G. MARIANETTI, *«Azionariato dei dipendenti. Incentivi in cerca di chiarimenti»*, in IPSOA Quotidiano del 21 ottobre 2016. Più ampiamente sul punto, vd. cap. III.

¹² Per un approfondimento del profilo fiscale dei piani di partecipazione azionaria dei lavoratori, si rinvia al cap. III.

¹³ Si rimanda dunque ad altre sedi per approfondimenti sugli interventi comunitari inerenti i diritti di informazione e consultazione nonché la partecipazione dei lavoratori alla gestione. Su questi aspetti si vedano G. ARRIGO ó G. CASALE, *La partecipazione dei lavoratori. Rassegna comparata di nozioni e normative*, Eidos, Roma, 2011; M. CORTI, *La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l'esperienza comparata*, Vita e Pensiero, Milano, 2012; E. AVANZI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: gli indirizzi dell'Unione Europea*, in A.V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003; A. PILATI, *Prospettive comunitarie della partecipazione dei lavoratori*, in *Lav. e dir.*, 2001, p. 63 ss.; L. ZOPPOLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005, Milano, 2006; P. SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, p. 770 ss.

¹⁴ *Memorandum sulla partecipazione dei lavoratori alla formazione dei patrimoni* (COM(79) 190 def.), 28 agosto 1979.

“*Promotion of employee ownership and participation*” nel novembre 2014 (¹⁵).

Considerato che quanto brevemente riportato, specialmente in relazione al panorama normativo italiano, non è che la descrizione di quanto accaduto in meno di dieci anni, che i vari tentativi di intervento in materia sono approdati ad un nulla (o quasi) di fatto e che le esperienze partecipative implementate in Italia sono limitate per numero e rilevanza (¹⁶), il giurista non può che domandarsi se abbia ancora un senso dare attuazione ad un istituto previsto, quanto meno in alcuni elementi essenziali, dal legislatore o se, invece, di tale istituto vada sancita la morte.

Ciò nella consapevolezza che, se qualche speranza si vuole dare alla partecipazione dei lavoratori al capitale dell'impresa, essa non può che fondarsi su basi nuove o, quanto meno, rinnovate.

È, dunque, a tale quesito che il presente scritto tenta di dare risposta. Ciò, anche a fronte di una scarsa attenzione mostrata dagli studiosi di diritto commerciale alla partecipazione finanziaria all'impresa, che conduce a ricorrere al supporto della dottrina giuslavorista ove la prima sia carente. I confini dell'una e dell'altra branca del diritto rimangono pur tuttavia distinti: se il diritto commerciale cura la predisposizione degli strumenti che garantiscono la partecipazione dei dipendenti agli utili e (soprattutto) al capitale di impresa e i diritti patrimoniali ed amministrativi che ad essi si accompagnano, il diritto del lavoro si concentra specialmente sul rapporto di tali strumenti con la retribuzione e con la contrattazione collettiva, nonché sulle modalità di rappresentanza che ad essi si collegano (¹⁷).

2. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione.

Ciò premesso, prima di procedere nella trattazione, occorre munirsi di alcune nozioni fondamentali.

Il termine “*partecipazione*” rinvia infatti ad una categoria “*polisensa e tecnicamente*

¹⁵ Sull'evoluzione del dibattito europeo in tema di partecipazione finanziaria dei lavoratori, più approfonditamente al capitolo I.

¹⁶ Si veda le esperienze raccolte nel cd. Codice della Partecipazione e in R. CARAGNANO, *op. cit.*

¹⁷ A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2005, p. 4: “*Sul versante tecnico-giuridico, la complessità del tema dipende dalla sua inevitabile interdisciplinarietà. Esso interessa il diritto del lavoro, specie quando attuato in forma di partecipazione agli utili. Interessa il diritto commerciale, soprattutto se realizzato mediante forme di partecipazione al capitale delle società datori di lavoro. Sotto quest'ultimo aspetto, entrando in gioco strumenti finanziari (ed eventualmente anche società quotate), riguarda anche il diritto dei mercati finanziari.*”

indeterminata⁽¹⁸⁾, che *oper longevità e latitudine semantico-concettuale*, determina una nozione *ambigua, sfuggente e camaleontica*⁽¹⁹⁾.

Ritenendo superfluo ripercorrere in questa sede l'ampio dibattito dottrinale sul significato da attribuire alla nozione di *partecipazione*⁽²⁰⁾, sul quale tanto si è scritto,

¹⁸ L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, pp. 3 - 4.

¹⁹ L. ZOPPOLI, *op. cit.*, p.5.

²⁰ M. BIASI, *On the Uses and Misuses of Worker Participation: Different Forms for Different Aims of Employee Involvement*, in *The International Journal of Comparative Labour Law and Industrial Relations*, 2014, n. 4, p. 459 ss., sottolinea come *one of the most significant aspects of worker participation is the problematic nature of the definition: as one author has pointed out, participation can be regarded as a generic term [] ranging from information, consultation, and collective bargaining to more extensive involvement in the employer's decision-making process*. Vi è, infatti, chi ha distinto la *partecipazione in senso ampio*, con essa riferendosi a ogni processo che consenta ai lavoratori di esercitare una qualche forma di influenza sul proprio lavoro, sulle condizioni e sui risultati dello stesso, dalla *partecipazione in senso stretto* l'insieme degli organismi e delle procedure, che possono essere istituiti a livello dell'impresa societaria o delle sue articolazioni organizzative per imporre decisioni comuni su materie ricomprese nel potere di gestione dell'impresa (cfr. E. POUTSMA, *Recent trends in employee financial participation in the European Union*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Dublino, 2001; ma si veda anche M. J. BONELL, *Partecipazione operaia e diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, p. 5). Altri hanno distinto la *partecipazione antagonista*, diretta a modificare o ribaltare l'asimmetria intrinseca del rapporto di lavoro salariato e della condizione dei lavoratori nella società, dalla *partecipazione collaborativa*, diretta a migliorare la posizione socio-economica del lavoratore, e correggere la menzionata asimmetria, senza modificare la ragione sociale dell'impresa e l'assetto del capitalismo (cfr. G. BAGLIONI, *Democrazia impossibile? I modelli collaborativi nell'impresa: il difficile cammino della partecipazione tra democrazia ed efficienza*, Il Mulino, Bologna, 1995); nonché dalla *partecipazione integrativa*, diretta a coinvolgere i lavoratori, anche individualmente e non necessariamente tramite loro rappresentanze, nell'andamento dell'impresa (L. ZOPPOLI, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'azienda*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, 2011). Ancora, si è parlato di *partecipazione disgiuntiva*, che comprende varie forme di controllo sindacale, e *partecipazione integrativa* la quale prevede un controllo effettuato attraverso organismi rappresentativi interni alle imprese o la partecipazione dei dipendenti agli organi societari (cfr. M. J. BONELL, *op. cit.*, pp. 14-15). Vi è poi chi differenzia i regimi di *partecipazione debole*, basata su contrattazione, informazione, consultazione; da quelli di *partecipazione classica*, dicasi partecipazione agli organi della società; e *partecipazione parzialmente forte*, quale quella finanziaria (cfr. P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese* (Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005), Milano, 2006). R. CARAGNANO, *op. cit.*, pp. 8-11, distingue invece tra regimi *forti* di partecipazione, regimi *deboli* e regimi di *non partecipazione*. Secondo l'autrice, il primo modello, detto anche tedesco o renano, prevede la partecipazione dei lavoratori agli organi della società, è obbligatorio per legge o strettamente regolamentato dalla stessa. Il modello debole prevede meccanismi partecipativi definiti da convenzioni e non dalla legge. Il modello di non partecipazione caratterizza ordinamenti in cui i meccanismi partecipativi sono rari e non disciplinati secondo un modello di riferimento. Quanto all'espressione *democrazia industriale*, spesso associata al dibattito sulla partecipazione, essa, portata alla ribalta dai coniugi Webb (V.S. WEBB ó B. WEBB, *Industrial Democracy*, Longmans, Green and co., London, 1902) per indicare gli strumenti a disposizione dei lavoratori volti ad arginare la loro debolezza negoziale consentendo una più equa ripartizione della ricchezza, si è diffusa in Italia grazie agli studi del Prof. Marcello Pedrazzoli (M. PEDRAZZOLI, *Democrazia industriale e subordinazione. Poteri e fattispecie nel sistema giuridico del lavoro*, Giuffrè, Milano, 1985), volti a rileggere il rapporto di lavoro subordinato nella lente del contropotere collettivo dei lavoratori. Con tale espressione, per usare le parole di questo Autore, *si allude precisamente alla formazione e costruzione di poteri controbilancianti il management: fenomeno manifestato dai congegni più disparati, tramite i quali si realizza l'influenza dei lavoratori e*

ma di scarso interesse nella presente sede, a meri fini di delimitazione concettuale dell'area interessata dal presente elaborato, si intende conferire a tale termine il significato etimologico che gli è proprio, ossia di *«prendere parte»* ⁽²¹⁾, per poi declinarlo nelle due distinte fattispecie della *«partecipazione finanziaria»* o *«economica»* e della *«partecipazione alla gestione»*.

Quanto alla prima, essa comprende le varie modalità che consentono al lavoratore di *«prendere parte»* alla proprietà dell'impresa o alla ricchezza dalla medesima prodotta

delle loro organizzazioni sulla conduzione dell'impresa e dell'economia» (M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale e subordinazione*, cit.). Più precisamente, *«costituisce democrazia industriale ogni procedimento o congegno di attribuzione di competenze normative, comunque, in qualunque sede e per qualsiasi materia previsto, in virtù del quale lavoratori o loro rappresentanze concorrono nella formazione di regole (decisioni) destinate a disciplinare le condizioni a cui si presta lavoro»* (M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, vol. IV, Utet, Torino, p. 241 ss.). In tale ottica, la democrazia industriale non è che una dimensione specializzata della libertà sindacale, che non si esaurisce nella collaborazione alla gestione prevista dall'art. 46 Cost., ma comprende le varie modalità di influenza o ingerenza dei lavoratori o dei loro rappresentanti *«che si sostanziano in una partecipazione diretta al processo formativo di regole o comunque di direttive destinate ad operare nel mondo dell'economia e del lavoro»* (M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, cit.). Secondo altro autorevole autore, l'espressione *«democrazia industriale»* è *«termine volto a definire le forme partecipative in chiave funzionale, come strumenti cioè di realizzazione di un sistema di impresa in cui le scelte siano o sia pure in diverso grado o distribuite tra una pluralità di soggetti, anziché concentrate in una sola categoria»* (P. MONTALENTI, Voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, Utet, Torino). Nella nozione di democrazia industriale non rientrano invece la partecipazione dei dipendenti al capitale d'impresa e le forme di collegamento del salario del lavoratore all'andamento dell'impresa, ovvero forme di incidenza sulla proprietà dell'impresa, in quanto rispondenti, semmai, ad un'ottica di *«democrazia economica»*, nella sua accezione redistributiva della quota di ricchezza generata dall'impresa ai lavoratori, ovvero ad un'esigenza di raccolta di risparmio, e solo eventualmente diretta ad incidere sul processo di codeterminazione. La nozione di *«democrazia economica»*, non ha tuttavia significato univoco (D.M. NUTI, *Cosa intendiamo per democrazia economica*, in *Politica ed economia*, 1991, n. 7 ó 8, p. 49 ss.) e presenta maggiore complessità definitoria, essendo ricondotta a finalità di democratizzazione dell'economia, nella quale il capitalismo troverebbe una via d'uscita ai suoi conflitti sociali interni, migliorando la distribuzione ai cittadini dei poteri decisionali nell'economia (S. MAZZAMUTO ó A. GARILLI ó G. BELLAVISTA, *Democrazia economica e democrazia industriale: la nuova frontiera della partecipazione*, in *Un progetto per il Diritto del Lavoro*, Ediesse, Roma, 1991; M. CARRIERI, *La democrazia economica dimezzata: la parabola svedese 1975 ó 1990*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 1991), ovvero di accumulazione di capitale mediante partecipazione azionaria o agli utili da parte dei dipendenti, che condurrebbe alla ridefinizione degli assetti proprietari tradizionali (S. RODOTÀ, *Proprietà e democrazia*, in *Repertorio di fine secolo*, Laterza, Bari, 1992; R. A. DAHL, *La democrazia economica*, Il Mulino, Bologna, 1989). Sul punto, si vedano anche M. CORTI, *La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l'esperienza comparata*, Vita e Pensiero, Milano, 2012, 17; A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 6 ó 7, nt. 12.

²¹ Così facendo, si riprende parzialmente l'accezione del termine adottata da P. MONTALENTI, Voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Enciclopedia del Diritto*, 1994: *«il termine «partecipazione», spesso erroneamente contrapposto alla contrattazione, deve per contro essere assunto nella propria valenza etimologica di «prendere parte» ed impiegato quindi come termine neutro mirato a sintetizzare, di là dei giudizi di valore, tutti i fenomeni di influenza da parte dei lavoratori e/o delle organizzazioni sindacali nei confronti della gestione delle imprese»*. Tuttavia, proprio nell'ottica di maggior neutralità del termine, si ritiene che esso possa essere impiegato anche per riferirsi alle forme di partecipazione *«economica»* all'impresa, che, tuttavia, non si traducono necessariamente in fenomeni di influenza nei confronti della gestione.

(²²).

Perché possa parlarsi, però, di partecipazione finanziaria del lavoratore all'impresa, deve sussistere un collegamento funzionale tra partecipazione finanziaria e rapporto di lavoro, tale da poter affermare che il lavoratore in tanto prenda parte ai risultati economici dell'impresa in quanto impiegato nella medesima e in ragione dell'attività in essa svolta. La partecipazione economica del lavoratore deve, in sostanza, trovare occasione, non necessariamente causa, nel rapporto di lavoro (²³).

Si escluderanno così dalla presente analisi gli investimenti azionari effettuati dal singolo lavoratore in maniera del tutto autonoma rispetto ad accordi con il datore di lavoro e al di fuori di un piano di azionariato dei dipendenti, così come le ipotesi di acquisto di azioni da parte del singolo dipendente in imprese diverse da quella nella quale presta la propria opera, a meno che non si tratti di investimenti effettuati per il tramite di un organismo collettivo (associazione, fondo o *trust*) che riunisce i dipendenti della medesima società e che investe parte delle proprie risorse nella società stessa.

Le ipotesi escluse dalla trattazione, infatti, sebbene patrimonialmente rilevanti per il lavoratore ed interessanti in un'ottica di sviluppo del mercato mobiliare, non determinano alcuna relazione ulteriore del lavoratore con l'impresa presso la quale presta la propria opera, non integrando, pertanto, la nozione di partecipazione.

Ciò chiarito, si intende escludere dall'oggetto della presente trattazione le forme di partecipazione agli utili, le quali, rappresentando una ripartizione del profitto dell'impresa tra il datore di lavoro ed i lavoratori (prevista dagli artt. 2099 c.c. e 2102 c.c.), i quali percepiscono una remunerazione variabile in aggiunta ad un salario fisso, direttamente legata agli utili dell'impresa (*profit sharing*) o ad altri indici di redditività/produzione della stessa (*gain sharing*), rientrano nella nozione di retribuzione, e, conseguentemente, sono ampiamente trattati dalla dottrina giuslavorista

²² Per G. BAGLIONI, *Democrazia impossibile? I modelli collaborativi nell'impresa: il difficile cammino della partecipazione tra democrazia ed efficienza*, Il Mulino, Bologna, 1995, la partecipazione economica comprende le soluzioni che prevedono un collegamento fra i risultati economici conseguiti dall'impresa e la distribuzione di una quota dei profitti ai suoi addetti, come parte variabile del reddito. Riconduce alla partecipazione finanziaria solamente l'azionariato dei dipendenti. In G. BAGLIONI - M. CASTRO - M. FIGURATI - M. NAPOLI - D. PAPARELLA, *Oltre la soglia dello scambio. La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Idee e proposte.*, CESOS, 2000, per partecipazione finanziaria si intende solamente l'azionariato dei dipendenti. Dato il diverso uso dei questi termini in dottrina, per convenzione si utilizzerà qui partecipazione finanziaria con riferimento alla partecipazione agli utili e al capitale, ma si tratterà principalmente della seconda.

²³ A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 94 ss.

(²⁴).

Solo della seconda forma di partecipazione finanziaria, detta anche partecipazione alla proprietà o al capitale, attuata mediante assegnazione ai lavoratori di azioni dell'impresa per cui lavorano (*share ownership*, azionariato dei dipendenti) ci si occuperà, quindi, nel corso dell'elaborato (²⁵).

Si noti, però, che le due forme di partecipazione finanziaria non sono completamente indipendenti: è possibile (²⁶) che le retribuzioni correlate alla produttività aziendale confluiscono in fondi di investimento e di gestione collettiva delle azioni dei dipendenti ovvero che la retribuzione incentivante sia corrisposta sotto forma di azioni (²⁷). Anche queste ipotesi, non possono che essere trattate come forme di partecipazione alla proprietà dell'impresa.

Discorso a parte meriterebbero le *stock - options*, istituto di origine anglosassone, nel cui alveo si riconducono operazioni con caratteristiche giuridiche variegata, aventi la comune *ratio* di attribuire azioni di una società a chi ad essa è legato da rapporti di amministrazione, collaborazione o dipendenza, di modo da instaurare un rapporto tra lo svolgimento di una di queste funzioni e l'attribuzione di azioni (²⁸).

²⁴ Su tale forma di partecipazione finanziaria dei lavoratori si vedano, *ex multis*, L. ANGIELLO, *La retribuzione*, in *Comm. Schlesinger*, Giuffrè, Milano, 2003; M. BIASI, *Retribuzione di produttività, flessibilità e nuove prospettive partecipative*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2014, n. 3, p. 337 ss.; M. BOCCI, *La partecipazione dei lavoratori agli utili: contributo allo studio di una nuova forma di finanziamento dell'assistenza sociale*, Roma, 1941; R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Giuffrè, Milano, 2011; G. FERRI, *Partecipazione agli utili*, in *Enc. Dir.*, XXXII, Giuffrè, Milano, 1982; M. GHIDINI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese e agli utili. La retribuzione mediante partecipazione agli utili*, in *Dir. Fall.*, 1980, I, p. 425 ss.; B. JOSSA, *Autogestione, cooperazione e partecipazione agli utili*, Il Mulino, Bologna, 1988; A. MIGNOLI, *La partecipazione agli utili spettante ai prestatori di lavoro*, in *Riv. Soc.*, 1965, p. 445 ss.; T. TREU, *Le forme retributive incentivanti*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2010, n. 4, p. 637 ss.; M. VITALETTI, *La retribuzione variabile: tecniche e modelli nel sistema della contrattazione collettiva*, Aracne, Roma, 2010; C. ZOLI, *Retribuzione (impiego privato)*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., XXII, Torino, 1996; L. ZOPPOLI (diretto da), *Retribuzione incentivante e rapporti di lavoro: l'applicazione degli accordi sugli incentivi nel settore industriale*, Giuffrè, Milano, 1994.

²⁵ Occorre peraltro specificare che, in seguito alla riforma del diritto societario del 2006, la partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia può avvenire anche mediante l'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2349, 2° co. c.c. Sul punto, più ampiamente, vd. cap. III.

²⁶ E' quanto avviene, per esempio, in Francia, ove, a fianco di schemi di partecipazione agli utili facoltativi od obbligatori (*intéressement e participation*), sono previsti piani di risparmio aziendale (*plans d'épargne*) alimentati dagli stessi premi di *intéressement*, il cui capitale è convogliato in fondi (*Fonds commun de placement d'entreprise*) che lo investono in azioni (R. CARAGNANO, *op. cit.*; MIALON, *Produttività aziendale e politica salariale: le esperienze francesi di interessenza fra retribuzione e produttività*, in M. BIAGI (a cura di), *Retribuzione e redditività*, Maggioli, Rimini, 1990).

²⁷ A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998.

²⁸ R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in *Soc.*, 2001, n. 2, p. 147 e ss. Occorre distinguere, infatti, tra *ō- stock option plans*, ossia piani che attribuiscono ai beneficiari il diritto di

Sebbene molto spesso i piani di *stock-options* vengano accomunati a quelli di azionariato diffuso, la confusione dei due termini, non pare corretta. I primi, infatti, ove intesi in senso stretto, attribuiscono il diritto di acquistare o sottoscrivere un certo ammontare di azioni della società ad un prezzo definito, entro un predefinito periodo di tempo, sono rivolti principalmente al *management* o a specifici dipendenti e ricevono una disciplina fiscale e contributiva differente da quella dei piani di azionariato diffuso rivolti ai dipendenti della società (²⁹).

Non ritenendosi che le *stock - options* siano riconducibili senza riserve alle tematiche inerenti l'azionariato dei dipendenti, esse verranno dunque escluse dalla presente trattazione (³⁰).

Dalla partecipazione finanziaria si distingue poi in modo netto, per modelli, funzioni e aspirazioni, la cd. "partecipazione alla gestione", termine con il quale si "descrive normalmente l'insieme di organismi e procedure, che possono essere istituiti a livello dell'impresa societaria o delle articolazioni organizzative per imporre decisioni comuni su materie ricomprese nei poteri di gestione dell'impresa, assegnando a tal fine una

acquistare o sottoscrivere un certo ammontare di azioni della società ad un prezzo definito, entro un certo periodo di tempo. In capo al beneficiario non sorge quindi alcun obbligo ma unicamente il diritto di esercitare o meno l'opzione e divenire, esercitandola, titolare delle azioni; - stock purchase plans, nei quali al beneficiario è garantita la facoltà di acquistare azioni della società ad un prezzo fisso, normalmente di favore, utilizzando parte della propria retribuzione. A differenza dei piani di stock option veri e propri, tali piani non conferiscono un diritto all'acquisto, ma l'immediata proprietà delle azioni; - stock grant plans, nei quali al beneficiario vengono attribuite gratuitamente azioni della società. In tale categoria sono ricompresi quei piani con i quali l'azienda riconosce, ai dipendenti che hanno fornito performance individuali particolarmente meritevoli e degne di valorizzazione, un determinato ammontare di azioni", cfr. G. CRESPI, Per il foro milanese i diritti di opzione non sono da ritenersi retribuzione, in Resp. Civ. Prev., 2011, n. 2, p. 414 ss.

²⁹ Per un approfondimento dell'argomento si rimanda, tra gli altri, a, A. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in Riv. soc., 1998, p. 1210 e ss.; P. O. ACHARD ó V. CASTELLO, *Partecipazione finanziaria e incentivazione del management: le stock option*, Franco Angeli, Milano, 2000; C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, disponibile su www.associazionepreite.it; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in Riv. Soc., 2011, n. 4, p. 702 ss.; S. CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Bologna, 2003, n. 1, p. 135 ss.; I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, Cedam, Padova, 2011; R. DI PIETRA, *La disclosure dei compensi agli amministratori nei bilanci delle società italiane quotate*, Cedam, Padova, 2012; F. FONTANA ó S. BOZZI (a cura di), *Il ruolo delle stock option e degli altri strumenti a base azionaria*, Luiss University Press, Roma, 2008; P. GUALTIERI, *Dirigenti e capitali di impresa: i piani di stock options*, Il Mulino, Bologna, 1993; R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in Soc. 2001, n. 2, p. 147 e ss.; D. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in P. ABBADESSA ó G. B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, 2009; A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in Giur. Comm. 2006, n. 5, p. 738.

³⁰ Conf. tale impostazione A. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in Riv. soc., 1998, p. 1210 e ss.

specifica rilevanza al punto di vista dei lavoratori⁽³¹⁾, ossia quell'insieme di strumenti che consentono ai lavoratori di prendere parte al processo decisionale dell'impresa e che trova il proprio più alto modello nella cogestione tedesca⁽³²⁾, ma che è stata recentemente sviluppata anche in altri stati europei, quali la Francia⁽³³⁾.

³¹ Cfr. M. D'ANTONA, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. giur.*, XXII, Treccani, Roma, 1990, p. 1.

³² Quest'ultima, a sua volta, si esplica in due livelli: aziendale e societario. A livello aziendale i *Betriebsräte* (Consigli d'azienda), disciplinati dalla *Betriebsverfassungsgesetz* del 1952, modificata nel 1972, hanno diritti di informazione, consultazione, veto e codeterminazione in determinate materie. A livello societario, invece, i lavoratori partecipano agli organi societari e, più specificamente, all'*Aufsichtsrat*, ossia al consiglio di sorveglianza. La partecipazione dei lavoratori all'*Aufsichtsrat*, tuttavia, si articola diversamente a seconda del settore industriale al quale appartiene l'impresa nonché in base al numero di dipendenti nella stessa impiegati. Nelle imprese del settore carbosiderurgico con più di mille dipendenti, in virtù della *Montan-Mitbestimmungsgesetz* del 10 aprile 1951, vige un modello di cogestione paritaria: nel consiglio di sorveglianza di tali imprese siede un egual numero di rappresentanti degli azionisti e di rappresentanti dei lavoratori, oltre ad un ulteriore membro neutrale designato dall'assemblea generale su proposta di entrambe le parti. Il consiglio di vigilanza nomina tra i propri membri il presidente e il vicepresidente, scelti, di norma, il primo tra i rappresentanti degli azionisti e il secondo tra i rappresentanti dei lavoratori. Inoltre, ai fini della nomina dell'*Arbeitsdirektor*, membro del consiglio di gestione, è necessaria non solo la maggioranza dei voti dei membri del consiglio di sorveglianza, ma anche la non opposizione della maggioranza dei rappresentanti dei lavoratori. La *Betriebsverfassungsgesetz* del 1952, modificata dalla *Drittelbeteiligungsgesetz* del 2004, ha in seguito introdotto un modello di cogestione minoritaria: nelle società di capitali con più di cinquecento dipendenti non operanti nel settore carbosiderurgico il consiglio di sorveglianza deve essere composto per un terzo da membri eletti direttamente dai dipendenti. Infine, la *Mitbestimmungsgesetz* del 1976 ha introdotto un modello di cogestione quasi paritaria nelle società che impiegano più di 2000 dipendenti e non operano nel settore carbosiderurgico: il consiglio di sorveglianza è composto da un egual numero di rappresentanti dei lavoratori e degli azionisti, il Presidente è eletto dall'*Aufsichtsrat* con una maggioranza dei due terzi ovvero, ove non si raggiunga tale *quorum*, dalla maggioranza dei rappresentanti degli azionisti. Al Presidente dell'*Aufsichtsrat* spetta il diritto di voto in caso di parità dei voti sulle deliberazioni del consiglio di sorveglianza. In questo caso non è richiesta la maggioranza dei voti dei rappresentanti dei lavoratori per la nomina dell'*Arbeitsdirektor*.

³³ L'art. 9, l. n. 504/2013 ha introdotto agli artt. L. 225-27-1, comma 1, e 225-79-2, comma 1, del *Code du commerce* la cogestione in tutte le società per azioni e in accomandita per azioni aventi la sede legale in Francia, che abbiano, insieme alle controllate dirette o indirette, almeno 5.000 dipendenti nel Paese, o, alternativamente, almeno 10.000 su scala mondiale. In materia, si rinvia a M. CORTI, *Le nuove frontiere della partecipazione dei lavoratori in Francia*, in *Dir. Rel. Ind.*, 2014, p. 284 ss.: «la rappresentanza dei dipendenti siederà, a seconda che il sistema di governance societaria sia monistico o dualistico, nel consiglio di amministrazione o in quello di sorveglianza. Si tratta di una presenza nettamente minoritaria, sulle cui caratteristiche concrete decide l'assemblea degli azionisti modificando di conseguenza lo statuto sociale: il numero dei membri di parte lavoratrice non può essere inferiore a uno quando la consistenza dell'organo partecipato è inferiore a dodici componenti, a due se viene superata tale soglia (nuovi artt. L. 225-27-1, comma 2, e 225-79-2, comma 2, CC). Quando la cogestione si applichi alla società madre, le controllate dirette o indirette ne sono esentate (nuovi artt. L. 225-27-1, comma 1, ultimo capoverso, e 225-79-2, comma 1, ultimo capoverso, CC). Quanto alle modalità per selezionare i rappresentanti, i soci possono optare per l'elezione a suffragio universale realizzata nella società e nelle sue filiali francesi su liste presentate dai sindacati rappresentativi; la designazione operata, secondo i casi, dal CE, dal comité central d'entreprise o dal comité de groupe; la nomina effettuata dal sindacato che ha ottenuto il numero più consistente di suffragi negli scrutini per i rappresentanti eletti (o dai due sindacati maggiormente votati, se i membri da scegliere sono due). Qualora si debbano nominare due componenti ed esista un comitato aziendale europeo, o, nelle società europee, un organo di rappresentanza dei lavoratori, l'indicazione di uno degli amministratori o consiglieri spetta a detti organi (nuovi artt. L. 225-27-1, comma 3, e 225-79-2, comma 3, CC). La

Senza bisogno di soffermarsi, nella presente sede, su tale forma di partecipazione, oggetto di trattazione di numerosi scritti specifici sull'argomento⁽³⁴⁾, sia sufficiente sottolineare come proprio dalla *Mitbestimmung* tedesca emerga la totale indipendenza della partecipazione dei lavoratori all'*Aufsichtsrat* e delle sue ragioni⁽³⁵⁾ da qualsivoglia forma di partecipazione economica, ciò che conduce ad affermare che la partecipazione alla gestione non trovi legittimazione nella partecipazione alla proprietà dell'impresa, ma costituisca il riconoscimento di un diritto spettante al lavoratore in quanto tale⁽³⁶⁾.

disciplina ora vista non si applica alle imprese pubbliche o private che applichino già meccanismi cogestionali in forza di precedenti disposizioni di legge, purché il numero dei rappresentanti dei lavoratori nel consiglio di amministrazione o di sorveglianza sia almeno pari a quello previsto dalle nuove norme (nuovi artt. L. 225-27-1, comma 5, e 225-79-2, comma 5, CC)ö.

³⁴ Si vedano, tra gli altri, C. ASSANTI ó F. GALGANO ó G. GHEZZI ó C. SMURAGLIA, *La democrazia industriale. Il caso italiano*, Zanichelli, Bologna ó Roma, 1980; M. J. BONELL, *Partecipazione operaia e diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983; M. J. BONELL, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1999; M. CORTI, *La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l'esperienza comparata*, Vita e Pensiero, Milano, 2012; M. D'ANTONA, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. giur.*, XXII, Treccani, Roma, 1990; L. DE ANGELIS, *Riflessioni sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Ricerche giuridiche*, 2012, p. 11 ss.; G. LEOTTA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, Utet, Torino, 2008; P. MONTALENTI, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, Utet, Torino, 1994; P. MONTALENTI (a cura di), *Operai ed Europa. La partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1981; P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese* (Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005), Milano, 2006; U. PAPI, *Il lavoratore alla gestione della impresa*, Vallardi, Milano, 1983; M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, vol. IV, Utet, Torino, 1989, 241 ss.; G. PERA, *Sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 1977, I, 109; V. SIMI (a cura di), *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, Maggioli, Rimini, 1982; F. VELLA, *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giur. Comm.*, 2013, n. 6, p. 1140 ss.; L. ZOPPOLI, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'azienda*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, 2011.

³⁵ In Germania, infatti, *öla partecipazione nell'impresa è un elemento fondamentale dell'economia di mercato e della cultura aziendale tedescaö*, introdotta non con l'intenzione di migliorare l'efficienza delle imprese tedesche, ma allo scopo di fornire ai lavoratori il diritto di partecipare alle decisioni che li riguardano (cfr. K. BIEDENKOPF, W. STREEK, H. WISSMANN, *Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung. Bericht der wissenschaftlichen Mitglieder der Kommission mit Stellungnahmen der Vertreter der Unternehmen und der Vertreter der Arbeitnehmer*, 2006; M. BIASI, *On the Uses and Misuses of Worker Participation: Different Forms for Different Aims of Employee Involvement*, in *The International Journal of Comparative Labour Law and Industrial Relations*, 2014, n. 4, p. 459 ss.).

³⁶ Si ritiene dunque di condividere l'opinione espressa da P. SCHLESINGER, *L'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 188, ove afferma: *öI due profili sono trattati in modo congiunto, quasi ci fosse una necessaria interdipendenza. Viceversa, a mio avviso, se appaiono evidenti i possibili nessi tra i due fenomeni, questi tuttavia, vanno considerati ed apprezzati in modi rigorosamente separati e distinti, mancando tra loro un vincolo di immediata consequenzialità. Salvo giungere a pensare che possa esservi, in qualche ipotesi, addirittura alternatività. In ogni caso la collaborazione nella conduzione dell'impresa presuppone una normativa istituzionale e coinvolge i lavoratori come collettività, laddove la*

Con ciò non si nega che le caratteristiche delle azioni e degli strumenti finanziari distribuiti o acquistati dai dipendenti ed i diritti ad essi connessi possano rendere quella che nasce come partecipazione finanziaria un veicolo per influire sulle decisioni dell'impresa, ma si rimarca la distinzione concettuale ed ideologica dei due istituti, seppur in presenza di noti punti di tangenza⁽³⁷⁾.

3. Società lucrative e società cooperative.

Infine, nel delimitare l'oggetto della presente trattazione, la cui potenzialmente vastissima portata rischierebbe di minare la chiarezza espositiva e la lucidità del ragionamento, si sottolinea sin d'ora l'intenzione di occuparsi delle sole società che perseguono scopo lucrativo, con esclusione, quindi, del mondo cooperativo.

L'esigenza di tale delimitazione dell'indagine emerge in tutta la sua forza dal confronto con la letteratura straniera in materia di *employee ownership*, specialmente di matrice anglosassone, che spesso tratta congiuntamente ipotesi di *full ownership* e *partial ownership*, coinvolgendo nel dibattito anche le società cooperative⁽³⁸⁾.

Si ritiene, tuttavia, che la diversità dello scopo economico perseguito dalle società cooperative rispetto agli altri tipi societari ed il differente modello organizzativo adottato prospettino problematiche differenti, tali da rendere difficoltosa una trattazione unitaria dei fenomeni.

Pertanto, ove si condivida che in tanto abbia senso o anche solo sotto un profilo puramente logico o discutere di partecipazione, in quanto di partecipazione (nella qui adottata nozione di *prender parte*) e non di piena proprietà dell'impresa in capo ai lavoratori (e dunque di controllo totalitario) si tratti⁽³⁹⁾, dovrà altresì condividersi il monito a prestare particolare cautela nell'affrontare indistintamente la tematica della

partecipazione finanziaria ha rappresentato e continua a rappresentare, finora, un fatto individuale ed episodico.

³⁷ Più approfonditamente, sul punto, cap. IV.

³⁸ H. HANSMANN, *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1749 ss.; H. HANSMANN, *Worker Participation and Corporate Governance*, in *University of Toronto Law Journal*, 1993, p. 589 ss.

³⁹ Cfr. M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, sez. commerciale*, vol. IV, Utet, Torino, 1989, p. 241 ss., il quale bene rimarca come, la democrazia industriale non sia *«solo e tanto «opposizione al governo dell'industria» (dell'impresa, dell'economia, dei servizi pubblici), ma è in specie «opposizione che non potrà mai andare al potere»*. Tale concetto è ripreso ed applicato da A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 94 ss., alla partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa.

partecipazione economica dei lavoratori nelle società lucrative e nelle società mutualistiche ⁽⁴⁰⁾.

La tendenziale coincidenza fra soci e fruitori di beni o servizi prodotti dall'impresa ovvero tra soci e fornitori dei fattori produttivi necessari all'attività d'impresa, in altre parole, la cd. "gestione di servizio" a favore dei soci, che caratterizza il particolare modo di organizzazione e svolgimento dell'attività di impresa delle società cooperative ⁽⁴¹⁾, conduce, infatti, alla "normalità" della coincidenza dello *status* di socio e della qualifica di lavoratore nella stessa persona nelle società cooperative di lavoro in forma di s.p.a., normalità che ha condotto al fiorire di studi, soprattutto di matrice giuslavorista, sulla figura del socio lavoratore di cooperativa ⁽⁴²⁾.

Il che, si badi, non vale a privare di interesse lo studio del tema della partecipazione economica dei lavoratori alle società mutualistiche ⁽⁴³⁾, che non si riducono alle sole cooperative di lavoro e che, comunque, consentono al loro interno sia la presenza di soci non lavoratori accanto ai soci lavoratori, sia di lavoratori non soci a fianco dei lavoratori soci, ma a rinviare tale approfondimento ad altre sedi ⁽⁴⁴⁾.

⁴⁰ Sulle ragioni dello studio della partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle cooperative: A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 94 ss.

⁴¹ A. BASSI, *Cooperazione e mutualità. Contributo allo studio della cooperativa di consumo*, Jovene, Napoli, 1976; A. BASSI, *Le società cooperative*, Utet, Torino, 1995; G. BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, in *Commentario Scialoja ó Branca*, Libro V, Del lavoro (artt. 2511 ó 2545), 1999; V. BUONOCORE, *Diritto della cooperazione*, Il Mulino, Bologna, 1997; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, Utet, Torino, 2013; G. MARASÀ (a cura di), *Le cooperative prima e dopo la riforma del diritto societario*, Cedam, Padova, 2004; P. VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958.

⁴² *Ex multis*, M. BIAGI, *Cooperative e rapporti di lavoro*, Franco Angeli, Milano, 1983; L. FERLUGA, *La tutela del socio lavoratore tra profili lavoristici e societari*, Giuffrè, Milano, 2005; S. LAFORGIA, *La cooperazione e il socio lavoratore*, Giuffrè, Milano, 2009; S. LAPPONI ó G. NATALUCCI, *Il socio lavoratore*, Giuffrè, Milano, 2012; L. IMBERTI, *Il socio lavoratore di cooperativa. Disciplina giuridica ed evidenze empiriche*, Giuffrè, Milano, 2012; A. VALLEBONA, *Il lavoro in cooperativa*, in *Riv. It. Dir. Lav.* 1991, I, p. 291.

⁴³ Modello partecipativo che trova particolare diffusione nelle banche cooperative, si pensi al caso della Banca Popolare di Milano e dell'Associazione Amici della Banca Popolare di Milano.

⁴⁴ Sul tema, in particolare, si vedano C. DELL'ARINGA ó M. RICCIARDI ó C. MARIGNANI, *La partecipazione dei lavoratori in cooperativa*, www.fondazionebarberini.it; A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 94 ss. e G. DI CECCO, *La disciplina italiana del "workers buy-out" tra incertezze ed opportunità interpretative: il coinvolgimento dei lavoratori nella soluzione della crisi di impresa ed i connessi diritti informativi*, Paper presentato al VI Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 20 ó 21 febbraio 2015, Roma, disponibile su www.orizzontidirittocommerciale.it.

4. Piano dell'elaborato.

Così delimitato l'ambito della trattazione, si intende qui descrivere la struttura dell'elaborato, che, come preannunciato, verterà sull'analisi dell'azionariato dei dipendenti.

In primo luogo, si ritiene fondamentale ripercorrere in maniera critica gli interventi dell'Unione Europea sull'argomento, con particolare attenzione al recente studio del 2014, analizzandone motivazioni e possibili sviluppi; nel secondo capitolo, invece, si adotterà un approccio di carattere economico al fenomeno, approccio utilizzato anche dall'ultimo studio promosso dalla Commissione Europea in materia per giustificare le ragioni della promozione della partecipazione finanziaria dei dipendenti all'impresa.

Nel terzo capitolo si ripercorrerà, poi, la normativa interna in materia di partecipazione dei lavoratori al capitale, anche nella sua evoluzione storica, passando dalla disciplina del codice civile a quella del Testo Unico della Finanza per giungere all'analisi della legislazione di sostegno contenuta nel Testo Unico delle Imposte sui Redditi nonché nelle già menzionate disposizioni delle Leggi di Stabilità e di Bilancio.

Analizzato il sostrato normativo di riferimento, comunitario ed interno, si valuteranno quindi le prospettive aperte per la partecipazione finanziaria dei lavoratori dal dialogo con il diritto europeo, considerando gli strumenti "aggregativi" della partecipazione dei singoli lavoratori e la possibile promozione dell'azionariato dei lavoratori quale forma di investimento di lungo periodo.

La speranza è quella che il dialogo tra diritto interno e diritto europeo offra nuovi spunti per l'analisi del fenomeno, così colmando le lacune di un settore del diritto scarsamente approfondito dalla dottrina giuscommerciale.

CAPITOLO I

GLI INDIRIZZI DELL'UNIONE EUROPEA IN MATERIA DI PARTECIPAZIONE FINANZIARIA DEI LAVORATORI

SOMMARIO: 1. Premessa ó 2. La partecipazione finanziaria dei lavoratori negli anni Settanta e Ottanta ó 3. Gli anni Novanta: la Raccomandazione del 1992 e i Rapporti PEPPER I e II ó 4. Il nuovo millennio ó 5. La partecipazione finanziaria dei lavoratori quale strumento per migliorare il governo societario ó 6. Lo studio *“The promotion of Employee Ownership and Participation”* dell'ottobre 2014 ó 6.1. Le motivazioni per la promozione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori ó 6.2. Opzioni future ó 7. Osservazioni conclusive.

1. Premessa

L'analisi della tematica della partecipazione finanziaria dei lavoratori, al giorno d'oggi, non può esimersi dal riferimento alle linee di tendenza che ispirano gli studi ed interventi dell'Unione Europea sull'argomento, che forniscono definizioni, modelli di riferimento e obiettivi ai quali dovrebbe orientarsi il dibattito interno ⁽⁴⁵⁾.

D'altra parte, la partecipazione dei lavoratori agli utili e al capitale d'impresa ha trovato progressiva autonomia concettuale e politica a livello comunitario, distinguendosi dalle altre questioni inerenti l'armonizzazione del diritto societario europeo ⁽⁴⁶⁾, dal dibattito sullo statuto di una società europea ⁽⁴⁷⁾ e sulla partecipazione dei lavoratori agli organi

⁴⁵ Per tale impostazione si veda F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, p. 1.

⁴⁶ In materia, *ex multis*, V. DI CATALDO, *Alla ricerca di una maggiore concorrenza tra le imprese europee. Armonizzazione delle regole e concorrenza tra ordinamenti: due strumenti da combinare*, in *Riv. Dir. Soc.* 2015, n. 2-3, p. 274 ss.; L. ENRIQUES, *European Corporate Law: Is it Harmonized?*, nel volume degli Atti del convegno di Venezia, 13-14 novembre 2015; G. FERRI JR e M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali di diritto societario europeo*, Giuffrè, Milano, 2010; F. FIMMANÒ, *L'armonizzazione comunitaria del diritto societario*, Simone, Napoli, 1991; P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, Relazione al XVIII Convegno di studio su *“Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati”*, Courmayeur 19 ó 20 settembre 2014; E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2016.

⁴⁷ Le iniziali proposte di Statuto della Società Europea, presentate nel 1970 e nel 1975 avevano la forma di regolamento, ma sono state sostituite il 25 agosto 1989 da una normativa articolata in due testi: la costituzione e il funzionamento della Società Europea erano ancora disciplinati da un progetto di regolamento, mentre le forme della partecipazione dei lavoratori all'impresa erano coperte da una proposta di direttiva. Si fa riferimento alla proposta di direttiva in GUCE 16 ottobre 1989, n. C 263 p. 69, poi modificata dal Parlamento Europeo in sede di approvazione (COM (89) 268 DEF-SYN 219 in GUCE 25 febbraio 1991, n. C. 48/100). Gli interventi del Parlamento Europeo non si ritrovano però nella proposta di direttiva 6 aprile 1991 in GUCE 29 maggio 1991, n. C 138, p. 8. L'ultima direttiva è la n. 2001/86/CE in GUCE 10 novembre 2001, n. L 294/22. Lo Statuto finale della SE approvato nel 2001 ha

societari ⁽⁴⁸⁾, nonché dall'introduzione di una normativa cogente in materia di informazione e consultazione dei lavoratori ⁽⁴⁹⁾.

Allo stesso tempo, l'interdisciplinarietà della materia ed il confluire in essa di stimoli provenienti dal diritto del lavoro, dal diritto societario e dal diritto tributario, hanno condotto ad un percorso non lineare nello sviluppo dell'idea di partecipazione finanziaria ⁽⁵⁰⁾, presentata come vero e proprio strumento per il perseguimento di fini politici, economici e sociali differenti a seconda delle diverse esigenze emerse nel corso degli anni: da strumento di politica salariale a mezzo per influire sulle scelte decisionali dell'impresa, da meccanismo di allineamento degli interessi dei lavoratori a quelli dell'impresa ad istituto pronto a rispondere alle istanze in materia di responsabilità sociale di impresa, da modalità di incentivazione dell'investimento di lungo periodo a modello di successione aziendale per le piccole e medie imprese.

Occorre, inoltre, prendere atto di come il lungo cammino europeo in materia di

visto restringersi le materie disciplinate direttamente e un largo rinvio all'autonomia statutaria e alla legislazione nazionale dello Stato Membro nel quale si trova la sede. Le previsioni sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione si applicano solo alle SE aventi sede negli stati la cui legislazione lo prevede e a quelle formatesi da fusione o scissione, se una delle forme societarie di provenienza (o destinazione) ha la sede in uno di tali stati. Per approfondimenti sulla Società Europea e sulla partecipazione dei lavoratori nella Società Europea si vedano, tra gli altri, L. BORDOGNA e F. GUARRIELLO, *Aver voce in capitolo: società europea e partecipazione dei lavoratori nell'impresa*, Roma, 2003; M. CORTI, *Il caso della società europea: la via italiana alla partecipazione di fronte alle sfide europee*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.* 2006, n. 6, p. 1393 ss.; U. DRAETTA e F. POCAR, *La società europea. Problemi di diritto societario comunitario*, Egea, Milano, 2002; L. FICARI, *Società europea, diritti di informazione e partecipazione dei lavoratori alla gestione*, Giuffrè, Milano, 2006; A. PILATI, *Prospettive comunitarie della partecipazione dei lavoratori*, in *Lav. e dir.*, 2001, p. 63 e ss.; L. ZOPPOLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese* (Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005), Milano, 2006; P. SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, p. 770 e ss.

⁴⁸ Un riferimento normativo per la partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese è rinvenibile nella disciplina delle fusioni transfrontaliere tra società di capitali appartenenti a Stati membri dell'UE (dir. 2005/56/CE, attuata in Italia dal d. lgs. 30 maggio 2008, n. 108) ed in quella della Società Europea (dir. 2001/86/CE e d. lgs. 19 agosto 2005, n. 188) e della Società Cooperativa Europea (dir. 2003/72/CE e d. lgs. 6 febbraio 2007, n. 48).

⁴⁹ In materia, si vedano A. ALAIMO, *Capitolo XII Il coinvolgimento dei lavoratori nell'impresa: informazione, consultazione e partecipazione*, in S. SCIARRA e B. CARUSO (a cura di), *Il lavoro subordinato*, Torino, Giappichelli, 2009; C. GULOTTA, *Le relazioni industriali nelle imprese multinazionali: i diritti di informazione e di consultazione dei lavoratori nell'Unione europea e nel diritto internazionale*, Giuffrè, Milano, 2002; F. LUNARDON (a cura di), *Informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori: D. Lgs. 6 febbraio 2007, n. 25*, Ipsoa, Milano, 2008; M. NAPOLI (a cura di), *L'impresa di fronte all'informazione e consultazione dei lavoratori. Commentario sistematico al d. lgs. n. 25/2007*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, IV, p. 876 e ss.; M. ROCCELLA e T. TREU, *Diritto del Lavoro dell'Unione Europea*, Cedam, Padova, 2016; C. ZOLI, *I diritti di informazione e di cd. consultazione: il d.lgs. 6 febbraio 2007, n. 25*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2008, I, p. 161 ss.; L. ZOPPOLI, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'azienda*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, Giuffrè, 2011.

⁵⁰ L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 166.

partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa non sia ancora sfociato nell'emanazione di una normativa europea di carattere vincolante, come invece avvenuto in relazione ai diritti di informazione e consultazione dei lavoratori (⁵¹). L'eterogeneità delle esperienze nazionali e la sovranità dei singoli stati in alcuni ambiti sui quali il tema va incidere, quali la retribuzione e le politiche fiscali, hanno, infatti, condotto gli organi comunitari ad abbandonare l'idea di intervenire con atti cogenti o restrittivi e privilegiare, piuttosto, strumenti di *soft law* contenenti criteri guida e prescrizioni non coercitive indirizzate ai singoli Stati membri (⁵²).

Sebbene una direttiva sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori non paia prossima, dunque, le numerose iniziative europee in materia muovono proprio in questa direzione, nella volontà di creare norme minime comuni per un unico modello sovranazionale.

È solo ripercorrendo l'evoluzione storica dell'istituto a livello comunitario che possono, quindi, ricostruirsi il quadro concettuale di riferimento per l'impostazione di ogni dibattito interno al nostro ordinamento e comprendersi i possibili sviluppi futuri della partecipazione azionaria dei lavoratori in Italia.

2. La partecipazione finanziaria dei lavoratori negli anni Settanta e Ottanta

L'interesse della Commissione Europea nella partecipazione finanziaria dei lavoratori, considerata separatamente sia dalle forme di partecipazione alla gestione che dai diritti di informazione e consultazione dei lavoratori, può dirsi risalire al 1975, anno di pubblicazione del *Libro Verde sulla Partecipazione dei Lavoratori* (⁵³), documento che effettuava una ricognizione dei vari temi connessi con la partecipazione dei

⁵¹ Il riferimento è alla direttiva 75/129/CEE del Consiglio, del 17 febbraio 1975, sui licenziamenti collettivi, quale modificata dalle direttive 92/56/CEE e 98/59/CE, secondo la quale, in caso di licenziamento collettivo, il datore di lavoro deve avviare trattative con i lavoratori, allo scopo di individuare modalità e mezzi per evitare i licenziamenti collettivi o ridurre il numero dei lavoratori coinvolti e mitigare le conseguenze; alla direttiva 2001/23/CE del Consiglio, del 12 marzo 2001, sul mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimenti di imprese, di stabilimenti o di parti di imprese o di stabilimenti (testo consolidato delle direttive 77/187/CE e 98/50/CE del Consiglio), secondo cui i lavoratori devono essere informati circa le ragioni del trasferimento e le relative conseguenze; alla direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2002, che istituisce un quadro generale relativo all'informazione e alla consultazione dei lavoratori nella Comunità europea, che stabilisce norme minime procedurali sulla tutela del diritto dei lavoratori a essere informati e consultati sulla situazione economica e occupazionale che interessa il loro luogo di lavoro.

⁵² R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del Diritto*, Giuffrè, Annali V, 2012.

⁵³ COM(75)570, Bollettino delle Comunità Europee, Supplemento 8, 1975, p. 31.

lavoratori, esaminando le discipline esistenti a livello europeo (⁵⁴).

Tale documento doveva contribuire al dibattito sulla costituzione di un mercato comune delle società che caratterizzava gli anni in questione, nei quali venivano formulate la proposta originaria di uno statuto di società per azioni europea (⁵⁵), quella di una quinta direttiva per il coordinamento delle disposizioni degli Stati membri relative alla struttura delle società per azioni (⁵⁶), nonché la proposta modificata di terza direttiva relativa alle fusioni delle società per azioni (⁵⁷).

Il Libro Verde del 1975 riconosceva dunque che la partecipazione dei lavoratori potesse esplicarsi in varie forme: negoziazione di contratti collettivi, informazione o consultazione di organi rappresentativi dei lavoratori; partecipazione di questi ultimi negli organi decisionali della società e, infine, azionariato dei lavoratori, specificando che *«la suddivisione in quattro punti non significa tuttavia che nella Comunità esisterebbero quattro modalità diverse ed alternative per conseguire gli stessi scopi o quattro forme di partecipazione aventi scopi e caratteristiche del tutto diversi. In pratica, come si vedrà, le diverse modalità si confondono spesso in una varietà di combinazioni»* (⁵⁸).

Quanto all'azionariato dei lavoratori, la Commissione prendeva atto della scarsa diffusione dell'istituto negli stati membri e del fatto che, salvo rare eccezioni, nessuno dei sistemi allora in essere conferisse ai lavoratori la concreta possibilità di influire sulle decisioni delle imprese in cui lavoravano. Citava, inoltre, proposte nazionali aventi ad oggetto la creazione di un fondo incaricato di detenere le azioni per conto dei lavoratori e di accrescere la loro partecipazione al capitale sociale, consentendo così ad essi di aver realmente voce in capitolo quanto all'andamento delle società (⁵⁹).

Sulla possibilità di un intervento comunitario in materia, la Commissione affermava, poi, che *«in avvenire potrebbe essere opportuna una certa normativa comunitaria. Il momento adatto non è ancora giunto. Tuttavia, si deve osservare che nel contesto più generale dell'azione comunitaria tendente a promuovere una più equa distribuzione dei*

⁵⁴ E. AVANZI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: gli indirizzi dell'Unione Europea*, in A. V. IZAR (a cura di), *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 57.

⁵⁵ Trasmessa al Consiglio il 30 giugno 1970. Supplemento 8/70 *ò* Boll. CE.

⁵⁶ Trasmessa dalla Commissione al Consiglio nell'ottobre 1972. Supplemento 10/72 *ò* Boll. CE.

⁵⁷ Trasmessa al Consiglio il 4 gennaio 1973. Boll. CE 1-1973, punto 2113.

⁵⁸ Libro Verde sulla Partecipazione dei Lavoratori, cfr. nt. 2, p. 21.

⁵⁹ Il riferimento è al progetto governativo danese del 1973 volto ad istituire un Fondo centrale per la partecipazione dei lavoratori dipendenti agli investimenti ed agli utili.

redditi e del patrimonio, la Commissione presenterà fra breve al Consiglio una relazione sui sistemi che negli Stati membri creano degli stimoli alla formazione del patrimonio dei lavoratori (⁶⁰).

In tale ottica, nel 1979 veniva emanato il *Memorandum sulla partecipazione dei lavoratori alla formazione dei patrimoni* (⁶¹), primo atto comunitario rivolto specificamente alla partecipazione finanziaria, ove la partecipazione azionaria dei lavoratori era promossa come sistema di incentivazione del risparmio individuale e quale strumento di sviluppo di una politica dei patrimoni (⁶²), del tutto disgiunto e separato dalle questioni inerenti la *governance* dell'impresa e la capacità dei lavoratori di influire sulle decisioni di quest'ultima.

In particolare, la Commissione esaminava le principali formule partecipative che la Comunità Europea avrebbe potuto sostenere per una maggiore partecipazione dei dipendenti alla formazione dei patrimoni e, tra queste, annoverava: a) il *sistema delle prestazioni forfettarie patrimoniali*, corrisposte dai datori di lavoro ai rispettivi lavoratori; b) il *salario d'investimento*, sistema in cui il lavoratore, oltre al suo salario normale, pagato in contanti, di cui avrebbe potuto disporre liberamente, avrebbe ricevuto una remunerazione supplementare obbligatoriamente risparmiata e vincolata per un certo periodo all'investimento; c) gli aumenti patrimoniali *a rischio*, modello in cui i lavoratori avrebbero accettato di dividere in due parti gli aumenti di salario, una fissata ad un livello determinato, l'altra ad un livello corrispondente ad un andamento *normale* degli affari dell'impresa e vincolata all'investimento per un determinato periodo; d) la partecipazione dei lavoratori ai profitti dell'impresa, da ripartire tra i dipendenti dell'impresa stessa o da utilizzare per la costituzione di fondi collettivi, che avrebbero offerto titoli (*certificati di partecipazione* o *quote di investimento*) a titolo gratuito o ad un tasso molto vantaggioso a tutti i lavoratori dipendenti interessati il cui reddito non superasse un certo importo; e) l'acquisto preferenziale o la distribuzione gratuita di azioni.

Tra queste veniva privilegiata la partecipazione dei lavoratori agli utili e al capitale delle

⁶⁰ Libro Verde sulla Partecipazione dei Lavoratori, cfr. nt. 2, p. 34. Il riferimento in esso contenuto è al documento trasmesso dalla Commissione al Consiglio il 19 aprile 1973, Bollettino delle Comunità Europee, Supplemento 4, 1973.

⁶¹ COM(79) 190 def., 28 agosto 1979.

⁶² E. AVANZI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: gli indirizzi dell'Unione Europea*, in A. V. IZAR (a cura di), *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003.

imprese, anche in forma collettiva, mediante allocazione delle relative risorse in fondi d'impresa o interprofessionali, secondo una proposta formula mista. Si prospettava invero la possibilità che una parte delle somme destinate alla formazione dei patrimoni venisse suddivisa tra il personale della singola impresa interessata, mentre la rimanente fosse utilizzata per alimentare un fondo interprofessionale a cui avrebbero potuto partecipare tutti coloro il cui reddito o patrimonio non avesse superato un certo massimale.

Nell'ottica della Commissione «questa formula consentirebbe di evitare un'eccessiva disparità tra i dipendenti delle diverse imprese, sempre salvaguardando l'interesse che per i lavoratori riveste la partecipazione alla vita e ai risultati finanziari dell'impresa nella quale essi lavorano. La Commissione ritiene che la partecipazione dei lavoratori dipendenti alla formazione del patrimonio produttivo rappresenti un passo importante verso l'obiettivo fondamentale di carattere sociale costituito da una ripartizione più equa del patrimonio globale. Questa politica dei patrimoni costituisce inoltre uno strumento moderno di regolamento dell'economia e di controllo dell'inflazione. La strategia economica auspicata a medio termine porta ad assicurare il finanziamento non inflazionistico degli investimenti produttivi indispensabili al rilancio dell'espansione e al ritorno ad un livello soddisfacente di occupazione» (63).

Nel Memorandum, dunque, l'azionariato dei dipendenti veniva considerato un istituto di politica salariale utile ai fini di un contenimento dell'impatto inflazionistico dei salari e della creazione di relazioni industriali funzionali al risanamento economico, nonché uno strumento di redistribuzione della ricchezza, meritevole di un supporto di carattere fiscale.

Nella medesima ottica di politica salariale, connotata da lineamenti politico e sociali, si poneva anche la successiva Risoluzione del Parlamento Europeo del 1983 (64), che, auspicando un intervento normativo della Commissione, sottolineava la funzione sociale della proprietà e, considerando la partecipazione finanziaria come mezzo di politica distributiva e giustizia sociale, invitava imprese e parti sociali a concordare, in aggiunta alla retribuzione, un salario di investimento, costituito da una somma forfettaria rapportata agli utili prodotti dall'impresa (65).

⁶³ Memorandum sulla partecipazione dei lavoratori alla formazione dei patrimoni, p. 5.

⁶⁴ GUCE 12 ottobre 1983, n. 307/68.

⁶⁵ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 96.

Si è quindi rilevato che tale Risoluzione, negli intenti e nella promozione di un salario di investimento, risulti influenzata, da un lato, dall'esperienza dei fondi dei salariati svedesi e delle proposte avanzate dai partiti socialdemocratici scandinavi negli anni Settanta e Ottanta, mossi dalla convinzione che la partecipazione finanziaria fosse un possibile strumento di politica distributiva e giustizia sociale, dall'altro dall'emanazione nella Germania di quegli anni di leggi in tema di *„Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer“*, ossia di accordi mediante i quali i datori di lavoro si impegnavano a concedere ai dipendenti una somma forfettaria parametrata agli utili dell'impresa in aggiunta alla retribuzione con il fine di promuovere una migliore giustizia distributiva⁽⁶⁶⁾.

3. Gli anni Novanta: la Raccomandazione del 1992 e i Rapporti PEPPER I e II

Nel solco degli ultimi interventi citati, negli anni Novanta, le istituzioni comunitarie mostravano crescente attenzione al tema della partecipazione finanziaria dei lavoratori, nella convinzione che tale istituto potesse rispondere all'esigenza di uniformare la distribuzione del potere economico attraverso la socializzazione della proprietà a favore della componente non capitalistica dell'impresa⁽⁶⁷⁾. Veniva però abbandonato il tema del salario di investimento e le previsioni in tema di partecipazione finanziaria entravano nel dibattito sullo statuto della Società Europea.

Nella prima redazione della proposta di direttiva che completa lo statuto della società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori⁽⁶⁸⁾, all'art. 11, si ipotizzava infatti la possibilità che i lavoratori partecipassero agli utili o al capitale della Società Europea, ipotesi alla quale non venivano ricollegate ricadute sulla partecipazione agli organi societari. In sede di approvazione della proposta presso il Parlamento Europeo essa subiva, però, modifiche, volte a trasformare la partecipazione finanziaria dei lavoratori da mero vantaggio economico in una tecnica di partecipazione alla gestione⁽⁶⁹⁾. Dette modifiche, ostacolate dalla diversità dei modelli partecipativi

⁶⁶ L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, pp. 166 ó 167; A. ALAIMO, *Partecipazione finanziaria*, in A. BAYLOS ET. AL. (a cura di), *Dizionario di diritto del lavoro comunitario*, Monduzzi, Bologna, p. 513 ss.

⁶⁷ R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del Diritto*, Giuffrè, Annali V, 2012.

⁶⁸ GUCE 16 ottobre 1989, n. C 263.

⁶⁹ COM (89) 268 def ó SYN 219 in GUCE 25 febbraio 1991, n. C 48/100.

negli Stati membri, non trovavano alcun accoglimento e nelle successive proposte di direttiva il riferimento alla partecipazione finanziaria dei lavoratori veniva definitivamente espunto dalla direttiva sulla Società Europea, sia quale meccanismo di influenza sulle decisioni dell'impresa che quale semplice strumento retributivo ⁽⁷⁰⁾.

La versione definitiva della direttiva 2001/86/CE, all'art. 2, definisce dunque «*coinvolgimento dei lavoratori, qualsiasi meccanismo, ivi comprese l'informazione, la consultazione e la partecipazione, mediante il quale i rappresentanti dei lavoratori possono esercitare un'influenza sulle decisioni che devono essere adottate nell'ambito della società*» (lett. h) e adotta la seguente nozione di «*partecipazione*» alla lett. k): «*influenza dell'organo di rappresentanza dei lavoratori e/o dei lavoratori nelle attività di una società mediante: - il diritto di eleggere o designare alcuni dei membri dell'organo di vigilanza o di amministrazione della società o - il diritto di raccomandare la designazione di alcuni o di tutti i membri dell'organo di vigilanza della società e/o di opporsi*».

Il tema della partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa veniva così espunto dalla disciplina della Società Europea, ma non dal dibattito in sede comunitaria.

Nella sua Comunicazione del 1989 sul programma d'azione concernente l'attuazione della Carta comunitaria dei diritti sociali fondamentali dei lavoratori, la Commissione annunciava, invero, l'intenzione di presentare uno studio sulla partecipazione al capitale dell'impresa e sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori subordinati ⁽⁷¹⁾, che vedeva la luce nel 1990.

Si trattava del primo rapporto PEPPER, acronimo di *Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results*, documento di analisi dei possibili meccanismi di partecipazione finanziaria e della teoria economica ad essi sottesa, nonché di valutazione dei modelli partecipativi applicati negli Stati membri.

Il rapporto, primo di quattro, con sforzo definitorio introduceva la distinzione tra schemi di *profit-sharing*, ossia di partecipazione agli utili dell'impresa in contanti (*cash based profit sharing*) o mediante distribuzione di azioni (*shared based profit sharing*), e schemi di *employee share ownership*, di partecipazione al capitale d'impresa, solo indirettamente correlati ai risultati d'impresa.

Differenziava, inoltre, i meccanismi di *employee share ownership* da quelli di *shared*

⁷⁰ L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, pp. 168 ó 171.

⁷¹ COM (89) 569 final, Bruxelles, 29 novembre 1989.

based profit sharing in base all'adesione allo schema su iniziativa del lavoratore, nel primo caso, ovvero del datore di lavoro, nel secondo.

Il rapporto si concludeva suggerendo alla Commissione la promozione di regimi che presentassero una serie di caratteristiche, poi più specificamente riprese nella Raccomandazione 92/443/CEE⁽⁷²⁾, concernente la promozione della partecipazione dei lavoratori subordinati ai profitti e ai risultati dell'impresa.

La scelta dello strumento della raccomandazione, strumento di *soft law* volto a sollecitare gli Stati ad adottare determinati comportamenti, senza poterli però vincolare, era dettata dalla profonda disomogeneità delle normative nazionali, delle condizioni economiche, politiche e sociali, delle strutture proprietarie e organizzative, nonché dalla vasta gamma di schemi di partecipazione finanziaria già esistenti negli Stati membri⁽⁷³⁾, che rendevano ardua una armonizzazione forzata in materia.

La Raccomandazione da ultimo richiamata, di fondamentale importanza storica sul tema, veniva emanata in un periodo favorevole allo sviluppo degli esperimenti di partecipazione economica, grazie alla elaborazione proprio nella seconda metà degli anni Ottanta della teoria della *share economy*⁽⁷⁴⁾, che metteva in discussione i postulati del tradizionale sistema salariale basato sul criterio quantitativo ó temporale e poneva in luce i benefici derivanti a livello macroeconomico del collegamento tra il salario e un qualche indice dell'andamento dell'impresa⁽⁷⁵⁾.

Era così abbandonata l'idea della partecipazione finanziaria quale mezzo per conseguire una migliore giustizia distributiva in favore di una promozione dell'istituto in una dimensione retributiva e collaborativa⁽⁷⁶⁾, ciò, anche a causa della recessione che aveva colpito gli Stati europei in quegli anni, che aveva indotto le istituzioni ad abbandonare le tematiche inerenti la giustizia sociale per quelle relative all'incremento della produttività⁽⁷⁷⁾.

La Raccomandazione, dunque, considerando la partecipazione finanziaria *un mezzo utile per conseguire una ripartizione più vasta della ricchezza delle imprese alla cui produzione hanno contribuito i lavoratori subordinati; che inoltre la promozione di*

⁷² GUCE 26 agosto 1992, n. L 245 p. 53.

⁷³ R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione. Esperienze e prospettive*, Franco Angeli, Milano, 2005, p. 275.

⁷⁴ L. M. WEITZMAN, *L'economia della partecipazione: sconfiggere la stagflazione*, Laterza, Roma, 1985.

⁷⁵ R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del Diritto*, Giuffrè, Annali V, 2012.

⁷⁶ L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 171.

⁷⁷ R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 274.

formule, elaborate a livello dell'impresa, di partecipazione finanziaria dei lavoratori subordinati alla medesima stimola fra l'altro un maggiore coinvolgimento di questi ultimi nell'evoluzione delle loro imprese, ne incoraggiava la diffusione negli Stati Membri, anche con la concessione di incentivi di carattere fiscale.

Recependo i risultati del primo Rapporto PEPPER, invitava quindi gli Stati a rispettare una serie di indicazioni nella creazione di nuovi piani di partecipazione finanziaria, da allora rimaste il punto di riferimento di tutti i successivi interventi europei in materia.

In particolare, si prevedeva che le formule partecipative dovessero essere applicate su base regolare, con la concessione di gratifiche almeno una volta all'anno; che la formula di calcolo degli importi da attribuire ai lavoratori dovesse essere predeterminata prima dell'inizio di ciascun periodo di riferimento; che l'esistenza di formule di partecipazione finanziaria non dovesse ostacolare le normali contrattazioni sui salari e sulle condizioni di lavoro; che la partecipazione dovesse avvenire su base volontaria, sia per i lavoratori che per i datori di lavoro; che la formula di calcolo delle gratifiche dovesse permettere di produrre gli effetti auspicati sul piano dell'incentivazione senza superare però un determinato livello massimo (in valore assoluto o relativo) al fine di evitare eccessive fluttuazioni dei redditi; che i lavoratori subordinati dovessero essere avvertiti dei rischi insiti nelle formule di partecipazione finanziaria e che gli Stati avrebbero dovuto prendere in esame la possibilità di prevedere meccanismi di protezione contro perdite troppo elevate di valore di tali attivi; che beneficiari dei piani dovessero essere tutti i lavoratori subordinati di un'impresa nel rispetto del principio di uguaglianza; che i regimi di partecipazione potessero essere introdotti sia nelle imprese del settore privato che in quelle del settore pubblico, purché in presenza di indicatori affidabili dei risultati o degli utili dell'impresa; che i regimi di partecipazione finanziaria dovessero essere adeguati alle dimensioni dell'impresa; che occorresse evitare le formule di partecipazione complesse; che dovessero essere fornite le informazioni pertinenti ed eventualmente una formazione a tutti i lavoratori subordinati interessati ⁽⁷⁸⁾.

La Raccomandazione del 1992 impegnava poi la Commissione a preparare una relazione entro quattro anni dalla sua pubblicazione.

Al fine di verificare lo stato di attuazione della Raccomandazione citata e se gli Stati comunitari avessero modificato le proprie politiche in materia di partecipazione

⁷⁸ Raccomandazione 92/443/CEE, allegato.

finanziaria, la Commissione Europea commissionava quindi un secondo rapporto PEPPER, che veniva presentato con una Relazione nel 1997 (⁷⁹).

Il Rapporto PEPPER II si poneva sulla scorta del precedente, introducendo però maggiore chiarezza definitoria sui modelli di partecipazione finanziaria. Posta infatti la distinzione tra le due macrocategorie della partecipazione agli utili e dell'azionariato dei dipendenti, già rinvenibile nel primo rapporto PEPPER, venivano passate in rassegna le diverse modalità attuative diffuse nell'Unione Europea.

Chiarito dunque che per la partecipazione agli utili in senso stretto dovesse intendersi la ripartizione dei profitti tra coloro che forniscono il capitale e i prestatori d'opera assegnando ai dipendenti, oltre a un salario fisso, una parte variabile del reddito indicizzata in modo diretto agli utili dell'impresa o a qualche altro indicatore dei risultati dell'impresa, il Rapporto specificava le diverse forme che tale sistema collettivo poteva assumere. Affermava così che a livello aziendale i benefici erogati ai dipendenti potessero essere immediati o differiti, erogati in contanti o in azioni dell'impresa ovvero sotto forma di versamenti a fondi particolari investiti a nome dei dipendenti. Ad un livello più alto, riconosceva come la partecipazione agli utili potesse poi assumere la forma di fondi dei salariati a livello regionale o a dimensione dell'intera economia nazionale.

Distingueva, inoltre, tra sistemi di partecipazione agli utili basati su pagamenti in contanti immediati e sistemi differiti con versamento di una determinata percentuale di profitti a fondi aziendali per investirli a nome dei dipendenti.

Infine, il rapporto descriveva la partecipazione agli utili su base azionaria, consistente nell'assegnare ai dipendenti, in relazione ai profitti o a qualche altra misura del rendimento aziendale, una parte di azioni dell'impresa in cui essi lavoravano, solitamente congelate in un fondo per un certo periodo di tempo prima che i dipendenti potessero disporne.

Quanto alla seconda categoria, quella dell'azionariato dei dipendenti, il Rapporto sottolineava come tale sistema consentisse ai dipendenti di partecipare ai risultati dell'impresa in modo indiretto, sulla base di una partecipazione alla proprietà. Chiariva, poi, che la dimensione dell'azionariato dei dipendenti potesse essere individuale o collettiva e riguardare le azioni dell'impresa in cui i dipendenti lavoravano oppure di

⁷⁹ Rapporto PEPPER II, COM (96)697 def.

altre imprese.

In relazione alle forme di attuazione dei modelli di azionariato, venivano rappresentate due ipotesi: la prima, data dall'offerta di una parte delle azioni dell'impresa ai suoi dipendenti a condizioni privilegiate ovvero dell'opzione di acquisto di tali azioni dopo un determinato periodo di tempo. La seconda, costituita dalla creazione di un fondo azionario di gestione collettiva di azioni (*Employee Share Ownership Plans* - ESOP)⁽⁸⁰⁾.

Infine, nel Rapporto PEPPER II si ricomprendeva tra i modelli di partecipazione azionaria anche l'ipotesi di acquisizione del pacchetto di maggioranza dell'impresa da parte dei dipendenti, fenomeno al quale si attribuiva il nome di *Employee Buy ó Out*. In sintesi, il Rapporto distingueva quindi le seguenti forme di partecipazione finanziaria:

PS: *profit-sharing* (partecipazione agli utili);

SPS: *share-based profit-sharing* (partecipazione agli utili su base azionaria);

BPS: *bond-based profit-sharing* (partecipazione agli utili su base obbligazionaria);

CPS: *cash-based profit-sharing* (partecipazione agli utili mediante pagamenti in contante);

DPS: *deferred profit-sharing* (partecipazione agli utili differita);

ESO: *employee share-ownership* (azionariato dei dipendenti);

SO: *stock options* (diritto di opzione su azioni);

DSO: *discretionary share options* (opzioni discrezionali su azioni);

ESO: *employee share-ownership plans* (piani di azionariato dei dipendenti);

EBO: *employee buy-outs* (acquisizione del pacchetto di maggioranza da parte dei dipendenti).

La relazione della Commissione sul Rapporto PEPPER II invitava dunque gli Stati membri a sviluppare una legge quadro che desse spazio a regolamenti in grado di tener conto di tutti i possibili sistemi PEPPER, distinguere chiaramente tra salari soggetti agli oneri sociali e utili derivanti dai sistemi PEPPER e ampliare i criteri di ammissibilità dei beneficiari dei piani di partecipazione finanziaria.

Incentivava, inoltre, l'introduzione di un sistema nazionale di risparmio salariale quale strumento per l'azionariato e la partecipazione agli utili, nonché l'istituzione di sistemi

⁸⁰ Sul punto, vd. cap. IV.

PEPPER contestualmente alla privatizzazione di enti pubblici. I piani così creati, in forma chiara e comprensibile, avrebbero dovuto evitare livelli di rischio eccessivi per i dipendenti ed essere integrati in programmi volti a stimolare la partecipazione dei lavoratori alla gestione e il loro coinvolgimento.

Nel 1998, in seguito alla relazione della Commissione Europea sul secondo rapporto PEPPER ⁽⁸¹⁾, il Parlamento emanava una Risoluzione, nella quale sottolineava, da un lato, come lo sviluppo della partecipazione dei lavoratori ai profitti e ai risultati dell'impresa si associasse a una maggiore produttività e ad un maggior attaccamento dei dipendenti alla propria impresa, dall'altro, come la partecipazione finanziaria contribuisse all'informazione e alla consultazione dei lavoratori in seno all'impresa, nonché alla loro partecipazione al processo decisionale ⁽⁸²⁾.

4. Il nuovo millennio

Anche grazie ai due rapporti PEPPER pubblicati nel decennio precedente, il nuovo millennio si apriva con una accresciuta consapevolezza delle Istituzioni europee sul funzionamento e sulle problematiche dei regimi di partecipazione finanziaria dei lavoratori diffusi nell'Unione Europea.

Nel 2001, la Commissione, con lo scopo di far ripartire il dibattito sulla partecipazione finanziaria ed avviare un processo di consultazione con le parti sociali al fine di predisporre un piano di azione ed una comunicazione, emanava il *Working Paper* "Financial participation of employees in the European Union" ⁽⁸³⁾, ove la partecipazione finanziaria veniva descritta come lo strumento per associare i dipendenti ai profitti o risultati di impresa.

Il *Working Paper* analizzava dunque tale forma partecipativa nell'ottica della strategia per la *leadership* competitiva mondiale delineata durante il Vertice Europeo di Lisbona del 2000, confermava il legame tra schemi di partecipazione finanziaria, elevata produttività e bassa conflittualità, riaffermava la sua capacità di creare coinvolgimento,

⁸¹ Commissione Europea, gennaio 1997, Rapporto PEPPER II. Promotion of participation by employed persons in profits and enterprise results (including equity participation) in Member States ó 1996, COM(96) 697 final.

⁸² Risoluzione sulla relazione della Commissione riguardante PEPPER II - La promozione della partecipazione dei lavoratori subordinati ai profitti e ai risultati dell'impresa (compresa la partecipazione al capitale) negli Stati membri - 1996 (COM(96)0697 C4-0019/97)

⁸³ SEC(2001)1308.

lealtà e allineamento dei lavoratori agli interessi degli azionisti, migliorando la competitività⁽⁸⁴⁾.

Lo stesso anno⁽⁸⁵⁾, con la pubblicazione del Libro Verde *«Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese»*⁽⁸⁶⁾, per la prima volta la partecipazione dei dipendenti al capitale e alla gestione delle imprese veniva analizzata quale strumento di attuazione della Responsabilità Sociale d'Impresa. Si evidenziava, infatti, che *«le cooperative di lavoratori e i programmi di partecipazione, nonché altre forme di imprese di tipo cooperativo, mutualistico o associativo, integrano nella loro struttura gli interessi delle altre parti interessate e assumono immediatamente responsabilità sociali e civili»*⁽⁸⁷⁾ e che la *«partecipazione ai benefici e le formule di azionariato»* dei dipendenti contribuivano ad attrarre e conservare i lavoratori qualificati.

Si apriva così un periodo di particolare attenzione delle Istituzioni alle interrelazioni e sinergie esistenti tra partecipazione finanziaria dei dipendenti e altri settori di intervento

⁸⁴ R. MOLESTI, op. cit., p. 276. Attraverso tale documento, la Commissione individuava poi tre ostacoli alla diffusione transnazionale dei regimi di partecipazione finanziaria: la presenza di differenti regimi fiscali negli Stati membri, di diversi regimi di contribuzione sociale obbligatoria e di barriere sociali e culturali alla diffusione di tali piani, cfr. A. ALAIMO, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, in www.sole.unina.it.

⁸⁵ Oltre ad esser pubblicato un ulteriore studio svolto, sempre su richiesta della Commissione, dallo *European Centre for Employee Ownership*, nel quale veniva analizzato il nesso tra partecipazione finanziaria e comitati aziendali europei in quattro grandi multinazionali (Gucci, Pearson, Air France e DSM).

⁸⁶ Per un *excursus* storico sulla definizione del concetto di *Corporate Social Responsibility* a partire dagli anni '50: A. B. CARROLL, *Corporate Social Responsibility. Evolution of a Definitional Construct*, in *BUSINESS & SOCIETY*, Vol. 38, n. 3, Settembre 1999, p. 268 e ss. Secondo S. ZAMAGNI, *L'ancoraggio etico della responsabilità sociale d'impresa e la critica alla RSI*, Università di Bologna, Working Paper 1, ottobre 2004, p. 3, *«la logica specifica della RSI è quella di combinare tra loro o nel senso dell'ars combinatoria o la logica del puro business (per la quale ciò che conta per l'impresa è solamente il risultato economico, come misurato dal profitto) e la logica della pura filantropia (per la quale l'impresa deve sentirsi impegnata a destinare per scopi socialmente rilevanti parte dei propri profitti). È tipico della RSI rifiutare la celebre dicotomia di J.S. Mill tra leggi della produzione e leggi della distribuzione della ricchezza. Non è socialmente responsabile l'impresa che, mentre produce ricchezza, non guarda troppo per il sottile alla difesa dei diritti umani, al rispetto e all'integrità morale delle persone, ecc., e diventa compassionatamente generosa nel momento della distribuzione della ricchezza prodotta»*. Si vedano anche, H. R. BOWEN, *Social responsibilities of the businessman*, Harper&Row, New York, 1953; K. DAVIS, *Can business afford to ignore social responsibilities?*, in *California Management Review*, 1960, n. 2, p. 70 ss.; K. DAVIS ó R. L. BLOMSTROM, *Business and its environment*, McGraw-Hill, New York, 1966; W. M. EVAN ó R. E. FREEMAN, *A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism*, in *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall, Englewood Cliffs (NJ), 1988, p. 75 ss. Sui rapporti tra Responsabilità Sociale d'Impresa e diritto del lavoro in Italia, si vedano R. DEL PUNTA, *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto del lavoro*, in *Lav. e dir.*, 2006, n. 1, p. 41 ss.; A. TURSI, *Responsabilità sociale dell'impresa, «etica d'impresa» e diritto del lavoro*, in *Lav. e dir.*, 2006, n. 1, p. 72.

⁸⁷ Commissione delle Comunità Europee, Libro Verde *«Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese»*, Bruxelles 18.7.2001, COM(2001) 366 definitivo, paragrafo 2, p. 23.

dell'Unione Europea.

In particolare, la Comunicazione del 2002 della Commissione *«Quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti»* ⁽⁸⁸⁾, evidenziando i molteplici vantaggi derivanti dalla partecipazione finanziaria dei dipendenti, sosteneva che quest'ultima rappresentasse un elemento indispensabile nel conseguimento degli obiettivi stabiliti dall'Unione Europea a Lisbona ⁽⁸⁹⁾. La partecipazione finanziaria era infatti considerata un esempio eccellente di politica in grado di perseguire contemporaneamente obiettivi di tipo economico, sociale ed inerenti l'occupazione, in un'ottica di complementarità. Si affermava invero che essa, se attuata correttamente, potesse incrementare la redditività e la competitività delle imprese, aumentare la motivazione, il coinvolgimento e la soddisfazione professionale dei lavoratori, potenziare la qualità dell'occupazione e contribuire ad una ripartizione più equa del reddito e della ricchezza.

Non solo: si sosteneva che la partecipazione finanziaria potesse svolgere un ruolo importante per lo sviluppo dei mercati finanziari europei e, in particolare, dei mercati di capitali di rischio e che la sua promozione si iscrivesse, pertanto, anche nel quadro nelle riforme strutturali necessarie per concretare il potenziale dell'Europa in materia di crescita, occupazione e coesione sociale.

Potenziando l'identificazione dei dipendenti con l'impresa e il loro coinvolgimento nelle sue attività, la partecipazione finanziaria era considerata un elemento cruciale per ammodernare adeguatamente l'organizzazione del lavoro e per investire i dipendenti di maggiori responsabilità. Inoltre, contribuendo ad avvicinare gli interessi dei dipendenti a quelli di altri azionisti e facendo sì che i dipendenti partecipassero più attivamente e più a lungo allo sviluppo della loro impresa, la partecipazione finanziaria veniva presentata come uno strumento per perseguire una gestione dell'impresa più trasparente ed efficace.

La Commissione sottolineava dunque l'opportunità di un incremento nella diffusione dei piani PEPPER, che avrebbero dovuto tener conto dei principi generali ivi indicati, ossia, tra gli altri: la partecipazione volontaria ai piani, l'estensione dei benefici di tali piani a tutti i lavoratori dipendenti; la predeterminazione della formula sulla quale si

⁸⁸ COM(2002)364 def.

⁸⁹ Ci si riferisce alla ben nota *«Strategia»* formulata dal Consiglio Europeo svoltosi a Lisbona il 23 e 24 marzo 2000.

sarebbero basati i regimi di partecipazione finanziaria; la regolarità nell'applicazione; la distinzione tra la retribuzione e i proventi derivanti da regimi di partecipazione finanziaria; l'importanza di evitare eccessivi rischi per i lavoratori.

Con una Risoluzione del medesimo anno, il Parlamento Europeo suffragava il contenuto della Comunicazione della Commissione, invitando tuttavia gli Stati membri a tener conto del rischio rappresentato per i lavoratori dipendenti dalla partecipazione al capitale aziendale, rappresentato dal fatto che essi, in caso di insolvenza dell'impresa, avrebbero perso il posto di lavoro e la quota di partecipazione, nonché delle difficoltà attuative di piani di partecipazione finanziaria nelle piccole e medie imprese europee⁽⁹⁰⁾.

Nel 2006, gli studi della Commissione Europea sulla partecipazione finanziaria proseguivano poi con la pubblicazione del rapporto PEPPER III, che estendeva il campo di indagine dei precedenti rapporti PEPPER ai nuovi Stati membri e ai paesi candidati a entrare nell'Unione Europea. Esso rilevava lo scarso interesse mostrato dalle associazioni sindacali per l'argomento e mostrava come dal quadro normativo emergesse l'esistenza di poche leggi sulla partecipazione finanziaria. Concludeva, pertanto, sancendo come obiettivi europei l'introduzione di una regolamentazione europea in grado di incentivare la partecipazione finanziaria e l'inclusione del principio della partecipazione finanziaria dei dipendenti nei Trattati comunitari⁽⁹¹⁾.

Si sviluppava così l'idea che, per superare le difficoltà attuative presenti nei singoli Stati, occorresse apprestare un quadro di riferimento a livello comunitario, una cornice di regole minimali in grado di irrobustire gli strumenti di sostegno alla partecipazione finanziaria e di apprestare una base normativa in grado di offrire maggiore certezza giuridica anche alle aziende.

Veniva così introdotto il cosiddetto "approccio modulare" (*Building Block Approach*), che mirava a sostenere la partecipazione finanziaria a più livelli, dando spazio sia ai modelli di azionariato tradizionali volti a far partecipare i lavoratori ai

⁹⁰ Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale e al Comitato delle regioni su un quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti (COM(2002) 364 - 2002/2243(INI))

⁹¹ Parallelamente, nel Trattato di riforma sottoscritto il 13 Dicembre 2007 a Lisbona, l'UE si impegna espressamente, per la prima volta, per la realizzazione del Modello sociale europeo come uno dei pilastri della sua politica. Così, l'articolo 3 del Trattato stabiliva che l'Unione "lavorerà per lo sviluppo sostenibile dell'Europa basato su [...] un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, orientata alla piena occupazione e al progresso sociale".

risultati economici della propria impresa, sia alle forme più evolute, dirette a rafforzarne il coinvolgimento negli organi di governo societario (⁹²).

Successivamente, nel 2009, la quarta (e, allo stato, ultima) relazione PEPPER forniva per la prima volta una panoramica completa sulla partecipazione dei lavoratori in tutti gli Stati membri e nei Paesi candidati dell'Unione Europea.

Tale Rapporto era, invero, uno studio comparativo interdisciplinare di carattere giuridico ed economico, volto a fornire una valutazione della partecipazione finanziaria nell'Unione Europea a 27 Stati e nei Paesi candidati, basata su indicatori coerenti e quindi, per la prima volta, comparabili.

Il documento evidenziava con nettezza un'espansione significativa della partecipazione finanziaria dei lavoratori in Europa nel decennio precedente, rilevando un incremento sia dei regimi di partecipazione agli utili (aumentati dal 29% al 35% tra 1999 e 2005) che dei regimi di azionariato dei dipendenti su larga scala (aumentati da una media del 13% fino al 18% nell'arco dello stesso periodo), accertando però una profonda diversificazione dei modelli PEPPER in Europa ed un limitato interesse dei sindacati alla diffusione di tali regimi, oltre che l'assenza di misure politiche concrete a sostegno dei medesimi.

Il Rapporto, in conclusione, si chiudeva con una serie di raccomandazioni, volte alla promozione dei regimi PEPPER a livello nazionale mediante l'introduzione di una regolamentazione specifica e allo sviluppo dell'approccio modulare, ossia di norme minime comuni per un modello sovranazionale, comprendente un ampio sistema di incentivi con soluzioni diverse e flessibili, compatibili con quelle già stabilite negli Stati membri.

Tale modello, *la cui scelta è rimessa alla volontà della singola impresa e dei suoi dipendenti, è articolato in tre moduli costruito intorno ai tre modelli partecipativi: la partecipazione agli utili, la partecipazione azionaria individuale e i piani di partecipazione azionaria sotto forma di regimi collettivi* (⁹³).

Incentivava, inoltre, la diffusione di piani PEPPER nelle piccole e medie imprese, in particolare di ESOP, anche quale strumento per garantire la successione aziendale, e la promozione dei piani PEPPER tramite incentivi fiscali.

⁹² R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del Diritto*, Giuffrè, Annali V, 2012.

⁹³ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 262.

Faceva seguito a detto Rapporto, nel 2010, il Parere di iniziativa SOC 371 del Comitato Economico e Sociale Europeo, il quale si proponeva di riprendere e dare nuovo impulso sul dibattito alla partecipazione finanziaria dei lavoratori e chiedeva al Consiglio di formulare una nuova raccomandazione (come nel caso della 92/443/CEE del 27 luglio 1992) sulla promozione della partecipazione dei lavoratori.

A tale proposito, il Parere affermava la necessità di facilitare la diffusione della partecipazione finanziaria dei lavoratori in tutta l'Unione Europea sulla base di principi comuni e di analizzare gli strumenti di partecipazione finanziaria quale meccanismo idoneo a contribuire al rafforzamento della *governance* societaria, prospettava infine un utilizzo degli schemi partecipativi come modello di successione aziendale, tramite *employee buy-outs* (⁹⁴).

5. La partecipazione finanziaria dei lavoratori quale strumento per migliorare il governo societario

La storia successiva della partecipazione finanziaria dei lavoratori in Europa risente fortemente del grande ripensamento che la crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha imposto, tra l'altro, alle istituzioni comunitarie.

Emblema di tale riflessione è la *“Strategia Europa 2020”*, strategia decennale per la crescita e l'occupazione che l'Unione Europea ha varato nel 2010 per superare la crisi economico finanziaria e colmare le lacune del modello europeo di crescita, creando le condizioni per una crescita più intelligente, sostenibile e solidale, che, tra l'altro, favorisca l'emancipazione dei cittadini attraverso l'occupazione, gli investimenti nelle competenze, la lotta alla povertà e la modernizzazione dei mercati del lavoro e della protezione sociale.

Nel 2011 veniva quindi pubblicato dalla Commissione Europea il Libro Verde *“Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario”*, il quale, ritenendo che il governo societario e la Responsabilità Sociale delle Imprese fossero *“elementi chiave per stimolare la fiducia dei cittadini nei confronti del mercato unico, oltre ad essere fattori che contribuiscono alla competitività delle imprese europee, perché imprese ben gestite e sostenibili possono concorrere in modo rilevante al raggiungimento degli*

⁹⁴ SOC/371 - CESE 1375/2010 DE-CHE/Sab/CHE/Sab/VIT/Sab/Vit/cp/en/cl

ambiziosi obiettivi di crescita stabiliti nella strategia Europa 2020⁽⁹⁵⁾, prestava particolare rilievo alla presenza di investitori a lungo termine nelle società, quali soggetti capaci di svolgere un ruolo attivo nella stessa, idoneo ad aumentarne il valore.

La Commissione affermava, infatti, che *l'impegno attivo da parte degli azionisti si esprime in genere attraverso la sorveglianza attiva delle società, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di voto e di cooperazione con altri azionisti al fine di migliorare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine. Sebbene l'impegno attivo da parte di investitori a breve termine possa avere effetti positivi il concetto di impegno attivo designa in generale un'attività che produce risultati a lungo termine per gli azionisti. La Commissione ritiene quindi che siano in primo luogo gli investitori a lungo termine ad avere interesse a impegnarsi attivamente nella società*⁽⁹⁶⁾.

In questo quadro la Commissione analizzava la figura del dipendente o azionista. In particolare, la partecipazione azionaria dei dipendenti veniva considerata uno strumento tendente ad accrescere l'impegno e la motivazione dei dipendenti, ad aumentare la produttività e a ridurre le tensioni sociali⁽⁹⁷⁾.

Pur nella consapevolezza che l'azionariato dei dipendenti non fosse privo di rischi derivanti da una mancata diversificazione degli investimenti, il Libro Verde concludeva in proposito sostenendo che *gli dipendenti - investitori possono contribuire in modo significativo ad aumentare la percentuale di azionisti che investono a lungo termine*⁽⁹⁸⁾.

Di conseguenza, veniva avviata una consultazione sulla necessità o meno di adottare misure a livello europeo al fine di promuovere l'azionariato dei dipendenti⁽⁹⁹⁾, i cui risultati contrastanti venivano resi noti il 15 novembre 2011.

⁹⁵ Commissione Europea, Libro Verde *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Bruxelles, 5.4.2011, COM(2011) 164 definitivo, p.2.

⁹⁶ *Ivi*, pp. 12-13.

⁹⁷ *Ivi*, p. 20.

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ *Ivi*, Allegato 1, domanda 23: *È necessario adottare misure a livello UE, e in caso affermativo, quali, per promuovere la partecipazione azionaria dei dipendenti?* Tra le risposte date alle consultazioni, Assonime ha ritenuto che incentivare l'azionariato dei dipendenti potrebbe giocare un ruolo importante nell'incoraggiare una prospettiva di investimento a lungo termine, ma che andrebbe evitata un'eccessiva concentrazione del rischio nel portafoglio dei dipendenti, si veda F. GHEZZI, *La «corporate governance» nell'Unione europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.* 2011, n. 6, p. 1197 ss..

La volontà di garantire alle imprese e agli azionisti la libertà di decidere autonomamente l'attuazione di modelli di partecipazione azionaria dei lavoratori emersa dalle consultazioni conduceva la Commissione a rinunciare ad un intervento europeo in materia.

Già l'anno successivo, nel settembre 2012, il Parlamento Europeo pubblicava però uno studio sulla diffusione e sulle caratteristiche della partecipazione finanziaria dei lavoratori nell'Unione Europea, dal quale emergeva una dinamica positiva tra 2000 e 2009, nonostante la crisi finanziaria ⁽¹⁰⁰⁾.

In tale studio la partecipazione finanziaria dei dipendenti era descritta come un meccanismo per la promozione di una maggiore cooperazione tra proprietà, *management* e dipendenti, volta a migliorare l'armonia sui posti di lavoro e ridurre la conflittualità, così rendendo l'impresa più flessibile, efficiente e produttiva e, pertanto, maggiormente competitiva.

Pur a fronte del riconoscimento di un certo grado di rischio caratterizzante i piani di partecipazione agli utili e azionaria, si valorizzava la partecipazione finanziaria dei lavoratori quale meccanismo per alleviare alcuni tipici problemi delle piccole e medie imprese, come la successione aziendale e la necessità di finanziamenti a lungo termine.

Lo studio proponeva, inoltre, l'adozione di un nuovo approccio, cosiddetto "28esimo regime", definito a livello europeo e implementato attraverso la regolamentazione europea, volto a fornire ai lavoratori e ai dipendenti la scelta tra due modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori, uno di origine nazionale, applicabile di *default*, e l'altro di fonte normativa europea, basato sul principio della volontarietà e dell'approccio modulare.

Alla pubblicazione dello studio citato, il 12 dicembre 2012 seguiva l'approvazione da parte della Commissione Europea di un "Piano d'Azione sul diritto delle società e sul governo societario" ⁽¹⁰¹⁾, che stabiliva quali obiettivi delle future iniziative della Commissione Europea per modernizzare il diritto societario il rafforzamento della trasparenza, il coinvolgimento degli azionisti ed il sostegno alla crescita delle imprese e

¹⁰⁰ EUROPEAN PARLIAMENT, *Employee financial participation in companies* proceeds, settembre 2012 (IP/A/EMPL/ST/2011-02 PE 475.098).

¹⁰¹ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario ó una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili (COM/2012/0740 final).

alla loro competitività. Tra le misure di incentivazione ad un maggior coinvolgimento degli azionisti veniva considerata la partecipazione finanziaria e, in particolare, azionaria, dei dipendenti, quale strumento per l'elaborazione di un quadro di *governance* ben funzionante.

Nell'ambito dell'*Action Plan* del 2012, la Commissione Europea finanziava così il Progetto Pilota *“Promotion of Employee Ownership and Participation”* ⁽¹⁰²⁾ che conduceva alla pubblicazione di un ultimo studio nell'ottobre 2014.

Parallelamente, in seguito all'adozione di un Report di propria iniziativa al termine dell'anno 2013, il Parlamento Europeo, il 14 gennaio 2014, adottava la *“Risoluzione sulla partecipazione finanziaria dei dipendenti agli utili dell'impresa”* ⁽¹⁰³⁾, che invitava la Commissione e gli Stati membri a prendere in considerazione misure adeguate per incoraggiare le imprese, su base volontaria, a sviluppare e offrire piani di partecipazione finanziaria aperti a tutti i dipendenti senza discriminazioni, tenendo conto della specifica situazione delle PMI e delle microimprese.

La Risoluzione specificava che qualunque misura riguardante la partecipazione finanziaria dei dipendenti ai redditi dell'impresa dovesse essere sostenibile nel lungo periodo e basata sui principi di partecipazione volontaria, uguaglianza tra i lavoratori e diligenza, specialmente per le PMI.

Il Parlamento affermava di guardare con interesse ad un potenziale 29° piano di partecipazione quale quadro giuridico unico e facoltativo, aperto ai datori di lavoro di tutta l'Unione, che rispettasse gli ambiti di competenza degli Stati membri in materia di diritto fiscale e del lavoro e comprendesse un insieme di modelli di sostegno semplice, elaborati secondo gli esempi delle migliori prassi per aziende di ogni tipo e dimensione. Osservava, inoltre, che la partecipazione finanziaria dei dipendenti rappresentasse un importante strumento di coesione sociale e di governo societario sostenibile, ma che fosse necessario essere cauti nella promozione dei piani di partecipazione finanziaria al fine di evitare che i salari fossero sostituiti da sistemi di partecipazione finanziaria.

Ancora, il Parlamento invitava la Commissione a prendere in considerazione lo sviluppo di un insieme di orientamenti di base per la riuscita dei piani di partecipazione finanziaria che includessero i seguenti elementi:

¹⁰² (MARKT/2013/019/F2/ST/OP).

¹⁰³ (2013/2127(INI)).

- a) orientamento agli obiettivi dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori;
- b) flessibilità nel funzionamento e carattere volontario;
- c) carattere supplementare/complementare rispetto alla remunerazione contrattuale;
- d) adesione volontaria per i dipendenti;
- e) negoziazione ad opera delle parti sociali;
- f) informazioni chiare;
- g) coinvolgimento dei lavoratori nella *governance* dell'impresa;
- h) necessità di proteggere attraverso un'assicurazione la partecipazione finanziaria dei dipendenti in caso di fallimento dell'impresa;
- i) necessità di tenere sempre in considerazione l'impatto sulla parità di genere all'atto di concordare piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori;
- j) trasparenza.

Sebbene i criteri indicati rimandino, ancora una volta, ai principi di riferimento indicati nella Raccomandazione del 1992, può riconoscersi negli ultimi interventi comunitari per la promozione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori l'intenzione di fare di questi ultimi una nuova categoria di azionisti, leali e di lungo periodo, in quanto tali in grado di intervenire sulla *governance* di impresa per ridurre le storture emerse per effetto della crisi finanziaria. Di quanto affermato si ha, peraltro, piena prova ove ci si soffermi sull'ultimo studio commissionato dalla Commissione Europea sull'argomento, pubblicato nel 2014 e qui di seguito analizzato.

6. Lo studio *“The promotion of Employee Ownership and Participation”* dell'ottobre 2014

Come previamente ricordato, in forza di quanto previsto nell'*Action Plan* del 2012, la Commissione Europea ha finanziato il Progetto Pilota degli anni 2013 e 2014, volto ad accertare i modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori esistenti nell'Unione Europea e ad analizzare le azioni di carattere regolamentare (e non) da intraprendere per favorire la partecipazione finanziaria dei dipendenti e, in particolare, i regimi di partecipazione azionaria.

Il Progetto si è concluso con la pubblicazione nell'ottobre 2014 dello studio *“The promotion of employee ownership and participation”*, nel quale la partecipazione

finanziaria dei dipendenti è stata definita una modalità di remunerazione addizionale ai regolari sistemi retributivi che consente ai lavoratori di partecipare ai profitti e ai risultati dell'impresa (¹⁰⁴), valorizzata come strumento volto a perseguire una pluralità di finalità, di carattere non meramente retributivo, tra le quali primaria importanza assume la promozione di una migliore *corporate governance* per le imprese europee.

Ebbene, la relazione, che sotto vari aspetti sembra prendere le mosse dai Rapporti PEPPER, dà atto delle possibili diverse forme di partecipazione finanziaria dei lavoratori, a partire dalla partecipazione azionaria individuale (*individual employee share ownership*, ESO), da realizzarsi mediante azioni o *stock options* rivolte ai dipendenti, che consentono ai lavoratori di partecipare ai risultati dell'impresa in via indiretta, tramite la percezione di dividendi o l' apprezzamento del valore delle azioni (¹⁰⁵).

Sono poi ricordati i piani collettivi di azionariato dei dipendenti (*employee stock ownership plans*, ESOP) (¹⁰⁶), forme di partecipazione azionaria collettiva ove una società, la *Society Sponsor* o *Sponsoring Employer*, apporta gratuitamente nuove azioni o conferisce denaro, in una quantità solitamente rapportata ai profitti, ad un ente (in forma di *trust* nel mondo anglosassone, ovvero di società, fondazione o associazione nell'Europa continentale) dalla stessa costituito a tale scopo e con personalità giuridica autonoma, che può anche finanziarsi ottenendo prestiti esterni da banche o intermediari finanziari per comprare azioni della società di nuova emissione o già in circolazione.

Infine, tra i modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori è citata la partecipazione agli utili (*profit sharing*, PS), ossia la ripartizione degli utili tra datore di lavoro e lavoratori assegnando ai secondi, in aggiunta ad un salario fisso, una retribuzione variabile direttamente legata agli utili o ad altri indici dei risultati dell'impresa. Essa viene solitamente attuata attraverso schemi collettivi che includono tutti i lavoratori dell'impresa e fornisce ad essi *benefits* immediati o differiti, che possono essere corrisposti in denaro, azioni dell'impresa o altri titoli, oppure esser allocati in speciali

¹⁰⁴ EUROPEAN COMMISSION, *The Promotion of Employee Ownership and Participation.*, Study prepared by the Inter-University Centre for European Commission's DG MARKT, Final Report October 2014, p. 7.

¹⁰⁵ Le azioni possono essere distribuite gratuitamente ovvero vendute al prezzo di mercato o sotto condizioni preferenziali. Le *employee stock options*, diversamente dalle *executive stock options*, assegnate quale premio per la performance individuale, sono a base diffusa e offerte a tutti o alla maggioranza dei dipendenti.

¹⁰⁶ Cfr. cap. IV.

fondi, investiti nell'interesse dei dipendenti.

Lo Studio si sofferma, dunque, su dati empirici ricavati dal secondo e dal terzo *European Company Survey* (risalenti, rispettivamente, al 2009 e al 2013) relativamente alla diffusione ed implementazione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori alle imprese datrici di lavoro, riscontrando una vasta diffusione di modelli di partecipazione agli utili, partecipazione azionaria individuale e *stock options* in tutta l'Unione Europea e rilevando come, invece, gli ESOP trovino applicazione solamente nei sistemi di tradizione anglosassone, quali Irlanda e Regno Unito (¹⁰⁷).

Più specificamente, si riscontra un incremento nella diffusione dei piani di partecipazione azionaria dal 4.7% al 5.2% tra il 2009 ed il 2013, con significative differenze da Stato a Stato. In Austria, Estonia, Finlandia, Francia, Lituania, Lussemburgo, Slovenia, Spagna e Regno Unito vi è infatti stata una sensibile espansione dei piani di azionariato dei dipendenti, che hanno, invece, vissuto un decremento in Belgio, Bulgaria, Danimarca e Romania.

Anche l'Italia ha visto diminuire tali piani tra 2009 e 2013, rimanendo peraltro ben al di sotto della diffusione media dei gli schemi partecipativi richiamati rispetto a quanto accade negli altri Stati europei.

Dall'analisi degli studi citati, emerge, poi, una positiva correlazione tra piani di azionariato e dimensioni dell'impresa, nonché una stretta dipendenza della diffusione dei modelli di azionariato dei dipendenti dal settore di attività dell'impresa, con il più alto tasso di diffusione nelle imprese operanti nei settori dell'intermediazione finanziaria e immobiliare.

6.1. Le motivazioni per la promozione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori

A sostegno, quindi, della promozione della partecipazione di finanziaria dei lavoratori vengono addotte una pluralità di motivazioni, di matrice economica, sociale e di

¹⁰⁷ Modelli simili agli ESOP si ritrovano, tuttavia, anche in altri Stati, come la Francia, ove i *Fonds commun de placement d'entreprise* (FCPE) raccolgono somme di denaro provenienti dagli schemi di partecipazione agli utili al fine di investirlo in azioni dell'impresa, cfr. cap. IV. In merito al modello francese si vedano R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali V, Nota 18, Milano, Giuffrè, 2012; R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 172; www.travail-emploi.gouv.fr.

intervento sulle politiche gestorie delle imprese.

In primo luogo, invero, si dà atto di come la letteratura economica (¹⁰⁸) sostenga l'introduzione di piani partecipazione finanziaria dei lavoratori quale soluzione dei problemi di agenzia, grazie alla loro capacità di allineare gli interessi dei lavoratori a quelli delle imprese nelle quali lavorano: rafforzando la dedizione e l'identificazione dei dipendenti all'impresa, i piani di partecipazione finanziaria dei dipendenti rendono la stessa più produttiva e, pertanto, più competitiva (¹⁰⁹).

Le imprese nelle quali i dipendenti detengono una quota di proprietà realizzano, inoltre, maggiori profitti, creano più posti di lavoro, hanno migliori risultati nel lungo periodo (¹¹⁰), favoriscono l'assunzione di lavoratori altamente qualificati (¹¹¹), diminuiscono l'assenteismo ed il *turnover*, contribuiscono alla riduzione dei conflitti interni all'impresa (¹¹²) e a rendere quest'ultima maggiormente resiliente in periodi di crisi economica (¹¹³).

Infine, i piani PEPPER, in particolare gli ESOP, presentano a mente degli Autori dello Studio uno strumento per potenzialmente risolvere il problema della successione aziendale nelle piccole e medie imprese e nelle imprese a gestione familiare (¹¹⁴), in quanto idonei a consentire ai lavoratori di rilevare imprese in difficoltà limitando il loro

¹⁰⁸ Sulla quale ci si soffermerà più approfonditamente nel prossimo capitolo.

¹⁰⁹ J.R. BLASI ó D.L. KRUSE ó A. BERNSTEIN, *In the company of owners: the truth about stock options (and why every employee should have them)*, New York, Basi Books, 2003; E. KAARSEMAKER, *Employee ownership and human resource management. A theoretical and empirical treatise with a digression on the Dutch context*, Radboud University Nijmegen, 2006; S. FREEMAN, *Effects of ESOP adoption and employee ownership: Thirty years of research and experience*, Graduate Division, School of Arts and Sciences, Center for Organizational Dynamics, University of Pennsylvania, Working Paper No 7 (No. 7), 2007.

¹¹⁰ www.employeeownershipindex.co.uk

¹¹¹ A. SOPPE e R. HOUWELING, *Delen in modernen ondernemen. Financiële werknemersparticipatie in Nederland [Sharing in modern companies. Employee financial participation in the Netherlands]*, IvO Center for Financial Law & Governance / Erasmus Universiteit Rotterdam, 2014.

¹¹² D. McDONNELL ó E. MACKNIGHT ó H. DONNELLY, *Democratic enterprise: Ethical business for the 21st century, a Cooperative Education Trust*, Scotland, 2012; A. M. ROBINSON ó H. ZHANG, *Employee share ownership: Safeguarding investments in human capital*, *British Journal of Industrial Relations*, 2005, n. 43(3), p. 469 ss.; N. WILSON ó M. J. PEEL, *The impact of absenteeism and quits of profit-sharing and other forms of employee participation*, *Industrial and Labor Relations Review*, 1991, n. 44(3), p. 454 ss..

¹¹³ J. LAMPEL ó A. BHALLA ó J. PUSHKAR, *Model growth: Do employee-owned businesses deliver sustainable performance?*, Employee Ownership Association, Londra, 2010; M. BLAIR ó D. KRUSE ó J. BLASI, *Is employee ownership an unstable form? Or a stabilizing force?*, in T. KOCHAN - M. BLAIR, *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 2000.

¹¹⁴ *Nuttall Review of employee ownership ó a guide to source materials including the employee ownership tax exemptions introduced in the Finance Act 2014*, <http://tinyurl.com/FieldfisherEO18>.

investimento e il rischio da esso derivante, grazie alla possibilità di ricorrere a prestiti bancari.

Sotto altro profilo, lo Studio considera poi la partecipazione finanziaria dei lavoratori quale possibile modalità attuativa della Strategia Europa 2020 e, in particolar modo, delle esigenze di finanziamento di lungo periodo delle imprese, nonché quale strumento per il perseguimento degli obiettivi di trasparenza, coinvolgimento degli azionisti, sostegno alla crescita e alla competitività delle imprese sanciti dal Piano di Azione del 2012 in materia di *corporate governance*.

Come già avvenuto in sede di Piano di azione della Commissione Europea del 2012 per riformare il diritto societario europeo e la *corporate governance*, emerge così un nuovo apprezzamento per la partecipazione finanziaria dei dipendenti e, in particolar modo, per la partecipazione azionaria, considerata non solo quale strumento di politica salariale, ma quale *policy area* a sé stante.

La partecipazione dei dipendenti, secondo lo Studio, oltre a rendere l'impresa più competitiva sul mercato, contribuirebbe, invero, al perseguimento di obiettivi di lungo periodo, creando un blocco di azionisti leali, in grado di imporre un freno a decisioni gestionali opportunistiche e di breve periodo, incentivati a premere per una maggiore trasparenza della contabilità d'impresa e a monitorare le condotte del *management* in maniera più efficace rispetto agli altri azionisti, ma, al contempo in grado di fornire utili informazioni al *management* sul reale andamento del lavoro, anche grazie alla loro capacità di monitorare più facilmente gli altri dipendenti.

6.2. Opzioni future

In conclusione, lo Studio si propone di analizzare e valutare le possibili opzioni politiche che l'Unione Europea potrebbe mettere in atto al fine di incrementare la diffusione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori, articolando un *Five-Point Plan*, ossia un piano di azione di breve, medio e lungo periodo.

Più specificamente, nella prima fase del piano, nel breve periodo, ai fini di un incremento della consapevolezza e della diffusione dell'informazione in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori, si propone la creazione di uno o più centri di informazione, anche virtuali, nonché l'utilizzo di un metodo di calcolo del livello di

tassazione effettivo dei piani di partecipazione finanziaria nei diversi Stati.

Nel medio termine si collocano invece la seconda, la terza e la quarta fase del Piano.

In particolare, la seconda fase prevede la costituzione di un gruppo di esperti con il compito di: *a)* effettuare un'analisi dell'attuale diffusione degli schemi di partecipazione finanziaria dei lavoratori nell'Unione Europea, ad integrazione ed aggiornamento dei precedenti studi; *b)* valutare le migliori prassi adottate negli Stati membri, con stesura e pubblicazione di report sulle politiche di sviluppo dei piani di partecipazione finanziaria; *c)* elaborare un Codice di Condotta ed una guida sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori; *d)* assistere la Commissione nella predisposizione di una possibile bozza di legislazione europea in materia.

Nella terza fase si colloca, poi, un programma di azione volto ad accrescere la consapevolezza sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori, mentre nella quarta si prevede il lancio del Codice di Condotta elaborato dal gruppo di esperti.

Infine, nella quinta ed ultima fase del *“Five-Point Plan”*, da realizzarsi nel lungo periodo, dovrebbe verificarsi la realizzabilità di un unico regime opzionale europeo in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori, avente ancoraggio normativo nell'art. 114 TFUE sul ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno, nonché nell'art. 352 TFUE sui poteri impliciti dell'Unione. Ciò, ferma restando l'impossibilità di intervenire in materia di tassazione e di diritto del lavoro a fronte dell'incompetenza dell'Unione Europea in tali settori.

7. Osservazioni conclusive

Lo Studio *“The promotion of employee ownership and participation”* pubblicato nell'ottobre 2014 è dunque stato presentato ai membri della Commissione per il Lavoro e gli Affari Sociali del Parlamento Europeo in data 11 novembre 2014 e da questi ultimi riproposto come oggetto di discussione nella seduta plenaria del Parlamento Europeo del 10 febbraio 2015.

In tale sede, i membri della Commissione per il Lavoro e gli Affari Sociali, anche alla luce della *“Risoluzione sulla partecipazione finanziaria dei dipendenti agli utili*

dell'impresa¹¹⁵ del 14 gennaio 2014 emanata dal Parlamento Europeo (¹¹⁵), che già aveva invitato la Commissione Europea e gli Stati membri a prendere in considerazione misure adeguate per incoraggiare le imprese a sviluppare e offrire piani di partecipazione finanziaria aperti a tutti i dipendenti, hanno rivolto un'interrogazione orale alla Commissione, volta a sollecitare chiarimenti sulle misure che quest'ultima avrebbe concretamente intrapreso.

La Commissione Europea, nella seduta del febbraio 2015, ha quindi espresso il proprio parere favorevole in relazione allo sviluppo dei piani di partecipazione finanziaria, sostenendo che il lancio di centri di informazione e di un piano di azione per la diffusione di tale modello partecipativo sarebbero stati inclusi nei piani di azione della Commissione per il 2015 o, al più tardi, per il 2016.

Occorre, tuttavia, rilevare che alla data di stesura del presente elaborato non risultino esservi stati ulteriori sviluppi in materia.

Il quadro che ne deriva, ancora una volta, è allora quello di un percorso particolarmente complesso e articolato, che vede affastellarsi una pluralità di studi ed interventi volti a mettere in luce i benefici dell'istituto e le plurime potenzialità applicative e finalità che esso consente di conseguire, senza, però, sfociare in una normativa di carattere vincolante.

Nonostante la pluralità di iniziative di *soft law* ricordate in questo capitolo, ad oggi, sembra peraltro arduo ipotizzare l'utilizzo di strumenti di *hard law* nel futuro prossimo: lo stesso Studio promosso dalla Commissione del 2014 prevede solamente come quinta ed ultima fase del *Five-Point Plan*, da realizzarsi nel lungo periodo, la predisposizione di una normativa vincolante diretta all'introduzione di un unico regime opzionale europeo in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori.

Le motivazioni della mancata trasposizione delle indicazioni provenienti dalle istituzioni nel corpo di una direttiva o di un regolamento risultano, d'altronde, evidenti: la complessità ed interdisciplinarietà della materia, le profonde differenze normative e culturali sussistenti tra Stato e Stato in questo specifico ambito, le diverse esperienze imprenditoriali e di relazioni industriali, nonché, non da ultimo, la carenza di competenza delle istituzioni europee ad intervenire nei settori del diritto del lavoro e della disciplina fiscale, ostacolano fortemente il raggiungimento di una soluzione

¹¹⁵ (2013/2127(INI)).

condivisa a livello sovranazionale.

Ciò non toglie che l'ampia elaborazione di principi, linee guida e riflessioni di respiro comunitario possano contribuire allo sviluppo del dibattito in sede nazionale e debbano costituire il faro ed il punto di partenza di ogni futuro intervento degli Stati membri, anche nella prospettiva di una progressiva armonizzazione dei regimi nazionali.

CAPITOLO II

LA LETTERATURA ECONOMICA SULLA PARTECIPAZIONE DEI DIPENDENTI AL CAPITALE DI IMPRESA

SOMMARIO: 1. Gli studi in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori ó 2. L'economia dell'informazione ed il modello principale ó agente ó 3. La *team production theory* ó 4. Gli effetti sulla *performance* dell'impresa ó 5. Partecipazione ed innovazione ó 6. Interazioni tra partecipazione finanziaria e coinvolgimento nelle decisioni ó 7. I vantaggi per il lavoratore ó 8. I rimedi allo *shirking* ó 9. Il rischio per il lavoratore ó 10. Alcune osservazioni

1. Gli studi in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori

Adottando l'approccio che ha caratterizzato l'operato delle istituzioni europee nello studio della partecipazione dei lavoratori al capitale di impresa, prima di procedere all'analisi della normativa interna in materia, si ritiene utile soffermare l'attenzione sugli studi di matrice economica (¹¹⁶), al fine di valutare se l'auspicata diffusione dei piani analizzati determini una qualche forma di soddisfazione ulteriore delle parti che ne risultano coinvolte, ossia dei lavoratori dipendenti così come dei datori di lavoro.

Ebbene, la letteratura economica in materia di *shared capitalism*, termine coniato per riferirsi alle varie di forme di collegamento del salario o, comunque, del patrimonio del lavoratore alla *performance* dell'impresa o del gruppo di lavoro nel quale egli presta la propria opera (¹¹⁷), adduce tra le argomentazioni favorevoli all'introduzione e allo sviluppo di modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori la convinzione che detti schemi rappresentino una soluzione al problema di agenzia tipico del rapporto di lavoro

¹¹⁶ L'allegato 2 allo Studio *The promotion of employee ownership and participation* (pp. 117 ó 122), infatti, in forza di una vasta letteratura economica richiamata a supporto delle proprie tesi, evidenzia la positiva influenza dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori sulla *performance* dell'impresa. Gli schemi di partecipazione finanziaria, infatti, fornirebbero una soluzione ai problemi di agenzia, incentivando i lavoratori ad essere maggiormente coinvolti nelle imprese nelle quali lavorano e ad identificarsi con esse, così da determinare più alti livelli di impegno e maggiore cooperazione nell'ambiente di lavoro.

¹¹⁷ Ivi ricomprendendovi forme di partecipazione azionaria collettiva (ESOP) o individuale, schemi di partecipazione agli utili o ai guadagni dell'impresa ovvero assegnazioni di *stock options* ai dipendenti in posizione non manageriale. D. L. KRUSE ó R.B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 4; E. J. CARBERRY, *Employee ownership and shared capitalism: new directions in research*, Cornell University IRL School, 2011, che utilizza il termine alternativamente a *employee ownership*; A. BRYSON ó R. B. FREEMAN, *How does shared capitalism affect economic performance in the UK?*, CEP Discussion Paper No. 885, <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0885.pdf>; R.B. FREEMAN, *The road to shared capitalism and economic justice*, Robbins Lectures, London School of Economics, 1999.

subordinato. Essi risulterebbero, invero, idonei ad allineare l'interesse dei lavoratori, nella loro qualità di agenti, a quello delle imprese nelle quali lavorano, principali di tale relazione (¹¹⁸).

La letteratura in questione, dunque, da un lato, analizza la capacità degli schemi di *shared capitalism* di indurre i dipendenti ad incrementare lo sforzo e la dedizione al lavoro, la condivisione delle informazioni e la capacità di innovare, dall'altro, valuta l'idoneità di detti piani a migliorare il benessere e la soddisfazione dei lavoratori, le loro competenze e la qualità delle relazioni di lavoro.

Allo stesso tempo, tali studi affrontano le potenziali criticità dei modelli citati, concentrandosi in particolare sulla problematica dell'allocazione del rischio, del *free riding* e del pericolo di interferenza dei piani di partecipazione finanziaria nell'esercizio dei poteri gestori del *management*.

È dunque dalla lettura economica che occorre prendere le mosse per analizzare gli effetti dell'introduzione di modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa, così da valutare la reale opportunità di una incentivazione dell'istituto.

2. L'economia dell'informazione ed il modello principale ó agente

Giova premettere che chiave di lettura della letteratura economica citata è la sua collocazione nell'alveo della cd. economia dei contratti, e, più specificamente, dell'economia dell'informazione.

Trattasi di un insieme di teorie economiche sviluppatesi a partire dai primi anni Settanta, caratterizzate dall'allontanamento dalla *finzione teorica dei contratti completi* (¹¹⁹), ossia dei contratti in grado di stabilire per ogni ipotetica situazione attuale o futura i reciproci obblighi delle parti, il cui rispetto risulta garantito dalla capacità di un'autorità esterna di imporre sanzioni sugli inadempienti.

Tale modello ideale, basato, tra l'altro, sui concetti di perfetta razionalità degli agenti e di completa informazione dei medesimi, viene così superato dalla considerazione di un paradigma più realistico, che attribuisce rilievo alla effettiva struttura contrattuale e istituzionale che regola le relazioni economiche e che si caratterizza per l'introduzione

¹¹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *The promotion of employee ownership and participation*. Study prepared by the Inter-University Centre for European Commission's DG MARKT, Final Report October 2014, Annex 2, p. 117.

¹¹⁹ A. NICITA ó V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, 2005, p. 90.

della nozione di costi di transazione ⁽¹²⁰⁾.

In essa viene ricompresa una serie di fenomeni più ampia di quella suggerita da un'interpretazione letterale dei termini di cui si compone. Non vi rientrano soltanto i costi materiali, che devono essere sopportati per la stipulazione e l'esecuzione di un contratto, ma tutti gli ostacoli che si oppongono alla stipulazione di transazioni, a cominciare dai fattori che possono impedire agli interessati di identificare i contratti che essi avrebbero convenienza a stipulare, sino a quelli che possono rendere difficile il controllo sulla puntuale esecuzione degli impegni posti a carico di una delle parti della transazione ⁽¹²¹⁾.

Il nuovo approccio prende, dunque, in considerazione l'opportunismo degli agenti, ossia la capacità dei medesimi di mentire, imbrogliare, rubare, fuorviare, travisare, offuscare, fingere, distorcere e confondere ⁽¹²²⁾ per perseguire il loro egoistico interesse personale avvantaggiandosi della correttezza di altri individui appartenenti al medesimo gruppo.

Ancora, viene in rilievo la razionalità limitata dei soggetti, che, a causa di deficit informativi o volitivi, risultano incapaci di prevedere gli eventi futuri, di elaborare le informazioni in loro possesso ed agire in maniera adeguata, in altre parole, di comportarsi in maniera efficiente ⁽¹²³⁾.

Ci si confronta, poi, con le asimmetrie informative tipiche di ogni rapporto contrattuale, con l'incertezza nella quale le parti operano e la frequente necessità di effettuare investimenti specifici in una determinata relazione, con conseguente rischio di hold-up ⁽¹²⁴⁾.

Nel modello economico qui descritto diviene impossibile realizzare contratti completi, specialmente ove si tratti di contratti di durata o ad esecuzione differita, nei quali l'opportunismo e la razionalità limitata degli agenti possono ostacolare o addirittura impedire la stipulazione di contratti vantaggiosi per ambo i contraenti.

¹²⁰ R. H. COASE, *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Econ.*, 1960, p. 1 ss.; R. H. COASE, *The nature of the firm*, in *Economica*, Nov. 1937, p. 4; R. H. COASE, *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995; F. SILVA, *Ronald H. Coase e «The nature of the firm»*, in *Econ. e Pol. Industriale*, 1991, p. 249; S.G. MEDEMA ó R.O. ZERBE, *The Coase theorem*, in *Encyclopedie of Law and Economics*, University of Ghent ó Edward Elgar, 1996 ó 2000.

¹²¹ F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Giuffrè, 2002, p. 38.

¹²² O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York, 1985, p. 134.

¹²³ F. DENOZZA, *op. cit.*, p. 39.

¹²⁴ A. NICITA ó V. SCOPPA, *op. cit.*, p. 21.

I problemi economici sin qui proposti, che sorgono in presenza di contratti incompleti, sono, poi, analizzati dagli economisti tramite due approcci differenti: quello della *«economia dell'informazione»* o *«degli incentivi»* assume la perfetta razionalità degli agenti e non considera gli eventuali investimenti specifici, concentrando la propria attenzione sui problemi derivanti dalle asimmetrie informative tra le parti; *«l'economia dei contratti incompleti»* o *«dei costi di transazione»*, invece, presuppone la condivisione delle stesse informazioni tra le parti e *«l'incapacità di un'autorità esterna di verificarle»*, in contesti in cui sono presenti investimenti specifici ed il conseguente rischio di *hold up* (¹²⁵).

Nell'approccio adottato dall'*«economia dell'informazione»*, in particolare, ci si confronta con il rischio che gli individui si comportino in maniera opportunistica qualora un soggetto deleghi ad altri il perseguimento di determinati obiettivi.

Si introduce, allora, il *«rapporto di agenzia»* per indicare la relazione instaurata tra un soggetto, il principale, ed un altro soggetto, *«l'agente»*, che viene incaricato di svolgere una determinata attività nell'interesse del primo (¹²⁶), come usualmente avviene tra lavoratori subordinati e datore di lavoro o tra amministratori e soci di una società.

La letteratura economica sviluppatasi in materia di rapporti di agenzia si occupa principalmente di risolvere due problemi tipici delle suddette relazioni: il primo, definito *«agency problem»* si verifica quando gli interessi di principale ed agente divergono ed è difficoltoso o costoso per il principale osservare e verificare il comportamento dell'agente (¹²⁷). In queste situazioni, infatti, nelle quali il benessere del *principal* dipende dagli atti posti in essere dall'*agent* (¹²⁸), *«l'agente»*, disponendo di

¹²⁵ A. NICITA ó V. SCOPPA, *op. cit.*, *passim*.

¹²⁶ S. ROSS, *The economic theory of agency: the principal's problem*, in *American Economic Review*, 1973, vol. 63, n. 2, p. 134: *«The relationship of agency is one of the oldest and commonest codified modes of social interaction. We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems. Examples of agency are universal. Essentially all contractual arrangements, as between employer and employee or the state and the governed, for example, contain important elements of agency»*; vd. anche J. W. PRATT ó R. J. ZECKHAUSER, *Principals and agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, 1991; P. MILGROM ó J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, Prentice ó Hall, 1992; E. F. FAMA *Agency problems and the theory of the firm*, in *J. Pol. Econ.*, 1980, p. 288; M. C. JENSEN ó W. H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, p. 305.

¹²⁷ K. M. EISENHARDT, *Agency theory: an assessment and review*, in *The Academy of Management Review*, 1989, vol. 14, n. 1, p. 57 ss.

¹²⁸ R. R. KRAAKMAN ó P. DAVIES ó H. HANSMANN ó G. HERTIG ó K. J. HOPT ó H. KANDA ó E. B. ROCK ó L. ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 29 ss.

maggiori informazioni sulle proprie caratteristiche o sull'ambiente esterno, è incentivato a comportarsi in maniera opportunistica.

Il secondo è, invece, il cd. *problem of risk sharing*, che si verifica ogniqualvolta principale ed agente presentino diverse attitudini al rischio, ciò che li conduce a preferire comportamenti diversi (¹²⁹).

Nelle relazioni di agenzia, l'atteggiamento opportunistico può, dunque, realizzarsi in fase post o contrattuale, quando, in seguito alla stipulazione del contratto, l'agente agisce in maniera sleale giovandosi dell'impossibilità del principale di osservare il suo comportamento (cd. *hazardo morale*), ovvero in fase pre o contrattuale, qualora l'agente abbia maggiori informazioni del principale sulle proprie caratteristiche e possa così danneggiare il secondo millantando caratteristiche migliori (cd. *selezione avversa*) (¹³⁰).

In queste circostanze, la cooperazione e i vantaggi dello scambio divengono possibili solo in presenza di adeguati incentivi che inducano i soggetti a comportarsi in maniera non opportunistica e ad adottare comportamenti efficienti. Tramite uno schema di incentivazione contrattuale e la determinazione di una regola di pagamento idonea, l'agente può infatti essere indotto ad assumere comportamenti in linea con l'interesse del principale ovvero a svelare l'informazione nascosta in suo possesso. La

¹²⁹ K. M. EISENHARDT, *op. cit.*, *passim*.

¹³⁰ In proposito, si riporta il noto esempio di Akerlof sul mercato delle automobili: *“From time to time one hears either mention of or surprise at the large price difference between new cars and those which have just left the showroom. The usual lunch table justification for this phenomenon is the pure joy of owning a “new” car. We offer a different explanation. Suppose (for the sake of clarity rather than reality) that there are just four kinds of cars. There are new cars and used cars. There are good cars and bad cars (which in America are known as “lemons”). A new car may be a good car or a lemon, and of course the same is true of used cars. The individuals in this market buy a new automobile without knowing whether the car they buy will be good or a lemon. But they do know that with probability q it is a good car and with probability $(1-q)$ it is a lemon; by assumption, q is the proportion of good cars produced and $(1-q)$ is the proportion of lemons. After owning a specific car, however, for a length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine; i.e., the owner assigns a new probability to the event that his car is a lemon. This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good can and bad cars must still sell at the same price - since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car - if it did have the same valuation, it would clearly be advantageous to trade a lemon at the price of new car, and buy another new car, at a higher probability q of being good and a lower probability of being bad. Thus the owner of a good machine must be locked in. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car. () most cars traded will be the “lemons,” and good cars may not be traded at all. The “bad” cars tend to drive out the good () because they sell at the same price as good can () since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good and a bad car; only the seller knows” (G. A. AKERLOF, *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, vol. 84, n. 3, p. 488 ss.*

determinazione di tali schemi è tuttavia resa complessa dall'incertezza che domina i rapporti economici e dall'avversione al rischio solitamente caratteristica dell'agente: l'obiettivo dell'efficienza produttiva perseguito dal principale e conseguibile attraverso incentivi che rendano l'agente in parte responsabile dei risultati della relazione deve quindi bilanciarsi con quello di una efficiente allocazione del rischio tra le parti della relazione (¹³¹).

3. La *team production theory*

Se quelli sopra esposti sono poi gli elementi tipici del modello classico di agenzia, inerente un rapporto bilaterale tra un solo principale ed un solo agente, *nel quale gli incentivi necessari a prevenire l'azzardo morale sono basati sul legame diretto tra la remunerazione dell'agente e la variabile che misura il risultato economico finale della relazione, a sua volta obiettivo del principale* (¹³²), nella realtà i modelli sono spesso caratterizzati dalla presenza di una pluralità di agenti e di diverse tipologie di asimmetrie informative: i problemi di *agency* si sommano allora a quelli di *azione collettiva* (¹³³).

Accade, invero, frequentemente che la collaborazione di vari agenti sia necessaria per il perseguimento di un determinato obiettivo e che, pertanto, lo sforzo di ciascuno incida sull'*output* complessivo (¹³⁴). Nella letteratura economica, si parla quindi di *team* per indicare una particolare forma di organizzazione, un gruppo di individui le cui azioni rispondono a regole volte al perseguimento del loro comune interesse, nel quale i membri condividono le stesse motivazioni personali ma non le informazioni in forza delle quali agiscono (¹³⁵).

Ci si riferisce, poi, al concetto di *team production* in relazione a forme di produzione in cui sono utilizzati vari tipi di risorse, che cooperano nella produzione di un *output* complessivo non separabile in ragione della risorsa che ha contribuito a produrlo e nelle

¹³¹ A. NICITA ó V. SCOPPA, *op. cit.*, p. 40.

¹³² A. NICITA ó V. SCOPPA, *op. cit.*, p. 79.

¹³³ F. DENOZZA, *op. cit.*, p. 98.

¹³⁴ A. A. ALCHIAN ó H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in *The American Economic Review*, 1972, vol. 62, n. 5, p. 777 ss.; B. HOLSTROM, *Moral hazard in teams*, in *The Bell Journal of Economics*, 1982, vol. 13, n. 2, p. 324 ss.; M. M. BLAIR ó L. A. STOUT, *A team production theory of corporate law*, in *Virginia Law Review*, 1999, vol. 85, n. 2, p. 248 ss.

¹³⁵ J. MARSCHAK ó R. RADNER, *Economic theory of teams*, Yale University Press, 1972.

quali non tutte le risorse utilizzate appartengono alla stessa persona (¹³⁶).

In questa situazione di produzione in *team* al principale è solitamente consentito osservare e verificare solamente il prodotto della *squadra* e non quello dei singoli membri che la compongono: è quanto comunemente accade nelle relazioni di lavoro, ove la non osservabilità del comportamento del singolo lavoratore e dello sforzo da esso profuso impedisce al datore di lavoro di parametrare il suo compenso all'impegno prestato.

Gli incentivi, in caso di produzione in *team*, non possono dunque che essere attribuiti sulla base dell'*output* complessivo ed essere, pertanto, incentivi di gruppo.

Il sistema degli incentivi di gruppo, tuttavia, solleva problemi di azzardo morale e, più specificamente, di *free riding* (¹³⁷) o *shirking*. Gli agenti, infatti, non osservati dal principale e non compensati sulla base dell'impegno effettivamente prestato, ma in relazione all'*output* complessivo di gruppo, anziché prestare livelli di sforzo socialmente efficienti, sono incentivati ad avvantaggiarsi dell'impegno profuso dagli altri membri della squadra.

In caso di *team production*, infatti, dato N , il numero dei membri del *team*, ogni agente può appropriarsi solamente di una frazione dell'*output* complessivamente prodotto, ossia di $1/N$, ciò che lo incentiva a prestare un livello di sforzo inferiore a quello socialmente efficiente e a risparmiare il proprio sforzo in maniera crescente con l'aumentare della dimensione del *team* (¹³⁸).

Al fine di ridurre il problema dello *shirking* divengono così fondamentali le tecniche di monitoraggio degli agenti.

Alcuni autori hanno proposto, per esempio, che il fenomeno del *free riding* all'interno del *team*, detto anche *shirking*, possa essere almeno in parte evitato tramite la pressione dei colleghi (*peer pressure*): gli agenti, che sono in grado di controllarsi reciprocamente, essendo danneggiati dall'atteggiamento dello *shirker*, possono

¹³⁶ La definizione, liberamente tradotta, è di A. A. ALCHIAN ó H. DEMSETZ, *op. cit.*, p. 777.

¹³⁷ Il termine, in presenza di beni pubblici caratterizzati da non rivalità nel consumo e non escludibilità, indica il comportamento dell'agente che *pur godendo del beneficio di un bene, non ne paga il prezzo*, G. ANTONELLI ó G. CAINELLI ó N. DE LISO ó R. LEONCINI ó S. MONTRESOR, *Economia*, Torino, Giappichelli, 2009, p. 354.

¹³⁸ A. NICITA ó V. SCOPPA, *op. cit.*, p. 90: *Il livello di sforzo prestato da ciascun agente risulta pertanto subóttimale, in quanto il perseguimento della massima efficienza (first best) richiede che il beneficio marginale della produzione sia uguale al costo marginale dello sforzo*.

sanzionarlo socialmente (¹³⁹), conducendo quest'ultimo a raggiungere il livello di sforzo ottimale (¹⁴⁰).

Altri autori, come Alchian e Demsetz, hanno ritenuto che per eliminare il problema del *free riding* sia necessario prevedere un controllore che monitori lo sforzo di ogni lavoratore così da retribuirlo sulla base di tale dato. A tale controllore andrebbe poi attribuito il reddito residuale, ossia quello risultante dalla sottrazione al guadagno complessivo del reddito pagato ai dipendenti e delle altre voci di costo (¹⁴¹).

I concetti qui brevemente esposti e le teorie rappresentate, come si vedrà, costituiscono il sostrato sulla base del quale si sono sviluppati gli studi in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori.

4. Gli effetti sulla performance d'impresa

Il premio Nobel Joseph Stiglitz, nel suo paper *Democratic developments as the fruit of labour*, ha affermato che obiettivo della partecipazione finanziaria dei lavoratori sia *to increase each worker's involvement in and identification with the firm so that there will be some unification of agent and principal and a resulting tendency for a higher effort [in the belief that] a system of high involvement, high rewards, and high levels of skill and information, integrated with a corporate strategy that relies on front line employees' ideas and creativity, is capable of impressive improvements in organizational performance* (¹⁴²).

Tentando di verificare empiricamente tale affermazione, vari studiosi si sono soffermati sull'analisi degli effetti dello *shared capitalism* sulla performance di impresa (¹⁴³),

¹³⁹ E. KANDEL ó E.P. LAZEAR, *Peer pressure and partnerships*, in *The Journal of Political Economy*, 1992, vol. 100, n. 4, p. 801 ss.

¹⁴⁰ J. M. BARRON ó K. P. GJERDE, *Peer pressure in an agency relationship*, in *Journal of Labor Economics*, 1997, vol. 15, n. 2, p. 234 ss.

¹⁴¹ Cfr. A. A. ALCHIAN ó H. DEMSETZ, *op. cit.*, *passim*; si vedano, però, anche le diverse soluzioni di B. HOLSTROM, *op. cit.*, *passim*; E. RASMUSEN, *Moral hazard in risk ó averse team*, in *The Rand Journal of Economics*, 1987, vol. 18, n. 3, p. 428 ss.

¹⁴² J. STIGLITZ, *Democratic development as the fruit of labour*, in *Perspectives on Work*, 2000, vol. 4, n. 1, p. 31 ss.

¹⁴³ Cfr. C. DOUCOULIAGOS, *Worker participation and productivity in laborómanaged and participatory capitalist firms: A metaóanalysis*, in *Industrial and Labour Relations Review*, 1995, vol. 49, n. 1, p. 58 ss.; D. KRUSE ó J. BLASI, *Employee ownership, employee attitudes and firm performance: A review of the evidence*, in *Human resources management handbook*, part 1, ed. D. LEWIN ó D. J. B. MITCHELL ó M. A. ZAIDI, Greenwich, CT, JAI Press, p. 131 ss.; E. C. A. KAARSEMAKER, *Employee ownership and human resource management: A theoretical and empirical treatise with a digression on the Dutch context*,

rinvenendo una correlazione tendenzialmente positiva tra i due fattori, pur con un certo grado di dispersione ed ambiguità nei risultati.

Se da un lato, legando il salario del dipendente alla *performance* della società, la partecipazione finanziaria dei lavoratori è spesso stata considerata un mezzo per migliorare la produttività e la *performance* aziendale (¹⁴⁴), dall'altro, la partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa è altrettanto frequentemente stata tacciata di incoraggiare lo *shirking* individuale e diminuire gli incentivi del *management* a supervisionare i lavoratori, dal momento che il problema del *free rider* tra i dipendenti potrebbe limitare gli effetti incentivanti di un meccanismo premiale di gruppo a causa della debole connessione tra sforzo individuale e premio (¹⁴⁵). Inoltre, gli schemi di partecipazione finanziaria dei lavoratori sembrerebbero sollevare un problema di selezione automatica dei dipendenti: da un lato, i lavoratori migliori potrebbero essere attratti da un sistema di compensazione dipendente dalla *performance* d'impresa, dall'altro, i medesimi lavoratori potrebbero prediligere sistemi di compensazione altamente dipendenti dalla *performance individuale*, mentre lavoratori *shirker* potrebbero risultare attratti da sistemi di compensazione *di gruppo* nei quali condividere con gli altri lavoratori i costi dello *shirking*.

Altrettanto varie sono poi state le soluzioni proposte al problema dello *shirking*, rinvenute alternativamente in un accordo di cooperazione tra i partecipanti al *team* (¹⁴⁶), volto a promuovere la cooperazione nel gruppo e incoraggiare meccanismi di controllo sociale con eventuali sanzioni non pecuniarie, ovvero nell'attribuzione del reddito residuale dell'attività monitorata al controllore (¹⁴⁷), o, ancora, nel naturale incentivo a controllare l'operato degli altri membri del *team* che la partecipazione dei dipendenti al

Doctoral Dissertation, Radboud University Nijmegen, Netherlands, 2006; E. C. A. KAARSEMAKER, *Employee ownership and its consequences: Synthesis of generated evidence for the effects of employee ownership and gaps in the research literature*, University of York, 2006; S. F. FREEMAN, *Effects of ESOP adoption and employee ownership: Thirty years of research and experience*, Working Paper n. 07601, Organizational Dynamics Programs, University of Pennsylvania, 2007; D. T. LIVINGSTON e B. HENRY JAMES, *The effect of employee stock ownership plans on corporate profits*, in *The Journal of Risk and Insurance*, 1970, vol. 47, n. 3, p. 491 ss.

¹⁴⁴ Diminuendo il conflitto tra lavoratori e *management* e incoraggiando lo sforzo, la cooperazione e la condivisione delle informazioni da parte dei dipendenti.

¹⁴⁵ Ossia del cd. $\frac{1}{N}$, dove N è il numero dei dipendenti.

¹⁴⁶ Più facile da stabilire in società di piccole dimensioni dove il denominatore (N) del rapporto è minore.

¹⁴⁷ In caso di condivisione dei profitti con i lavoratori, l'incentivo del controllore nel monitorarli diminuirebbe, con conseguente riduzione dell'efficienza complessiva, a danno sia dei lavoratori che dell'impresa. In quest'ottica, dunque, sarebbero i proprietari a dover ricevere l'intero ammontare dei profitti per avere un incentivo ottimale al monitoraggio dei lavoratori, ciò che determinerebbe la coincidenza in capo alle stesse persone del diritto residuale di controllo e del diritto al reddito residuale.

capitale dell'impresa determina in capo al lavoratore (¹⁴⁸).

Partendo dai risultati non conclusivi della letteratura precedente, Blasi, Conte e Kruse (¹⁴⁹), hanno dunque analizzato gli effetti dei sistemi di partecipazione finanziaria dei dipendenti, in particolare azionaria (¹⁵⁰), sulle imprese statunitensi.

I dati analizzati dagli Autori citati riguardavano 562 *public companies* che presentavano una partecipazione dei dipendenti rilevante, ritenendo tale una partecipazione che superasse il 5% del capitale della società nel 1990-91, detenuta attraverso un piano di partecipazione diffusa (¹⁵¹).

Lo studio ha comparato i livelli di *performance* e crescita delle imprese partecipate con quelli delle altre *public companies* negli anni 1980-1990 e nel 1990, individuando livelli di redditività simili tra le imprese partecipate e quelle non partecipate della stessa dimensione e dello stesso settore industriale nel 1990, livelli invece più elevati nelle prime nel periodo 1980-1990.

Ha inoltre dimostrato che i risultati non subiscono modifiche a seconda che la partecipazione dei dipendenti sia uno strumento per fronteggiare una scalata ostile o una concessione fatta nell'interesse dei dipendenti, e che la relazione tra crescita della redditività e partecipazione dei dipendenti risulti maggiore nelle imprese di dimensioni minori.

Gli autori, pur non giungendo a conclusioni definitive, hanno dunque rilevato che, ove emergano differenze fra imprese partecipate e imprese non partecipate, le prime tendano a presentare una migliore *performance* rispetto alle seconde.

Uno studio di Jones e Kato (¹⁵²) sugli ESOP giapponesi, che si differenziano da quelli statunitensi per non godere di incentivi fiscali e per prevedere lunghi periodi di mantenimento delle azioni nel *trust* (¹⁵³), giunge invece a risultati parzialmente diversi.

¹⁴⁸ E quest'ultima forma di controllo tra pari risulterebbe addirittura più efficace di quella esercitata dal *management*, grazie alla maggior mole di informazioni sui colleghi che può essere assunta dai lavoratori.

¹⁴⁹ J. BLASI ó M. CONTE ó D. KRUSE, *Employee stock ownership and corporate performance among public companies*, in *Industrial and Labour Relations Review*, vol. 50, n. 1, p. 60 ss.

¹⁵⁰ Sotto forma di ESOP, *stock ó options* rivolte ai dipendenti e piani di acquisto individuale di azioni.

¹⁵¹ La soglia del 5% è stata scelta perché ritenuta dalla SEC indicativa di un azionista di riferimento. Nelle 562 società considerate la percentuale di capitale detenuta dai dipendenti era pari al 13,2%, con un valore mediano del 10% e massimo del 73,4%.

¹⁵² D. C. JONES ó T. KATO, *The productivity effects of employee stock ó ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data*, in *The American Economic Review*, 1995, vol. 85, n. 3, p. 391 ss.

¹⁵³ Gli autori del *paper* citato affermano, invero, che in Giappone le società che costituiscono un ESOP (*mochikabukai*) non ricevono incentivi fiscali e che, per incentivare la partecipazione dei dipendenti ai piani, sopportano i costi amministrativi della partecipazione e coprono il 5 ó 10% della contribuzione dei

L'analisi, condotta su un gruppo di imprese con e senza ESOP e su imprese che corrispondono vari tipi di *bonus*, ha infatti evidenziato un aumento della produttività del 4-5% derivante dall'introduzione dei piani partecipativi, rilevando però che occorrono 3-4 anni dall'implementazione del piano affinché l'impresa possa trarne benefici.

Il primo dato viene motivato da un allineamento dell'interesse dell'impresa con quello dei dipendenti attraverso l'implementazione dell'ESOP e dalla formazione di un capitale umano specifico all'impresa derivante dall'obbligo di mantenere le azioni nel fondo per un lungo lasso temporale. Il secondo, invece, trova giustificazione nei costi che le imprese devono inizialmente affrontare per realizzare un ESOP e per vincere la resistenza frequentemente mostrata dalle associazioni sindacali. Gli autori hanno inoltre osservato che, molto spesso, sono le imprese in condizioni economiche peggiori a risultare maggiormente incentivate a tentare nuove pratiche di gestione delle risorse umane, ciò che potrebbe condurre a peggiori risultati nel primo anno di implementazione di un piano (¹⁵⁴).

dipendenti. I piani sono rivolti a lavoratori a tempo pieno, mentre i lavoratori part-time o con contratto a termine e il *top management* non sono solitamente inclusi. Le azioni individuali sono detenute in un *trust*, possono essere ritirate e detenute individualmente solo se il lavoratore mantiene almeno mille azioni in esso e solo in lotti minimi di mille azioni. Per accumulare 2000 azioni, il minimo necessario per ritirarle dal trust, ai dipendenti occorrono almeno 20 anni. La maggior parte degli ESOP prevede che i lavoratori in pensione escano completamente dal piano. I lavoratori partecipanti al piano sono rappresentati da un direttore generale (*rijicho*), eletto dai dipendenti partecipanti all'ESOP, che nelle assemblee generali degli azionisti vota in maniera autonoma. Gli ESOP giapponesi risultano inoltre fortemente partecipati, ma non detengono alte percentuali del capitale sociale. In realtà, pur detenendo basse partecipazioni nel capitale delle società, risultano spesso essere i maggiori azionisti delle società quotate.

¹⁵⁴ Un più recente studio di Kato sostiene che gli effetti ritardati degli ESOP siano anche dovuti al fatto che al momento dell'introduzione del piano gli scopi assegnati allo stesso siano limitati. Con il passare del tempo gli scopi e la natura del piano possono estendersi e pertanto incidere in maniera positiva sulla produttività. Si veda T. KATO, *Determinants of the extent of participatory employment practices: Evidence from Japan*, in *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 2006, vol. 45, n. 4, p. 579 ss. Meno significativo per il suo riferirsi solamente allo strumento delle *stock options* e per la particolarità del mercato di riferimento, quello finlandese, è invece lo studio di D. C. JONES ó P. KALMI ó M. MÄKINEN, *The productivity effects of stock option schemes: evidence from Finnish panel data*, in *Journal of Productivity Analysis*, 2010, vol. 33, n. 1, p. 67ss., che ha analizzato gli effetti degli schemi di *stock options* rivolti ai dipendenti sulla produttività aziendale in Finlandia, distinguendo piani di stock ó options a base diffusa (*broadbased option plans*) per i quali tutti i dipendenti potevano candidarsi e piani selettivi rivolti a particolari dipendenti, principalmente con funzioni manageriali. L'analisi, che ha coinvolto tutte le società finlandesi quotate sullo Helsinki Stock Exchange (HSE) durante il periodo 1992 ó 2002 ha identificato due ipotesi di ricerca: la prima riguardante l'impatto delle opzioni in generale sulla performance aziendale; la seconda relativa alla valutazione se piani di *stock options* selettivi e piani a base diffusa avessero o meno implicazioni differenti per la *performance* aziendale. I risultati dello studio hanno portato alla conclusione che l'associazione fra programmi di *stock options* e produttività aziendale sia statisticamente insignificante per entrambi i tipi di piani. Gli autori ritengono che questi risultati supportino le teorie di coloro che hanno ipotizzato che l'impatto delle opzioni sia limitato a causa dei problemi di *free riding* e della letteratura che non ha trovato correlazioni tra opzioni e *performance* aziendale. Allo stesso tempo, riconoscono che lo studio differisca nei risultati dagli studi precedenti anche a causa delle differenze istituzionali tra la Finlandia e gli altri stati relativamente ai quali sono stati svolti

Più significativo per l'ampiezza del campione analizzato e per la mole di letteratura economica vagliata pare, però, essere lo studio condotto da Blasi, Freeman, Mackin e Kruse (¹⁵⁵) utilizzando dati riguardanti imprese statunitensi contenuti in un sondaggio condotto dal *National Bureau of Economic Research* e nel *General Social Survey* del 2002 e del 2006.

Gli autori hanno misurato sei variabili relative all'ambiente lavorativo: (a) il *turnover* dei lavoratori, ossia la ricerca di un altro impiego; (b) l'assenteismo; (c) la percezione da parte dei lavoratori dell'impegno prestato dai colleghi; (d) la lealtà dei dipendenti all'impresa; (e) la volontà dei dipendenti di lavorare duramente per l'impresa; (f) la frequenza dei consigli forniti dai dipendenti per migliorare l'efficienza sul luogo di lavoro.

Le diverse variabili sono state considerate tra loro correlate (per esempio, la ricerca di un diverso impiego si ricollega ad un probabile aumento dell'assenteismo e ad un più basso tasso di lealtà nei confronti dell'impresa) e sono, dunque, state riunite dagli Autori in un solo indice, il cd. *shared capitalism index*.

Attraverso tecniche di statistica multivariata lineare si è così analizzato il collegamento tra le forme di compenso legate alla *performance* d'impresa e le variabili citate: la probabilità di ricerca di un diverso impiego diminuirebbe all'aumentare dello *shared capitalism index*, così come aumenterebbe la probabilità che i lavoratori rifiutino l'offerta di un lavoro meglio pagato per rimanere nell'impresa in cui prestano la propria opera.

L'assenteismo, invece, sembrerebbe aumentare, dato alternativamente spiegato sulla base di un maggior senso di sicurezza del posto di lavoro, ovvero come forma di *free riding* o, ancora, in forza dell'interazione tra modelli di partecipazione finanziaria e altre politiche attuate nell'impresa (¹⁵⁶).

gli studi.

¹⁵⁵ J. R. BLASI ó R. B. FREEMAN ó C. MACKIN ó D. L. KRUSE, *Creating a bigger pie? The effects of employee ownership, profit sharing and stock options on workplace performance*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 139 ss.

¹⁵⁶ Il medesimo studio ha analizzato altresì le interazioni e le complementarità tra partecipazione finanziaria dei lavoratori e *high performance work policies*, ossia pratiche di gestione delle risorse umane che riconoscono e sfruttano la capacità del lavoratore di creare valore, rinvenendo una interazione positiva tra le due. Le *high performance work policies*, infatti, oltre ad incrementare gli effetti benefici dell'introduzione di piani di partecipazione finanziaria, diminuiscono il livello di assenteismo, unica delle variabili che risulta negativamente correlata allo *shared capitalism index*. Sul punto, *ex multis*, J. H.

La percezione che ogni lavoratore ha dell'impegno prestato dai colleghi risulterebbe, poi, positivamente correlato allo *shared capitalism index*.

Ancora, i piani di partecipazione finanziaria innalzano il livello di risposte positive alla richiesta se il lavoratore sia orgoglioso di lavorare per quel datore di lavoro, aumentano la lealtà all'impresa, incrementano la disponibilità dei lavoratori a lavorare più duramente e la frequenza con la quale questi ultimi forniscono suggerimenti per migliorare l'ambiente di lavoro.

L'indice è stato poi disaggregato dagli autori nelle sue componenti al fine di valutare quali modelli partecipativi contribuiscano in maniera maggiore o minore a determinare i richiamati effetti. Ne è emersa una forte correlazione del basso tasso di ricerca di un nuovo impiego con tutti i modelli di partecipazione finanziaria (*employee ownership*, *profit sharing*, *gain sharing* e *stock options*) ed una maggior diffusione dell'assenteismo tra i destinatari di piani di partecipazione collettiva agli utili e di *stock options*.

La lealtà dei dipendenti e loro volontà di lavorare più duramente per l'impresa è invece parsa positivamente correlata alla dimensione dei bonus nei piani di partecipazione agli utili e ai guadagni nonché alla partecipazione azionaria individuale oltre che alla gratificazione mediante *stock options* nell'anno precedente.

La frequenza con la quale i lavoratori suggeriscono miglioramenti per il proprio ambiente di lavoro, invece, è stata ricollegata in maniera significativa solamente alla partecipazione azionaria individuale.

Complessivamente, le forme di *shared capitalism* che si sono dimostrate più incisive sono, quindi, la partecipazione agli utili e la partecipazione azionaria individuale⁽¹⁵⁷⁾.

I risultati sono stati confermati da uno studio di Bryson e Freeman relativo all'impatto della partecipazione finanziaria dei lavoratori nel Regno Unito⁽¹⁵⁸⁾, dove la diffusione

GITTELL ó R. SEIDNER ó J. WIMBUSH, *A relational model of how high performance work systems work*, in *Organization Science*, 2010, vol. 21, n. 2, p. 490 ss.; P. CAPPELLI ó D. NEUMARK, *Do "high performance" work practices improve establishment ó level outcomes?*, in *Industrial and Labor Relations Review*, 2001, vol. 54, n. 4, p. 737 ss.; M. A. HUSELID, *The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance*, in *The Academy of Management Journal*, 1995, vol. 38, n. 3, p. 635 ss.

¹⁵⁷ J. R. BLASI ó R. B. FREEMAN ó C. MACKIN ó D. L. KRUSE, *Creating a bigger pie? The effects of employee ownership, profit sharing and stock options on workplace performance*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad ó Based Stock Options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 143 ss.

¹⁵⁸ A. BRYSON ó R. B. FREEMAN, *How does shared capitalism affect economic performance in the United Kingdom?*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock options*, National Bureau of Economic

dello *shared capitalism* risulta particolarmente elevata, anche grazie agli incentivi fiscali forniti in più occasioni dal governo. Gli autori hanno utilizzato i dati raccolti dal *British 2004 Workplace Employment Relations Survey* (WERS) per stimare l'impatto dei meccanismi partecipativi sulla produttività e per comprendere i meccanismi che conducono a differenti risultati in diversi luoghi di lavoro.

In particolare, essi hanno rinvenuto una complementarità tra schemi di partecipazione agli utili, di partecipazione azionaria e incentivi di gruppo, dimostrando che le imprese risultano più propense ad adottare varie formule di partecipazione finanziaria dei lavoratori in combinazione che a sceglierne una soltanto. Hanno rilevato, inoltre, un'elevata frequenza nel cambiamento degli schemi compensativi nelle imprese inglesi, ciò, al fine di sperimentare lo schema migliore o, comunque, più adatto alle esigenze dell'impresa (¹⁵⁹).

Infine, gli autori hanno analizzato il modo in cui la partecipazione finanziaria incide sulla produttività dell'impresa, rilevando la capacità dello *shared capitalism* e, in particolare, della partecipazione azionaria dei lavoratori, di determinare una produttività lavorativa più elevata rispetto a quella delle altre imprese, con un impatto maggiormente significativo ove l'impresa combini diversi schemi partecipativi.

5. Partecipazione ed innovazione

Gli studi degli economisti volti ad analizzare gli effetti dell'introduzione di modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori sull'impresa hanno, inoltre, rilevato una particolare incidenza di tali piani sul tasso di innovazione in prodotti, servizi e processi nelle imprese che ne fanno adozione.

Su tale rilevante aspetto, si è soffermato, tra gli altri, Gamble (¹⁶⁰), che ha analizzato l'utilizzo degli ESOP da parte del *management* per ottenere sia il potere di assumere le decisioni (*decision making*) all'interno dell'impresa, che quello di controllarle e ratificarle (*decision control*).

Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 201 ss.

¹⁵⁹ L'introduzione dei piani citati si conferma associata ad altre politiche di impresa, caratterizzate dalla concessione di un più elevato tasso di autonomia e di un maggior potere decisionale ai lavoratori, con un monitoraggio da parte del *management* rivolto agli *output* anziché ai dipendenti.

¹⁶⁰ J. E. GAMBLE, *Management commitment to innovation and ESOP stock concentration*, in *Journal of Business Venturing*, 2000, vol. 15, n. 5 ó 6, p. 433 ss.

L'Autore, partendo dall'assunto che nell'impresa moderna si assiste, tipicamente, al fenomeno della separazione della proprietà dal controllo (¹⁶¹), ha sottolineato come i *manager*, a causa di problemi di *agency* con gli azionisti della società, risultino portatori di interessi specifici per la soddisfazione dei quali possono perseguire strategie divergenti rispetto a quelle tendenti a massimizzare i benefici per gli azionisti. In particolare, i *manager* tenderebbero a mantenere politiche avverse al rischio, per garantire a se stessi ricchezza personale e sicurezza dell'incarico ricoperto e, pertanto, a non favorire l'innovazione, attività tipicamente rischiosa e dai risultati molto spesso incerti.

Ebbene, in quest'ottica, la letteratura precedente allo studio di Gamble aveva evidenziato il rischio che le imprese adottassero un ESOP per detenere una larga quota delle azioni della società sotto il controllo del *management* e di lavoratori supervisionati dallo stesso, così trasformando gli ESOP da meccanismi di allineamento a potenti meccanismi di trinceramento del *management*, funzionali ad impedire scalate ostili ed evitare tentativi di ricambio del controllo della società.

La letteratura precedente ricordata dall'Autore aveva inoltre rilevato come gli ESOP adottati precedentemente all'introduzione negli Stati Uniti degli incentivi fiscali per tale istituto ad opera del *Tax Reform Act* del 1986 avessero efficacemente migliorato la *performance* delle imprese, al contrario di quanto avvenuto successivamente: a partire dal 1986, gli ESOP sembrerebbero dunque esser stati introdotti per motivi differenti da quello di ridurre i costi di agenzia (¹⁶²).

A fronte di tali considerazioni, lo studio in esame, condotto su un campione di 95 società quotate adottanti un ESOP, ha dimostrato come tale strumento sia spesso stato utilizzato da parte dei *manager* per ottenere un maggior potere di controllo delle decisioni ed adottare una condotta maggiormente avversa al rischio, con conseguente riduzione dello sforzo in innovazione.

Secondo l'autore, la partecipazione dei dipendenti al capitale avrebbe, infatti, la capacità di allineare l'interesse degli azionisti con quello dei dipendenti alle opportune condizioni, ma la frequente mancanza di indipendenza degli ESOP dall'influenza del

¹⁶¹ Agli azionisti spetta il diritto al reddito residuale, ottenuto tramite i dividendi sulle azioni, mentre ai *manager* è garantito il diritto residuale di controllo sulle decisioni dell'impresa.

¹⁶² In proposito si veda J. E. GAMBLE, *ESOPs: Financial performance and federal tax incentives*, in *Journal of Labor Research*, 1998, vol. 19, n. 3, p. 529 ss.

management, la difficoltà di monitorare la condotta di quest'ultimo e l'improbabilità che i dipendenti sostengano strategie rischiose fornirebbero la spiegazione della accertata relazione tra aumento della concentrazione di capitale negli ESOP e aumento dell'avversione al rischio del *management*.

Per queste ragioni, Gamble ha fornito un interessante spunto nella considerazione della partecipazione finanziaria dei lavoratori, invitando ad un vaglio degli interessi del *management* nell'implementazione di tali piani.

In tale quadro, però, dovrebbe altresì considerarsi la possibilità che la diminuzione della spesa in ricerca e sviluppo associata alla presenza di grandi quote di capitale negli ESOP sia dettata dall'attuazione di tali piani nel corso di una strategia di ristrutturazione aziendale, solitamente accompagnata da una riduzione della spesa in detto settore e da un aumento della redditività dell'impresa.

A diverse conclusioni sono giunti, infatti, Chen e Huang (¹⁶³) analizzando gli effetti della partecipazione dei lavoratori al capitale delle imprese sulla spesa delle stesse in innovazione nel settore dell'*Information Technology* in Taiwan (¹⁶⁴). Lo studio, utilizzando dati relativi a società quotate nel Taiwan Stock Exchange appartenenti a tale settore e che prevedevano sistemi di partecipazione dei lavoratori al capitale nel periodo 1996-2001, ha riscontrato una maggiore spesa in innovazione nelle imprese che attribuivano azioni ai dipendenti rispetto alle concorrenti, positivamente associata all'estensione della partecipazione dei relativi dipendenti al capitale d'impresa. Tale dato è stato motivato dagli Autori in forza della capacità degli schemi partecipativi di ridurre i problemi di agenzia, allineando gli interessi dei lavoratori con quelli degli azionisti: la partecipazione azionaria consentirebbe infatti di trasferire parte del rischio dagli azionisti ai lavoratori, che, conseguentemente sarebbero maggiormente motivati ad incrementare il proprio sforzo lavorativo, a condividere le informazioni detenute, a riportare e risolvere le problematiche affrontate. Tale atteggiamento, a sua volta, ridurrebbe il rischio rappresentato dall'attività di ricerca e sviluppo, incrementandone le probabilità di successo.

Per queste ragioni, lo studio ha ritenuto la partecipazione azionaria dei lavoratori alle

¹⁶³ HÓL. CHEN ó YÓS. HUANG, *Employee stock ownership and corporate R&D expenditures: evidence from Taiwan's informationotechnology industry*, in *Asia Pacific Journal of Management*, 2006, vol. 23, n. 3, p. 369 ss.

¹⁶⁴ Tale settore è stato selezionato dagli autori per la priorità in esso attribuita all'innovazione, l'alto tasso di *turnover* del personale, la breve durata del ciclo di vita dei prodotti.

imprese un fattore rilevante nella competitività a livello internazionale delle imprese appartenenti al settore *Information Technology* in Taiwan, grazie alla sua capacità di incrementarne la spesa in ricerca e sviluppo.

Da ultimo, si ricordano i risultati raggiunti da Harden, Kruse e Blasi (¹⁶⁵) sulle interazioni tra *shared capitalism* e innovazione nell'impresa (¹⁶⁶).

Gli autori hanno adottato due misure dell'innovazione: la prima, che considera la cultura aziendale di supporto all'innovazione, sul presupposto che le imprese possano promuovere l'innovazione sviluppando un ambiente che incoraggi i lavoratori a condividere idee e suggerimenti, fornisca loro le risorse per svilupparli e riconosca lo sforzo innovativo; la seconda, che misura la volontà dei lavoratori di realizzare le proprie idee innovative nell'ambiente di lavoro.

Dai risultati dell'analisi è emersa una positiva correlazione dello *shared capitalism index* con la percezione da parte dei lavoratori di una cultura aziendale favorevole all'innovazione ed un aumento della volontà dei lavoratori di contribuire all'innovazione con l'incrementare della loro partecipazione finanziaria. I risultati, in questo secondo caso, sono però stati positivi solamente in caso di partecipazione azionaria dei lavoratori, risultando negativi in presenza di piani di partecipazione agli utili, che, secondo gli autori potrebbero indurre i dipendenti a perseguire un risultato di breve periodo (¹⁶⁷).

6. Interazioni tra partecipazione finanziaria e coinvolgimento nelle decisioni

Sempre in relazione agli effetti sui risultati d'impresa, si è poi approfondita la relazione tra partecipazione finanziaria dei lavoratori e partecipazione dei medesimi alle decisioni

¹⁶⁵ E. R. HARDEN ó D. L. KRUSE ó J. R. BLASI, *Who has a better idea?*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 225 ss.

¹⁶⁶ Lo studio in esame ricomprende nella nozione di *shared capitalism* la partecipazione dei lavoratori agli utili o ai guadagni dell'impresa, la partecipazione azionaria e le *stock options* offerte ai lavoratori e include in quella di *high performance work systems* politiche volte a coinvolgere i lavoratori nelle decisioni dell'impresa, formazione, *job rotation*, sicurezza del posto di lavoro e condivisione delle informazioni da parte dei lavoratori.

¹⁶⁷ La partecipazione finanziaria è parsa interagire, poi, positivamente e significativamente con le *high performance work practices* sulla prima misura dell'innovazione considerata, quella relativa alla percezione da parte dei lavoratori di una cultura aziendale favorevole all'innovazione, mentre decisamente più ridotto parrebbe l'impatto congiunto delle due pratiche citate sulla capacità e volontà dei lavoratori di innovare, ciò che condurrebbe a ritenerle l'una sostitutiva dell'altra.

dell'impresa.

Pendleton e Robinson (¹⁶⁸), per esempio, basandosi su dati provenienti dal *British Workplace Employment Relation Survey* relativi all'economia inglese, oltre ad analizzare separatamente gli effetti della partecipazione finanziaria e della partecipazione alla gestione sulla produttività dell'impresa, ne hanno analizzato la complementarità.

Gli autori sono partiti dall'assunto che la letteratura precedente potesse essere riassunta nella considerazione di tre possibili relazioni tra partecipazione al capitale e coinvolgimento dei lavoratori (¹⁶⁹) nel loro effetto sulla produttività dell'impresa: (i) la prima, secondo la quale i piani di partecipazione finanziaria hanno effetti sulla produttività indipendentemente dalla presenza di forme di coinvolgimento dei lavoratori; (ii) la seconda, secondo la quale i piani di azionariato dei dipendenti necessitano di essere accompagnati da un coinvolgimento dei lavoratori per incidere sulla produttività; (iii) la terza, secondo la quale il coinvolgimento dei lavoratori può diminuire gli effetti positivi dei piani di azionariato.

Dai risultati dello studio è invece emersa una interdipendenza tra le due forme partecipative richiamate più complessa delle tre proposte dalla letteratura precedente: da un lato, la presenza di piani di azionariato dei dipendenti ha mostrato effetti indipendenti e statisticamente significativi sulla produttività della forza lavoro, positivamente correlati al livello di partecipazione dei lavoratori ai piani (¹⁷⁰); dall'altro, le varie forme di coinvolgimento o rappresentanza dei lavoratori hanno anch'esse fatto emergere effetti indipendenti positivi sulla produttività, sebbene meno significativi.

Altri fattori sono sembrati in grado di incidere in maniera indipendente sulla produttività: la grandezza dell'organizzazione e la partecipazione di organizzazioni sindacali nella negoziazione dei salari e delle condizioni di lavoro in maniera negativa, la formazione dei dipendenti in maniera positiva.

Gli Autori, dunque, hanno analizzato la relazione tra le due forme di partecipazione,

¹⁶⁸ A. PENDLETON ó A. ROBINSON, *Employee stock ownership, involvement, and productivity: an interaction-based approach*, in *Industrial and Labor Relations Review*, 2010, vol. 64, n. 1, p. 3 ss.

¹⁶⁹ Gli autori valutano gli effetti dell'*employee involvement* attraverso due misure dello stesso: *involvement practices* che registrano gli effetti di metodi di coinvolgimento diretto dei lavoratori sul posto di lavoro, come diffusione sistematica di informazioni, newsletter ecc.; *employee voice* che misura l'attenzione prestata dal *management* alle richieste dei lavoratori.

¹⁷⁰ Si ipotizza infatti che i dipendenti possano scegliere se partecipare o meno al piano e che le azioni vengano acquistate dai dipendenti e non attribuite gratuitamente; la variabile utilizzata per misurare la partecipazione dei dipendenti è definita *ESO coverage*.

rilevando una diminuzione dell'effetto dei piani di azionariato all'aumentare del coinvolgimento dei lavoratori. Il dato è risultato correlato al numero dei partecipanti al piano: qualora la maggior parte dei dipendenti partecipi al piano, non risulterebbe necessario il loro coinvolgimento a livello decisionale, ove, invece, l'adesione al piano sia minore, l'introduzione di altre forme di coinvolgimento risulterebbe opportuna affinché la partecipazione al capitale apporti gli auspicati benefici. In presenza di un basso tasso di adesione al piano il coinvolgimento dei lavoratori segnalerebbe infatti, secondo gli Autori, l'impegno del *management* nei confronti del piano attuato, instillando nei primi sentimenti di rispetto e di maggior potere decisionale in un contesto dove la bassa partecipazione potrebbe invece favorire il *free riding*.

Gli effetti negativi della partecipazione alla gestione se un piano di azionariato dei dipendenti è altamente partecipato potrebbero essere invece dettati, ad opinione di Pendleton e Robinson, dal rischio che i lavoratori tentino di influenzare le decisioni del *management* in maniera superiore a quanto efficiente.

La diffusione e relazione tra i due modelli partecipativi è altresì stata approfondita anche da Dube e Freeman (¹⁷¹) utilizzando il *1994 ó 1995 Freeman Rogers Workplace Representation and Participation Survey* (WRPS) ed il *2003 California Establishment Survey* (CES).

Dai risultati dello studio, è emerso il frequente collegamento di tali sistemi di compensi con la partecipazione dei lavoratori ai processi decisionali nell'impresa, il che suggerirebbe che i due tipi di partecipazione costituiscano un unico modello complementare di relazioni tra lavoratori e *management*.

Gli Autori hanno considerato gli effetti di tali piani su alcune variabili: la produttività, la soddisfazione relativa alle relazioni di lavoro, l'atteggiamento nei confronti dell'impresa, la capacità di quest'ultima di trattenere i lavoratori (¹⁷²).

Secondo gli Autori, mentre la partecipazione dei dipendenti ai processi decisionali avrebbe effetti positivi indipendenti dall'adozione di modelli di partecipazione

¹⁷¹ A. DUBE ó R. B. FREEMAN, *Complementarity of shared compensation and decision ó making systems. Evidence from the american labour market*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and BroadóBased Stock Options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 167 ss.

¹⁷² Le variabili relative alla produttività, tuttavia, non considerano il dato attuariale, ma attività ad essa correlate e che sono considerate migliorative della produttività dell'impresa, come la frequenza dei suggerimenti forniti dai lavoratori al *management* inerenti la produttività, la capacità dei lavoratori di influenzare le pratiche di lavoro, la valutazione fornita da ogni lavoratore sullo sforzo prestato dai colleghi e sulla loro volontà di lavorare più duramente per il successo dell'impresa.

finanziaria, l'effettività dei secondi solamente in relazione ad alcune variabili avrebbe effetti indipendenti, mentre inciderebbe sulla produttività solamente ove i dipendenti abbiano la possibilità di intervenire nei processi decisionali.

Infine, l'adozione congiunta di piani di partecipazione agli utili, piani di azionariato dei lavoratori e di pratiche di coinvolgimento di questi ultimi nelle decisioni d'impresa determinerebbe un sensibile e significativo effetto sulle diverse variabili considerate, migliorando la soddisfazione dei lavoratori, la loro predisposizione nei confronti dell'impresa, la capacità di quest'ultima di trattenere i propri dipendenti.

7. I vantaggi per il lavoratore

Analizzati i benefici per l'impresa che adotta piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori, in particolare sotto il profilo della produttività e della capacità innovativa, non può perdersi di vista l'altro soggetto del rapporto di agenzia qui esaminato: il lavoratore.

La letteratura economica in materia si è soffermata su differenti aspetti di particolare rilevanza per il lavoratore sui quali lo *shared capitalism* presenta un evidente impatto. In proposito, Brown e Sessions hanno dimostrato che in presenza di compensi legati alla *performance*, i lavoratori hanno una migliore opinione delle relazioni tra *management* e lavoratori (¹⁷³); altri studi hanno invece rinvenuto più alti livelli di formazione dei dipendenti (¹⁷⁴) ed un minor numero di incidenti sui luoghi di lavoro ove siano adottati schemi partecipativi (¹⁷⁵).

Ampiamente documentata, poi, è l'associazione tra partecipazione finanziaria e livelli più elevati di salario e *benefits*: vari studi (¹⁷⁶) hanno, invero, sostenuto che,

¹⁷³ S. BROWN ó J. G. SESSIONS, *Attitudes, expectations, and sharing*, in *Labour*, 2003, vol. 17, n. 4, p. 543 ss.

¹⁷⁴ O. AZFAR ó S. DANNINGER, *Profitósharing, employment stability, and wage growth*, in *Industrial & Labor Relations Review*, 2003, vol. 54, n. 3, 619 ó 630; A. ROBINSON ó H. ZHANG, *Employee share ownership: safeguarding investments in human capital*, in *British Journal of Industrial Relations*, 2005, vol. 43, n. 3, p. 469 ss.

¹⁷⁵ S. R. RHODES ó R. M. STEERS, *Conventional vs. workeróowned organizations*, in *Human Relations*, 1981, vol. 24, p. 1013 ss.

¹⁷⁶ J. BLASI ó M. CONTE ó D. KRUSE, *Employee ownership and corporate performance among public corporations*, in *Industrial and Labor Relations Review*, 1996, vol. 50, n. 1, p. 60 ss.; P. KARDAS ó A. SCHARF ó J. KEOGH, *Wealth and income consequences of ESOPs and employee ownership: a comparative study from Washington State*, in *Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 1998, vol. 10, n. 4, p. 3 ss.; D. KRUSE, *Profit sharing: Does it make a difference?*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, 1993; M. HANDEL ó M. GITTLEMAN, *Is there a wage payoff to innovative practices?*, in

incoraggiando la cooperazione tra i lavoratori, lo *shared capitalism* incrementa i risultati dell'impresa, una parte dei quali viene destinata ai lavoratori sotto forma di partecipazione ai risultati ovvero di più elevato salario di base, con conseguente premio per entrambe le parti del rapporto di agenzia qui considerato (¹⁷⁷).

Ancora, in varie occasioni è stato dimostrato che le imprese che adottano piani di partecipazione azionaria dei lavoratori tendono ad avere tassi di impiego più stabili delle altre (¹⁷⁸) oltre ad una maggior probabilità di sopravvivenza sul mercato nel lungo periodo (¹⁷⁹).

Il tema è stato, poi, affrontato da Kruse, Freeman e Blasi (¹⁸⁰), che, utilizzando i dati del General Social Survey e del National Bureau of Economic Research, hanno analizzato le relazioni tra *shared capitalism* ed una serie di variabili, quali il coinvolgimento dei lavoratori nelle decisioni dell'impresa, il monitoraggio operato dal datore di lavoro sui dipendenti, la qualità delle relazioni sul posto di lavoro, la sicurezza del posto di lavoro, la soddisfazione per il proprio impiego, e, soprattutto, il salario dei dipendenti.

Ebbene tale studio riscontra, innanzitutto, una positiva e significativa correlazione tra partecipazione finanziaria e partecipazione alle decisioni, specialmente in presenza di piani di partecipazione agli utili, nonché tra partecipazione finanziaria e percezione da parte dei lavoratori del trattamento loro riservato dall'impresa.

In presenza di compensi legati alla *performance* d'impresa, inoltre, si registrano migliori relazioni tra lavoratori e *management*, maggior libertà dei primi dalla supervisione, superiori possibilità di formazione per i lavoratori, maggiore sicurezza del posto di lavoro e soddisfazione del lavoratore, oltre ad un salario complessivamente più alto, senza che i meccanismi partecipativi sostituiscano la parte fissa della retribuzione.

Nel complesso, può dunque affermarsi che i piani di partecipazione finanziaria

Industrial Relations, 2004, vol. 43, n. 1, p. 67 ss.

¹⁷⁷ M. HANDEL ó D. LEVINE, *Editors' introduction: the effects of New Work practices on workers*, in *Industrial Relations*, 2004, vol. 43, n. 1, p. 1 ss.

¹⁷⁸ B. CRAIG - J. PENCAVEL, *The behavior of worker cooperatives: The plywood companies of the Pacific Northwest*, in *American Economic Review*, 1992, n. 82, p. 1083 ss.; M. BLAIR ó D. KRUSE ó J. BLASI, *Is employee ownership an unstable form? Or a stabilizing force?*, in T. KOCHAN ó M. BLAIR, *The new relationship: human capital in the American corporation*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 2000.

¹⁷⁹ M. BLAIR ó D. KRUSE ó J. BLASI, *op. cit.*, *passim*.

¹⁸⁰ D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Do workers gain by sharing? Employee outcomes under employee ownership, profit sharing and broad-based stock options*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 257 ss.

producano una pluralità di effetti positivi a vantaggio del lavoratore che ne benefici.

8.1 rimedi allo *shirking*

Fermi i comprovati effetti della partecipazione finanziaria dei lavoratori su questi ultimi oltre che sull'impresa nella quale prestano la propria opera, non ci si può esimere dall'affrontare uno dei problemi più frequentemente sollevati nel dibattito sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori, rappresentato dal rischio di opportunismo in forma di *shirking*.

Quando parte del compenso del lavoratore deriva infatti da una qualche forma di incentivo di gruppo, sotto forma di partecipazione agli utili o azionaria o tramite *stock options*, il lavoratore che non compie la propria parte, in altri termini, lo *shirker*, sottrae infatti sostanzialmente parte del guadagno agli altri lavoratori. In queste circostanze, in cui sarebbe necessario un intervento da parte dei membri del gruppo, nessuno sembrerebbe incentivato a intervenire, dal momento che il costo dell'intervento ricade su un soggetto che riceve solamente una parte del vantaggio complessivo ($1/N$). Il lavoratore razionale, dunque, non dovrebbe essere spinto ad agire nei confronti dello *shirker*.

I fatti, tuttavia, dimostrano il contrario per quanto attiene alle relazioni di lavoro: i modelli di produzione in *team* e i piani di incentivi di gruppo, che hanno successo solamente se superano i problemi del *free riding* e dello *shirking*, sono infatti diffusi nelle economie moderne e riescono nei loro intenti anche grazie alla cultura che spesso si sviluppa nei luoghi di lavoro, ove i lavoratori scoraggiano i colleghi dallo *shirking*.

Gli studi di Fehr and Gächter⁽¹⁸¹⁾, per esempio, hanno dimostrato che gli individui puniscono gli *shirker* in esperimenti di laboratorio, anche quando non è nel loro interesse individuale farlo, a causa di norme di reciprocità che risultano particolarmente sentite da molti soggetti⁽¹⁸²⁾.

Fondamentale diviene, quindi, comprendere in quali occasioni il lavoratore risulti propenso a reagire allo *shirking* dei colleghi, interrogativo al quale la letteratura economica ha risposto indicando come più probabile un intervento del lavoratore in

¹⁸¹ E. FEHR ó S. GACHTER, *Cooperation and punishment in public goods experiments*, in *American Economic Review*, 2000, vol. 90, n. 4, p. 980 ss.

¹⁸² J. E. STIGLITZ, *Peer monitoring and credit markets*, in *World Bank Economic Review*, 1990, vol. 4, n. 3, p. 351 ss.

presenza di un elevato ammontare dell'incentivo di gruppo, di una maggiore possibilità che il proprio intervento determini un aumento nella *performance* dei colleghi, di un più basso costo dell'intervento e di un ridotto numero di membri del *team* ⁽¹⁸³⁾. Punire gli *oscansafatiche* sul posto di lavoro potrebbe addirittura favorire colui che interviene nel lungo periodo, se gli altri membri del gruppo apprezzassero tale forma di intervento, ricambiandolo con stima e riconoscimento di influenza all'interno del *team*.

Quanto alle modalità di attuazione di tale intervento, i lavoratori potrebbero scoraggiare lo *shirking* tramite forme di pressione tra pari o sanzioni non pecuniarie, come il senso di colpa o di vergogna, ciò che dovrebbe avvenire più facilmente in imprese più piccole, ove il problema $1/N$ è evidentemente ridotto.

Il *management*, poi, potrebbe cercare di sviluppare una cultura aziendale che enfatizza lo spirito d'impresa, promuove la cooperazione di gruppo, incoraggia meccanismi sociali che conducano al rispetto delle norme. Questi meccanismi possono basarsi sulla durata della relazione ⁽¹⁸⁴⁾, sulla reciprocità ⁽¹⁸⁵⁾ o sulla fiducia ⁽¹⁸⁶⁾.

I lavoratori, in ogni caso, dovrebbero essere più inclini a contrastare il *free riding* in presenza di una qualche forma di interesse economico nella *performance* dell'impresa, di regolare possibilità di partecipazione nelle decisioni di quest'ultima, di buone relazioni con il *management*, in grado di garantire un riconoscimento in caso di intervento di contrasto al *free riding*.

Partendo da queste considerazioni, uno studio di Freeman, Kruse e Blasi ⁽¹⁸⁷⁾ ha esaminato le reazioni dei lavoratori allo *shirking* sulla base di un questionario inserito nel *General Social Survey* (GSS) del 2002 e del 2006 e sui sondaggi condotti su quattordici società adottanti forme di incentivi di gruppo condotto tramite il *National Bureau of Economic Research*.

In particolare, gli autori hanno chiesto ai lavoratori quanto per loro fosse semplice

¹⁸³ R. DRAGO ó G.T. GARVEY, *Incentives for helping on the job. Theory and evidence*, in *Journal of Labour Economics*, 1998, vol. 16, n. 1, p. 1 ss.

¹⁸⁴ D. FUDENBERG ó E. MASKIN, *The Folk theorem in repeated games with discounting or with incomplete information*, in *Econometrica*, 1986, vol. 54, n. 3, p. 533 ss.

¹⁸⁵ M. R. AXELROD, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books, 1984.

¹⁸⁶ T. B. KLOS ó B. NOOTEBOOM, *Agentóbased computational transaction cost economics*, in *Journal of Economic Dynamic and Control*, 2001, vol. 25, n. 3, p. 503 ss.

¹⁸⁷ R. B. FREEMAN ó D.L. KRUSE ó J. R. BLASI, *Worker responses to shirking under shared capitalism*, in D. L. KRUSE ó R.B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock ó options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 77 ss.

osservare la *performance* dei colleghi e la probabilità di un loro intervento nei confronti degli altri lavoratori in caso di riscontrata scarsa *performance* lavorativa.

Dai risultati dello studio è emerso come la maggior parte dei lavoratori sia convinta di poter facilmente e rapidamente intercettare lo *shirking* dei colleghi e che i lavoratori risultino molto propensi a intervenire nei confronti degli *shirker* in posti di lavoro che adottano qualche forma di *shared capitalism* e di partecipazione alle decisioni dell'impresa.

Le reazioni allo *shirking* sono risultate, poi, più frequenti ove tra i lavoratori ed il *management* vi siano buone relazioni, quando l'impresa adotti *high performance policies* e bassi livelli di supervisione dei lavoratori e nei casi in cui questi ultimi ricevono un salario fisso di livello pari o più alto di quello di mercato.

Coerentemente con quanto previsto dalle teorie sul *free riding*, il comportamento *antió shirking* si è, inoltre, rivelato più frequente nelle imprese di minori dimensioni che adottano compensi legati alla *performance*.

Infine, i lavoratori di imprese nelle quali è più sviluppato un comportamento *antió shirking* hanno riferito di un maggior impegno prestato dai colleghi nel lavoro, di un incoraggiamento reciproco tra dipendenti a lavorare più duramente e di una maggior produttività della propria impresa, ossia di una capacità dei meccanismi di monitoraggio tra pari di incentivare miglioramenti nella *performance*.

9. Il rischio per il lavoratore

L'aspetto di più difficile comprensione e maggior ambiguità dell'istituto qui affrontato, tuttavia, non è rappresentato tanto da *shirking* e *free riding*, quanto, piuttosto, dal rischio per il lavoratore derivante dalla mancata diversificazione dei propri investimenti, contrariamente a quanto previsto da una regola fondamentale dell'economia: quella della diversificazione del portafoglio (¹⁸⁸).

In presenza di un piano di partecipazione dei lavoratori agli utili o al capitale d'impresa, infatti, il lavoratore, al contempo, versa le proprie risorse lavorative ed economiche

¹⁸⁸ *Ex multis*, H. M. MARKOWITZ, *Portfolio selection*, in *The Journal of Finance*, 1952, vol. 7, n. 1, p. 77 ss.; H. M. MARKOWITZ, *Foundations of portfolio theory*, in *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, p. 469 ss.; W. N. GOETZMANN ó A. KUMAR, *Equity portfolio diversification*, in *Review of Finance*, 2008, vol. 12, n. 3, p. 433 ss.

nella medesima impresa (¹⁸⁹), con evidente rischio di perdere entrambe in caso di insuccesso di quest'ultima.

Il problema è stato affrontato da Blasi, Kruse e Markovitz (¹⁹⁰) sulla base di una serie di dati raccolti tra il 2001 ed il 2007 dal *National Bureau of Economic Research*, che considerano vari tipi di partecipazione finanziaria dei lavoratori, il reddito, l'opinione e le preferenze dei medesimi nei confronti dello *shared capitalism*, nonché le risposte comportamentali all'attuazione di piani partecipativi in termini di lealtà, *turnover* e volontà di lavorare più duramente per l'impresa. Tali dati costituiscono le variabili dipendenti dello studio.

Gli autori hanno considerato, poi, come variabile indipendente un *economic insecurity score*, composto dalla retribuzione fissa annua di ciascun dipendente, dal numero di multipli della retribuzione fissa annua del lavoratore dei quali è composto il suo patrimonio, dalla percezione che ciascun lavoratore ha della competitività del proprio salario rispetto ai parametri di mercato. Complessivamente, tale indice esprime il cuscinetto fornito dal patrimonio del lavoratore, tenendo conto del fatto che quest'ultimo si senta o meno compensato a livelli di mercato. Nel caso, infatti, in cui il lavoratore ritenga di essere sottopagato, la partecipazione finanziaria, secondo gli autori, potrebbe essere percepita come sostitutiva della retribuzione.

Blasi, Kruse e Markovitz, dunque, in primo luogo hanno analizzato il rischio sotto un profilo soggettivo, concentrandosi sulla reazione dei lavoratori alle variazioni nella loro insicurezza economica in presenza di piani di partecipazione finanziaria, ipotizzando che all'aumentare dell'*economic insecurity score* aumenti l'avversione del lavoratore allo *shared capitalism*.

I dati analizzati hanno, invero, confermato che i lavoratori siano tendenzialmente avversi al rischio e che all'aumentare dell'indice di insicurezza economica l'attitudine dei lavoratori nei confronti dello *shared capitalism* sia fortemente negativa, con significativa contrarietà ad accettare forme di compenso legate alla *performance* d'impresa, frequente ricerca di un altro lavoro, minor lealtà e maggiore assenteismo.

¹⁸⁹ S. BENARTZI, *Excessive extrapolation and the allocation of company stock to retirement accounts*, in *Journal of Finance*, 2001, vol. 56, n. 5, p. 1747 ss.

¹⁹⁰ J. R. BLASI ó D.L. KRUSE ó H. M. MARKOVITZ, *Risk and lack of diversification under employee ownership*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock ó options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 77 ss.

Gli autori hanno sostenuto, però, che relazioni aziendali di scarsa qualità e l'impossibilità per i lavoratori di influenzare le decisioni dell'impresa aiutino a giustificare la relazione negativa tra l'indice di insicurezza economica e l'attitudine dei lavoratori nei confronti delle forme partecipative, così suggerendo che gli effetti negativi derivanti dall'incertezza possano essere controbilanciati da politiche che migliorano le relazioni aziendali.

Ciò posto, gli autori hanno considerato il rischio sotto un profilo oggettivo, quello dell'effettiva mancata diversificazione del portafoglio del lavoratore/investitore, indipendentemente dalla sua percezione e dalle sue attitudini, cioè dal rischio soggettivo, interrogandosi, in particolare, sulla opportuna misura dell'investimento di quest'ultimo nel capitale della società ove presta la propria opera.

Tramite una dimostrazione matematica, sono giunti, dunque, ad affermare che la porzione ottimale del proprio portafoglio che il lavoratore può investire nel capitale dell'impresa in cui lavora si attesti intorno all'8.33%, mentre livelli più alti, compresi tra il 10 ed il 15%, potrebbero determinare effetti, pur ridotti, sulla volatilità del portafoglio del dipendente.

Lo studio, quindi, cambia la prospettiva adottata comunemente dai critici della partecipazione dei lavoratori, sostenendo che, da un lato, la teoria della diversificazione del portafoglio non imponga di evitare ogni forma di rischio, e, dall'altro, non sia necessario un alto livello di vulnerabilità del dipendente affinché un piano di partecipazione finanziaria presenti risultati migliori.

Così corretta la prospettiva, si può allora affermare che la teoria della diversificazione del portafoglio sia compatibile con lo *shared capitalism*, a condizione che la struttura dei piani di azionariato e di partecipazione agli utili dei lavoratori sia adatta al loro livello di sicurezza economica.

10. Alcune osservazioni

Nel presente capitolo si è cercato di fornire la *ratio* economica della partecipazione finanziaria dei dipendenti, di quella azionaria in particolare, e di analizzarne gli effetti sull'impresa e sui lavoratori sulla base della letteratura scientifica esistente.

L'analisi, come è evidente, risente delle specificità nazionali ó di carattere, tra l'altro,

culturale e legislativo ó in materia, e della conseguente difficoltà di comparare i risultati di studi effettuati solamente su scala nazionale. Peraltro, si sottolinea sin da ora come nessuno degli studi riportati analizzi specificamente le imprese italiane.

Ciò premesso, è tuttavia possibile effettuare alcune considerazioni di ordine generale sulla base di quanto sin qui riportato e di trarne alcune indicazioni di fondo, che conducono a ritenere utile un'incentivazione dell'istituto approfondito.

In primo luogo, pur a fronte delle ambiguità che emergono dall'applicazione del modello principale ó agente alla partecipazione finanziaria dei lavoratori, numerosi studi confermano un positivo impatto dei piani in esame su redditività e produttività d'impresa. Il modello partecipativo contribuirebbe infatti a ridurre i problemi di agenzia, allineando gli interessi dei lavoratori a quelli dei datori di lavoro, incrementando la lealtà nei confronti di questi ultimi e la volontà dei primi di lavorare più duramente per la propria impresa.

I lavoratori risulterebbero, poi, più propensi a condividere le informazioni da loro possedute e a riportare e risolvere le problematiche riscontrate, ciò che consente di affermare l'esistenza di una positiva relazione tra partecipazione ed innovazione d'impresa.

Perché i piani di azionariato dei dipendenti possano avere effetti sui risultati imprenditoriali sembra però necessario prevederne una durata relativamente lunga, affinché i costi iniziali del piano possano essere scontati, la partecipazione diventi una prassi assimilata dall'impresa e dai suoi dipendenti e sia superata la fase di diffidenza iniziale che caratterizza l'implementazione del piano.

Particolare attenzione dovrebbe poi essere prestata alle motivazioni addotte dagli amministratori per introdurre piani di azionariato dei dipendenti: come si è visto, l'insuccesso dei piani può in realtà essere dettato dal fatto che gli stessi non siano stati promossi per migliorare la *performance* di impresa, ma per tutelare le posizioni del *management*, ovvero dalla proposizione di detti piani in periodi di difficoltà per l'impresa.

Quanto, poi, ai profili di maggiore criticità nell'attuazione dei modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori, si è visto che il rischio rappresentato per questi ultimi dall'investimento nell'impresa ove prestano la loro opera può mantenersi ben al di sotto delle soglie di pericolosità per il portafoglio dei dipendenti e che il problema dello

shirking può trovare una soluzione nel monitoraggio reciproco tra lavoratori.

Non rimane, dunque, che concentrarsi sulle esperienze e sull'ordinamento normativo interno, per comprendere le potenzialità applicative dell'istituto esaminato.

CAPITOLO III

L'ORDINAMENTO INTERNO

SEZIONE I

IL QUADRO STORICO

SOMMARIO: 1. Dalle azioni industriali al codice civile ó 2. L'esperienza dei Consigli di Gestione ó 3. L'art. 46 della Costituzione ó 4. L'art. 47 della Costituzione ó 5. Il ruolo delle Parti Sociali ó 6. L'azionariato dei dipendenti nelle privatizzazioni.

1. Dalle azioni industriali al codice civile

Al fine di comprendere l'effettiva portata e la possibile evoluzione delle disposizioni attualmente disciplinanti le diverse modalità nelle quali si esplica la partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia, occorre volgere lo sguardo alla loro origine, da rinvenirsi nel dibattito sulle *“azioni industriali”*, diffuse in Francia, cui non corrispondeva l'apporto di beni, ma di lavoro nell'impresa (¹⁹¹). Tali azioni erano prive di valore nominale, in quanto non rappresentavano una frazione del capitale sociale, attribuivano il diritto alla partecipazione agli utili e alla ripartizione del patrimonio sociale in sede di liquidazione, ma solitamente non consentivano l'esercizio dei diritti di intervento e voto (¹⁹²). Erano dette anche *“azioni non paganti”*, perché *“non sono il corrispettivo di un pagamento (i) ma invece quello di una prestazione d'opera”* (¹⁹³), in contrapposizione alle azioni di capitale o, appunto, *“paganti”*.

Tali azioni, diffuse anche tra le società anonime italiane, divennero oggetto di

¹⁹¹ Raymond Theodore Troplong, giurista francese, poi presidente della Corte di Cassazione francese nel 1852, commentando l'art. 1883 del codice civile del 1807 affermava: *“Le azioni di capitale sono quelle il cui ammontare è stato sborsato in denaro o in valori mobiliari o immobiliari; esse hanno dritto, sul fondo sociale che rappresentano, ad una parte proporzionata al loro valore, ed hanno un somigliante dritto su i prodotti. Le azioni industriali sono quelle che rappresentano il capitale industriale, ed il cui valore è stato somministrato dalla contribuzione dell'industria di coloro che lavorano”*, cfr. R. T. TROPLONG, *Comentario del contratto di società in materia civile e commerciale*, Capasso, Napoli, 1843, p. 75.

¹⁹² M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Conferimenti in natura, versamenti dei soci, prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, G. E. COLOMBO ó G. B. PORTALE (diretto da), UTET, Torino, 2004, p. 9 ss.; G. PORTALE, *I conferimenti in natura atipici nelle s.p.a. Profili critici*, in *Quad. giur. comm.*, 1974, p. 28.

¹⁹³ C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, III ed., Milano, 1906, vol. II, p. 217.

discussione tra Ulisse Manara e Cesare Vivante agli inizi del Novecento (¹⁹⁴), prima ancora che intervenissero la dottrina cattolica e quella corporativa a proporre una lettura in chiave solidaristica del rapporto tra capitale e lavoro (¹⁹⁵).

Il dibattito non verteva tanto sull'ammissibilità di tale tipo di azioni, quanto sul fatto che esse potessero attribuire il solo diritto di partecipare agli utili ovvero essere imputate al capitale nominale (¹⁹⁶).

In particolare, Vivante sosteneva che le azioni industriali, nella prassi circoscritte a prestazioni lavorative particolari di singole persone, conferissero solamente il diritto di partecipare agli utili dell'impresa, ma non potessero imputarsi al capitale nominale della società (¹⁹⁷), mentre Manara riteneva che il *«conferimento di industria»* avesse valore di capitale e che le azioni industriali potessero essere utilizzate per tutti i lavoratori dell'impresa, qualsiasi fosse il tipo di opera da essi prestato (¹⁹⁸).

La tesi sostenuta da Vivante, che, d'altra parte, si poneva in continuità con la dottrina francese, prevalse, ottenendo l'avallo della Corte di Cassazione (¹⁹⁹).

L'attenzione per il fenomeno crebbe, poi, ulteriormente quando in Francia nel 1917 venne emanata una legge istitutiva della *«société anonyme à participation ouvrière»* (²⁰⁰), il cui statuto prevedeva l'emissione di *«azioni di lavoro»* oltre che di *«azioni di capitale»*.

Le prime, postergate rispetto a quelle di capitale, inalienabili e da liberarsi mediante una porzione di utili, anziché essere distribuite individualmente ai dipendenti, dovevano essere assegnate ad una cooperativa partecipata da tutti loro (*«société commerciale cooperativa di mano d'opera»*), la quale aveva il diritto di nominare i suoi

¹⁹⁴ Per approfondimenti, vd. G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1193 ss.

¹⁹⁵ Dottrina cattolica poi espressa nell'Enciclica di papa Pio XI *Quadragesimo Anno* del 1931 al paragrafo 67: *«Tuttavia, nelle odierne condizioni sociali, stimiamo sia cosa più prudente che, quando è possibile, il contratto del lavoro venga temperato alquanto col contratto di società, come già si è incominciato a fare in diverse maniere, con non poco vantaggio degli operai stessi e dei padroni. Così gli operai diventano cointeressati o nella proprietà o nell'amministrazione, e compartecipano in certa misura dei lucri percepiti»*. In materia, vd. L. DE ANGELIS, *Riflessioni sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Ricerche Giuridiche*, 2012, p. 11 ss.

¹⁹⁶ Cfr. G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1195.

¹⁹⁷ Cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, I ed., vol. 1, Torino, 1983.

¹⁹⁸ Cfr. U. MANARA, *Delle società e delle associazioni commerciali ó Parte generale*, vol. I, Torino, 1902, p. 198 ss.; G. ACERBI, *op. cit.*, *passim*.

¹⁹⁹ Cfr. Cass. Civ. 27 aprile 1928, in *Riv. dir. comm.* 1928, II, p. 440 ss.

²⁰⁰ Si tratta della *«Loi Briand»*, dal nome del Presidente del Consiglio della Terza Repubblica, del 26 aprile 1917. In materia si veda V. COURET ó A. HIRIGOYEN, *L'actionnariat des salariés*, Presses Universitaires de France, Parigi, 1990.

rappresentanti in assemblea e nel consiglio di amministrazione ⁽²⁰¹⁾.

La legge francese venne trasfusa nel 1918 in Italia in un progetto di legge dell'On. Ruini, al quale seguì un controprogetto di Vivante.

Quest'ultimo, infatti, criticava il modello introdotto dalla legge francese, poiché *ha il grave difetto di creare una nuova forma di società per azioni senza che ve ne sia bisogno, perché si può riconoscere alle maestranze il diritto di ottenere una parte dei profitti sociali e le nuove azioni in cui viene impiegata senza creare un nuovo tipo di società* e perché, essendo una *legge facoltativa, autorizza le società anonime a dare agli operai una partecipazione agli utili in forma di azioni, ma non ve le obbliga* ⁽²⁰²⁾.

Il controprogetto del Vivante, si caratterizzava, dunque, per la previsione obbligatoria per tutte le società per azioni della devoluzione gratuita al proprio personale di una parte dei profitti annuali (prelevato il 6% a favore degli azionisti ed il 5% a favore degli amministratori, nonché la quota spettante alla riserva legale), da investirsi in azioni della società stessa previo aumento del capitale sociale ⁽²⁰³⁾.

In tale disegno, tutto il personale della società per azioni avrebbe costituito una società cooperativa, alla quale sarebbero state intestate le azioni emesse con i profitti destinati al personale, inalienabili per tutta la durata della cooperativa, ma i cui dividendi sarebbero spettati ai dipendenti sulla base della loro retribuzione ed anzianità. Nel progetto si prevedeva, inoltre, la designazione da parte dei membri della cooperativa dei propri delegati per l'assemblea della società per azioni e che uno fra i sindaci di quest'ultima dovesse essere scelto dai delegati della cooperativa ⁽²⁰⁴⁾.

Nonostante gli sforzi profusi dalla dottrina, a questi disegni di legge non venne, però, data attuazione, anche a causa dello scontro tra capitale e lavoro accentuatosi nel primo dopoguerra, caratterizzato da frequenti occupazioni delle fabbriche e dalla nascita dei consigli operai per la gestione delle imprese.

Da quel momento, dunque, gli interventi in materia di partecipazione dei lavoratori non avvennero più attraverso disegni di legge ad essa dedicati, ma trovarono voce nelle leggi di riforma del codice del commercio. Vivante fu, invero, posto a capo di una

²⁰¹ Cfr. G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1197.

²⁰² Cfr. C. VIVANTE, *La partecipazione dei lavoratori agli utili delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1918, I, pp. 260 ó 261.

²⁰³ Le azioni di lavoro dovevano essere inalienabili e nominative, ma per il resto parificate alle ordinarie.

²⁰⁴ Cfr. C. VIVANTE, *La partecipazione dei lavoratori agli utili delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1918, I, pp. 263 ó 264; G. ACERBI, *op. cit.*, *passim*.

Commissione ministeriale istituita nel 1919 dal Ministro Mortara, la quale produsse nel 1922 un progetto di riforma del Codice del commercio particolarmente attento alla tutela delle minoranze azionarie, che introduceva la possibilità di emettere speciali categorie di azioni a favore dei lavoratori (²⁰⁵). Esso non venne, tuttavia, accolto con favore da Confindustria, che, anzi, presentò un proprio controprogetto (²⁰⁶). Venne allora nominata una nuova Commissione per la riforma del Codice del commercio (²⁰⁷), ma nemmeno i suoi sforzi ebbero successo (²⁰⁸).

Allora ministro Grandi ritenne, dunque, di far confluire la materia commerciale in un apposito libro del codice civile intitolato *«Del Lavoro»*, ove risultano attualmente collocate le norme in materia di azionariato dei dipendenti (²⁰⁹).

2. L'esperienza dei Consigli di Gestione.

Le istanze di partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese si affermavano, invece, negli anni successivi alla prima guerra mondiale, sotto forma di integrazione dei compiti delle commissioni interne o di una loro trasformazione in organismi di gestione. Nel 1919 o 1920, la seconda delle due modalità indicate prevaleva, determinando la costituzione di consigli di fabbrica, strumenti di lotta della classe operaia nelle aziende. Un disegno di legge presentato l'8 febbraio 1921 dal governo Giolitti prevedeva,

²⁰⁵ Nel novembre 1919, il Guardasigilli Ludovico Mortara istituì una Commissione ministeriale, che concluse i lavori nel 1921, proponendo un progetto preliminare di Codice di commercio, pubblicato l'anno seguente (Commissione Ministeriale per la Riforma della Legislazione Commerciale presieduta dal prof. Cesare Vivante, *Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, Hoepli, Milano, 1922). Esso prevedeva all'art. 177 che *«Mediante disposizione dello statuto possono essere emesse speciali categorie di azioni a favore del personale ausiliario e operaio addetto alla società, con norme particolari riguardo la forma, il valore, l'alienabilità, ed ogni altra facoltà spettante agli azionisti»*.

²⁰⁶ Confederazione Generale dell'Industria Italiana, *Proposte di riforma del codice del commercio. Testo e note illustrative*, Egeria, Roma, 1925.

²⁰⁷ Trattasi della Sottocommissione B (presieduta da Mariano D'Amelio), appartenente alla Commissione per la riforma dei codici istituita con R. D. 3 giugno 1924. I lavori iniziarono con l'esame del progetto della Commissione Vivante, ma tennero conto delle osservazioni delle Commissioni parlamentari sulla legge delega del 1923 (legge 30 dicembre 1923, n. 2814), dei pareri delle Camere di commercio, delle Confederazioni dell'Industria e Bancaria, dell'Associazione Notarile Italiana, dei Consigli degli Ordini degli Avvocati e di altri enti.

²⁰⁸ Commissione Reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, *Codice di Commercio, Progetto*, Stabilimento Poligrafico dello Stato, Roma, 1925.

²⁰⁹ Grandi volle che in un unico Libro del codice civile, *«Delle obbligazioni»* fosse ricompresa tutta la materia dei contratti, ad esclusione dei contratti di lavoro, individuali e collettivi; in un altro libro dovevano essere disciplinati il lavoro e l'impresa. Tale libro fu intitolato *«Dell'impresa e del lavoro»*, in seguito fu chiamato *«Dei soggetti nell'ordine corporativo»* e, nella denominazione definitiva, *«Del lavoro»*. Nel gennaio 1941 il Guardasigilli Grandi sottopose al Consiglio dei ministri le proposte di abolizione del Codice di commercio e il nuovo ordine sistematico del codice civile.

dunque, l'istituzione di *commissioni di controllo* (²¹⁰), composte da nove membri, di cui due terzi eletti dagli operai ed un terzo dagli impiegati e dai dirigenti, con compiti di informazione e consultazione, ma privi di potere deliberativo (²¹¹).

Negli anni seguenti, l'avvento del Fascismo ed il suo intervento sulla politica economica nazionale improntato ai principi del corporativismo, della socializzazione e dell'autarchia, incidevano sull'evoluzione dell'istituto qui in esame.

Nel 1943, con i *dieciotto punti* di Verona, il governo repubblicano fascista affermava invero che in ogni azienda i lavoratori dovessero avere la possibilità di contribuire *«ó attraverso una conoscenza diretta della gestione ó all'equa fissazione dei salari, nonché all'equa ripartizione degli utili tra il fondo di riserva, il frutto del capitale azionario e la partecipazione agli utili per parte dei lavoratori. In alcune imprese ciò potrà avvenire con una estensione delle prerogative delle attuali commissioni di fabbrica. In altre sostituendo i consigli di amministrazione con i consigli di gestione composte da tecnici e da operai con un rappresentante dello Stato. In altre ancora, in forma di cooperativa parasindacale»* (²¹²).

Il 12 novembre 1944 veniva poi emanato un decreto legislativo, il numero 375 (²¹³), sulla socializzazione delle imprese e sulla partecipazione diretta dei lavoratori alla gestione delle stesse, nel quale si prevedevano, quali organi dell'impresa socializzata, il capo dell'impresa ed il consiglio di gestione, per le imprese a capitale sociale, invece, l'assemblea, il collegio sindacale e, anche in questo caso, il consiglio di gestione, eletto sulla base di una lista formata dai sindacati (²¹⁴).

Il progetto veniva però osteggiato da operai ed imprenditori per essere, poi, abrogato dal decreto del 17 aprile 1945 del Comitato di Liberazione Nazionale dell'Alta Italia (CLNAI). Quest'ultimo, tuttavia, continuava ad affidare ai consigli di gestione nazionale, i cui rappresentanti dovevano essere sostituiti entro tre mesi, l'amministrazione delle imprese (²¹⁵).

²¹⁰ Sul punto, L. MENGONI, *La rappresentanza dei lavoratori sul piano dell'impresa nel diritto italiano*, in C.E.C.A., *La rappresentanza dei lavoratori sul piano dell'impresa nei diritto dei Paesi membri della C.E.C.A.*, Lussemburgo, 1959, p. 257.

²¹¹ Cfr. R. FERRUCCI, voce *Consiglio di gestione*, in *Enc. Dir.*, IX, 1961.

²¹² Art. 12 del *«Manifesto del primo rapporto nazionale del partito fascista repubblicano»*.

²¹³ Decreto pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 30 giugno 1944, n. 151.

²¹⁴ Cfr. G. GHEZZI, *sub Art. 46*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Bologna, Zanichelli, p. 69 ss.

²¹⁵ Il decreto si apriva affermando: *«Il Comitato di liberazione nazionale per l'Alta Italia, considerati gli obiettivi antinazionali del decreto legislativo fascista del 12 febbraio 1944 n. 375 sulla pretesa*

La mancata ratifica del decreto da parte del governo militare alleato, che temeva una collettivizzazione delle imprese, non impediva lo sviluppo di un movimento nazionale di consigli di gestione, sorti su base convenzionale principalmente nelle imprese del nord Italia (²¹⁶), quali FIAT ed Olivetti (²¹⁷). Tali Consigli presentavano, generalmente, una composizione paritetica di capitale e lavoro e vedevano l'attribuzione dei compiti più disparati (²¹⁸).

Nel dicembre 1946 l'allora Ministro dell'Industria Rodolfo Morandi proponeva quindi un disegno di legge per disciplinare i consigli di gestione, il quale vedeva tali organismi non solo come strumento per intervenire nella gestione dell'impresa, ma anche per collegare il momento partecipativo con la programmazione economico-politica. Essi, infatti, dovevano servire sia per consentire ai lavoratori di partecipare alla gestione dell'impresa, sia per costituire un collegamento tra imprese, ministero e istituzioni pubbliche, attraverso il quale sarebbero stati trasmessi dati statistici, informazioni sull'impresa, piani industriali e proposte sulla sua direzione. Nemmeno tale progetto veniva però approvato, a causa di critiche provenienti dagli stessi partiti di sinistra e della tattica del rinvio posta in essere in sede governativa (²¹⁹).

«socializzazione delle imprese, con la quale il sedicente Governo fascista repubblicano ha tentato di aggiungere le masse lavoratrici dell'Italia occupata al servizio ed alla collaborazione con l'invasore, considerata l'alta sensibilità politica e nazionale delle maestranze dell'Italia occupata che, astenendosi in massa da ogni partecipazione alle elezioni dei rappresentanti nei consigli di gestione, hanno manifestato la loro chiara comprensione del carattere antinazionale e demagogico della pretesa «socializzazione» fascista, considerata la situazione di fatto creata dal decreto legislativo del 12 febbraio 1944 e dai successivi decreti di socializzazione di singole aziende, al fine di assicurare, all'atto della liberazione dei territori ancora occupati dal nemico, la continuità ed il potenziamento dell'attività produttiva, nello spirito di una effettiva solidarietà nazionale, decreta (1) l'amministrazione delle aziende contemplate nei decreti sopracitati resta affidata ai consigli di gestione nazionale, coi poteri previsti dai decreti medesimi per i consigli di gestione delle aziende «socializzate» (1). I sedicenti rappresentanti delle maestranze nei consigli di gestione fascisti si dichiarano decaduti da ogni loro mandato nell'amministrazione dell'azienda».

²¹⁶ S. LEONARDI, *La partecipazione dei lavoratori in una prospettiva storica: i Consigli di gestione*, in *Lav. e dir.* 1997, p. 469 ss., riporta che alla fine del 1946 tra Piemonte, Lombardia e Liguria si contassero più di 500 Consigli di gestione, mentre il fenomeno fosse quasi assente nel centro-sud.

²¹⁷ Olivetti in particolare vide già nel 1943 la nascita spontanea di una Commissione interna. Nel 1944 nacque una Commissione interna clandestina ad opera della resistenza che, nel 1945, insieme al Comitato di Liberazione Nazionale Aziendale tentò di costituire un Consiglio di gestione, portando una proposta alla Direzione Aziendale. La parte datoriale presentò una controproposta, non accettata dal CLNA. Nacque dunque un Consiglio di gestione provvisorio, ma le trattative si ruppero nel 1946. Solo nel 1948 si giunse all'accordo su uno Statuto ed il 22 marzo 1948 venne eletto il primo Consiglio di gestione. Per approfondimenti sul caso Olivetti, rilevante, tra gli altri motivi, per l'eccezionale durata dell'esperienza dei consigli di gestione (23 anni), si veda S. MUSSO, *La partecipazione nell'impresa responsabile. Storia del Consiglio di gestione Olivetti*, Il Mulino, Bologna, 2009.

²¹⁸ Cfr. M. BIASI, *Il nodo della partecipazione dei lavoratori in Italia. Evoluzioni e prospettive nel confronto con il modello tedesco ed europeo*, Egea, Milano, 2014, p. 12.

²¹⁹ Vd. G. GHEZZI, *op. cit.*, p. 95.

Al contempo, la forte giustificazione dei consigli di gestione sulla base delle esigenze della ricostruzione ed il progressivo ripristino delle gerarchie padronali nelle fabbriche conducevano all'affievolimento del movimento che aveva determinato il loro sviluppo⁽²²⁰⁾.

I consigli di gestione si presentavano così dinnanzi all'Assemblea Costituente in una fase di profonda crisi⁽²²¹⁾.

3. L'articolo 46 della Costituzione

La terza Sottocommissione dell'Assemblea Costituente⁽²²²⁾, presieduta dall'on. Ghidini (P.S.L.I.), deputata all'esame dei diritti e doveri economici e sociali, anche alla luce delle vicende ricordate, risultava convinta di dover affrontare la tematica della partecipazione dei lavoratori alle imprese⁽²²³⁾.

Il 4 ottobre 1946, l'on. Corbi (P.C.I.) proponeva dunque di introdurre all'allora art. 43 il seguente testo: *“per garantire lo sviluppo economico del Paese e per assicurare nell'interesse nazionale l'esercizio del diritto e delle forme di proprietà previste dalla legge, lo Stato assicura al lavoratore il diritto di partecipare alle funzioni di direzione delle imprese, siano esse aziende private, pubbliche o sotto il controllo della Nazione”*⁽²²⁴⁾.

Il timore che venisse così compromessa l'unità direttiva dell'impresa sollevava, però, le critiche dell'on. Dominedò (D.C.), il quale proponeva di conferire ai lavoratori una funzione di consulenza tecnica anziché di deliberazione vincolante; l'on. Togni (D.C.), poi, pur sottolineando l'importanza della partecipazione dei lavoratori alla *“vita e alle responsabilità aziendali”*, evidenziava l'opportunità di coniugare questa necessità con le *“esigenze insopprimibili, sia di carattere economico che di carattere tecnico”* e quindi di mantenere nell'impresa una direzione unica, senza rendere il consiglio di gestione un

²²⁰ Più approfonditamente, G. GHEZZI, *op. cit.*, *passim*; R. FERRUCCI, *op. cit.*

²²¹ Recentemente, in materia di consigli di gestione, G. AMARI (a cura di), *I consigli di gestione e la democrazia industriale sociale in Italia. Storia e prospettive*, Ediesse, Roma 2014.

²²² Per un resoconto in materia si veda G. GHEZZI, *op. cit.*, *passim*.

²²³ F.-A. CARULLO, *La partecipazione dei lavoratori nel disegno della Costituzione italiana*, in *Riv. dir. lav.*, 1979, I, p. 436, il quale riconosce che *“le divergenze di opinioni che si riscontrarono, infatti, non vertevano sull'«an», ma sul «quomodo»*.

²²⁴ Res. III Sc. Cost., 156.

«doppione del consiglio di amministrazione»⁽²²⁵⁾.

Di diversa opinione l'on. Teresa Noce (P.C.I.), che sosteneva l'esigenza di inserire nel testo dell'articolo il riferimento ai Consigli di Gestione, e l'on. Fanfani, il quale proponeva una partecipazione dei lavoratori estesa all'amministrazione economica, alla conduzione tecnica, agli utili eccezionali delle imprese e alla loro proprietà.

Senza qui riportare i dettagli e il seguito della discussione, emerge in tutta evidenza la problematicità del tema, che divideva non solo gli appartenenti a diversi partiti politici, ma anche fazioni interne allo stesso partito⁽²²⁶⁾.

L'on. Corbi, relatore, riscontrando ipotesi che andavano dalla democrazia industriale alla partecipazione finanziaria, cercò così di non escludere nessuna delle ipotesi, rinviando al legislatore ordinario la definizione dell'istituto⁽²²⁷⁾.

La versione finale dell'articolo proposta dalla terza Sottocommissione era dunque la seguente: «Lo Stato assicura il diritto dei lavoratori di partecipare alla gestione delle aziende dove prestano la loro opera. La legge stabilisce i modi e i limiti di applicazione del diritto»⁽²²⁸⁾.

La discussione si spostava in Assemblea Generale il 14 maggio 1947, dove il contrasto si acuiva, anche a causa del venir meno, proprio il giorno precedente, della coalizione tripartita.

Il testo sul quale lavorava l'Assemblea, ridiscusso e coordinato con gli altri articoli del progetto di Costituzione dall'apposito comitato di redazione, era il seguente: «I lavoratori hanno diritto di partecipare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende ove prestano la loro opera»⁽²²⁹⁾.

L'on. Marina (U.N.), esprimendo la posizione della classe imprenditoriale dell'epoca, ne proponeva addirittura la soppressione, nella convinzione che esso avrebbe dato vita a consigli di gestione, ritenuti dannosi per l'impresa a causa della macchinosità dei

²²⁵ Res. III Sc. Cost., 157.

²²⁶ Si ricordano altresì le proposte di Pesenti (P.C.I.) («Per garantire lo sviluppo economico del Paese e per assicurare nell'interesse nazionale l'esercizio del diritto e delle forme di proprietà previste dalla legge, lo Stato assicura al lavoratore il diritto di partecipare alle funzioni di direzione dell'impresa siano esse aziende private, pubbliche o sotto il controllo della Nazione»); Lombardo (P.S.I.) («È diritto dei lavoratori di partecipare con propri organi e propri rappresentanti alla conduzione delle imprese in cui prestano la loro opera»); Di Vittorio (P.C.I.) («Ai lavoratori di aziende di ogni genere, aventi almeno 50 dipendenti, è riconosciuto il diritto di partecipare alla gestione dell'azienda mediante appositi Consigli di gestione, le cui norme costitutive e i cui compiti saranno fissati dalla legge»).

²²⁷ Si veda F.-A. CARULLO, *op. cit.*, p. 436.

²²⁸ Era l'art. 13 degli articoli approvati dalla terza Sottocommissione in sede di coordinamento.

²²⁹ Res. Ass. Cost., p. 4004.

processi decisionali che ne sarebbero scaturiti e della messa in pericolo dei segreti industriali.

Tra i numerosi emendamenti presentati, poi, se ne ricordano alcuni volti ad ottenere un espresso riconoscimento del diritto di partecipazione dei lavoratori agli utili o al capitale d'impresa: quello degli onn. Malvestiti, Cappugi et al. (D.C.), a mente del quale, *“i lavoratori hanno diritto di compartecipare, nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge, alla gestione e al capitale delle grandi imprese capitalistiche. A tal fine la legge riconoscerà il diritto delle categorie lavoratrici di essere rappresentate nei consigli di amministrazione delle rispettive imprese, a prescindere da qualsiasi partecipazione azionaria: e favorirà l'accesso all'investimento azionario del libero risparmio dei lavoratori”*⁽²³⁰⁾; l'emendamento dell'on. Camangi (P.R.I.), *“i lavoratori hanno diritto di partecipare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione e agli utili delle aziende ove prestano la loro opera”*⁽²³¹⁾ e quello dell'on. Puoti (U.N.), che proponeva di aggiungere un comma, *“la retribuzione tenderà, nei limiti stabiliti dalla legge, ad attuare anche la forma della partecipazione agli utili”*⁽²³²⁾.

Infine, gli onn. Gronchi, Patore Giulio, Storchi e Fanfani (D.C.) presentavano il seguente emendamento, poi approvato quale testo finale dell'articolo: *“Ai fini dell'elevazione economica e sociale del lavoro, ed in armonia con le esigenze della produzione, la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende”*⁽²³³⁾.

Il risultato rappresentava dunque un compromesso tra le varie componenti dell'Assemblea Costituente⁽²³⁴⁾, come emerge, da un lato, dall'abbandono della locuzione *“partecipare alla gestione”* per quella più ambigua, ampia ed indeterminata di *“collaborare alla gestione”*⁽²³⁵⁾, dall'altro, dalla esplicita subordinazione dell'esercizio

²³⁰ Res. Ass. Cost., p. 4008.

²³¹ Res. Ass. Cost., p. 4009.

²³² Res. Ass. Cost., p. 4013.

²³³ Res. Ass. Cost., p. 4016. La disposizione può essere letta in parallelo con il punto 8 del preambolo della Costituzione francese del 1946, il quale statuisce che *“ogni lavoratore partecipa, tramite i propri rappresentanti, alla determinazione collettiva delle condizioni di lavoro, nonché alla gestione delle imprese”*.

²³⁴ G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 6, p. 1298 ss., rileva come obiettivo del costituente fosse quello di attenuare il conflitto tra le due parti del sinallagma contrattuale, avendo però uno stimolo più politico, *“molto più determinato della capacità di dare una veste giuridica alla definizione del problema”*, con conseguente trasfusione della volontà politica *“in un testo tanto generico quanto equivoco”* (p. 1299).

²³⁵ S. LEONARDI, *op. cit.*, p. 478, afferma dunque che *“la collaborazione, che il codice civile del 1942*

del diritto di partecipare alla gestione alle necessità dell'attività produttiva⁽²³⁶⁾, con conseguente tutela della unità della direzione delle imprese⁽²³⁷⁾.

Dalla lettura della norma e dalla sua collocazione in quadro più ampio, che protegge i soggetti più deboli (art. 3, 2° co. Cost.), si impegna a garantire la personalità di ogni individuo (art. 2 Cost.), fonda la Repubblica sul lavoro e tutela la posizione del lavoratore (artt. 39 ó 40 Cost.), può affermarsi che essa garantisca specificamente la personalità dei soggetti coinvolti nella sfera di attività dell'imprenditore, l'iniziativa economica del quale è, peraltro, delimitata dal perseguimento dell'utilità sociale (art. 41 Cost.)⁽²³⁸⁾.

La riserva di legge ivi contenuta, poi, evidenzia il carattere programmatico o di principio dell'articolo 46⁽²³⁹⁾, vera e propria scelta dei costituenti, oltre che esito del compromesso tra le diverse opinioni formulate: più volte nel corso del dibattito in assemblea l'on. Ghidini, aveva ribadito la necessità di una soluzione che non impedisse le future evoluzioni del rapporto tra capitale e lavoro cristallizzando un modello di relazioni industriali che rispecchiasse l'esperienza del dopoguerra. Sono infatti sue le parole *«Abbiamo detto: «Nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge», perché la partecipazione può essere consultiva oppure deliberativa; può essere classista, oppure collaborativa; può essere partecipazione all'amministrazione, oppure alla direzione, ecc., ecc. Non abbiamo voluto determinare a priori la forma e il modo di questa partecipazione, e ciò allo scopo di non confiscare a nostro profitto quella libertà di*

aveva sancito come obbligo del lavoratore subordinato (art. 2094 c.c.), diventava adesso, non senza grosse contraddizioni, un diritto dei lavoratori sancito costituzionalmente. La formulazione adottata fu infelice, poiché riecheggiava quelle suggestioni istituzionalistiche e corporative che avevano ispirato il codice civile, ma sembravano aver perso cittadinanza nel nuovo modello costituzionale di Stato sociale. Nella presentazione dell'emendamento determinante tale cambiamento terminologico Gronchi affermava: «Il secondo concetto che abbiamo voluto affermare è quello della collaborazione, la quale, lo diciamo con piena lealtà, non rispecchia soltanto il nostro concetto di una solidarietà che, comunque si pensi, nella fase attuale dell'economia dei paesi ancora, chiamiamoli così, capitalistici è anch'essa imposta dallo stesso interesse della classe lavoratrice, ma vuole altresì indicare, per quella progressività di trasformazioni da noi ritenuta necessaria, che debbono essere salvi taluni principi senza dei quali non vi è ordinata e perciò feconda attività produttiva; primo fra tutti quello che potrebbe essere nella unità di comando delle aziende produttive».

²³⁶ Vd. F.-A. CARULLO, *op. cit.*, p. 437.

²³⁷ Cfr. A. APOSTOLI, *La forza propulsiva dell'art. 46 della Costituzione al di là della sua sostanziale in attuazione*, in C. ZOLI (a cura di), *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, Giappichelli, Torino, 2015, p. 19.

²³⁸ Cfr. A. APOSTOLI, *op. cit.*, p. 22.

²³⁹ T. TREU, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1988, n. 6, p. 786: *«l'esito è che non si riesce ad andare oltre l'affermazione generale del principio, rinviando alla legge i contenuti, i modi e i limiti della partecipazione (i)»*; R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Annali V, 2012.

decisione che deve essere lasciata intatta al legislatore del futuro (240).

Lo stesso on. Gronchi, proponente l'emendamento infine approvato, aveva affermato: *«() noi non siamo favorevoli alla specificazione delle varie forme di partecipazione, fra cui questa di partecipazione agli utili. Noi vorremmo mantenere a questo articolo della Costituzione il carattere di un principio da attuare poi nelle varie riforme che dovranno essere condizionate dal momento in cui si realizzeranno»*.

L'articolo 46 va, allora, letto come una norma aperta, che conserva, ancora oggi la sua *«forza propulsiva»* (241).

Come accaduto per gli articoli 39 e 40 della Costituzione, la riserva di legge non ha, però, ricevuto attuazione, anche per l'*«ibridismo esegetico»* (242) che ha caratterizzato l'articolo: proprio l'ampiezza del dettato costituzionale e la sua equivocità hanno infatti consentito sia una lettura in un'ottica di partecipazione conflittuale ed istituzionalistica (243), che di una modalità di partecipazione conflittuale.

L'ambivalenza ha così generalmente condotto, negli anni Settanta, caratterizzati dall'adozione di un modello di relazioni sindacali basato sul conflitto, a considerare l'articolo come anacronistico (244). Solo negli anni '90 l'atteggiamento nei confronti dell'articolo 46 è mutato ed esso ha iniziato ad essere considerato una possibile base costituzionale per questa pluralità di forme di partecipazione. Si è quindi sostenuto che *«a prescindere dalla sua vicenda formativa e dalla sua lettura, l'art. 46 Cost. si presta a fare da supporto sia ad una nuova fase della legislazione di sostegno sia all'introduzione nel nostro ordinamento di formule di vera e propria codeterminazione»* (245).

²⁴⁰ Sulla riserva di legge contenuta nell'articolo 46 e sulla sua compatibilità con l'intervento della contrattazione collettiva si vedano P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese* (Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005), Milano, 2006; L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003; M. D'ANTONA, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1990.

²⁴¹ Sul punto, F.-A. CARULLO, *op. cit.*, p. 439; A. APOSTOLI, *op. cit.*, *passim*, rileva come proprio l'indeterminatezza della norma abbia consentito il recepimento sotto l'egida di tale articolo di varie direttive comunitarie che prevedono particolari diritti di informazione e consultazione dei lavoratori.

²⁴² L. L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 20.

²⁴³ Cfr. L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 692 ss.

²⁴⁴ Cfr. M. J. BONELL, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1990.

²⁴⁵ F. CARINCI - L. MARIUCCO, *Verso una nuova legge costituyente. La riforma delle regole del gioco*, in *Riv. giur. lav.*, 1989, I, p. 247ss.

Sulla base di tali considerazioni pare lecito chiedersi se nell'espressione *collaborare alla gestione* possa riconoscersi un *favor* per l'azionariato dei dipendenti ossia se l'articolo qui in esame possa costituire un ancoraggio costituzionale per la promozione della democrazia economica.

Ebbene, sul significato di tale espressione la dottrina non concorda: alcuni affermano che l'espressione vada interpretata in senso ampio, riferendosi sia al testo definitivo che a quello della Sottocommissione ⁽²⁴⁶⁾; altri sostengono che un'interpretazione sistematica-evolutiva debba prevalere e che inserire tra le forme di partecipazione incluse nell'art. 46 la partecipazione azionaria *apparirebbe in sintonia con la linea di pensiero costituzionalmente più sensibile ed attenta ad una continua attualizzazione delle regole* ⁽²⁴⁷⁾; altri ancora ritengono che l'unica apertura che si possa rinvenire nell'art. 46 sia quella ad una partecipazione alla gestione delle imprese ⁽²⁴⁸⁾.

Una posizione intermedia, forse, può ritenersi maggiormente fondata, anche in una lettura evolutiva del testo costituzionale, che si distacchi dal peculiare momento storico nel quale esso è stato progettato ⁽²⁴⁹⁾.

Se, infatti, ricavare dall'espressione *collaborare alla gestione* un riferimento alla partecipazione finanziaria pare forzare il dato testuale, è pur vero, però, che fu la stessa volontà dei costituenti a lasciare l'articolo indeterminato al fine di consentirne l'adattamento alle esigenze concrete, e che nel dibattito prodromico all'approvazione del testo finale le ipotesi di partecipazione finanziaria in più occasioni furono prese in considerazione.

Ove, poi, si consideri che partecipazione al capitale e partecipazione alla gestione sono aspetti molto spesso collegati e che la prima può diventare strumento di legittimazione della seconda, un'interpretazione inclusiva delle ipotesi di partecipazione finanziaria parrebbe non peregrina.

A conferma di ciò si aggiunga l'ambiguità del termine *gestione* nel linguaggio utilizzato dai costituenti: l'on. Fanfani, nella votazione dell'articolo in Sottocommissione, aveva dichiarato di approvarne la terminologia, specificando di intendere la parola *gestione* come non precludente altri modi di partecipazione alla

²⁴⁶ F.-A. CARULLO, *op. cit.*, p. 440.

²⁴⁷ L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 26.

²⁴⁸ P. SCHLESINGER, *L'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 188.

²⁴⁹ A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998.

vita attiva delle imprese ⁽²⁵⁰⁾.

Sembrerebbe allora corretto rinvenire nell'art. 46 della Costituzione un *favor* verso ogni forma di partecipazione riconducibile, anche indirettamente, al concetto di *collaborazione alla gestione* ⁽²⁵¹⁾ e, pertanto, pure nei confronti delle forme di partecipazione economica dei lavoratori all'impresa ⁽²⁵²⁾.

Deve altresì riconoscersi che escludere l'interpretazione qui proposta non osta, comunque, ad ulteriori sviluppi dell'istituto. Pur in assenza della previsione dell'art. 46 della Costituzione non vi sarebbero invero ostacoli alla realizzazione di forme di partecipazione dei lavoratori al capitale o alla gestione, le cui modalità attuative sono in ogni caso lasciate alla disciplina legislativa.

4. L'articolo 47 della Costituzione

Il tema della partecipazione dei lavoratori alla proprietà dell'impresa non era tuttavia destinato ad esaurirsi all'interno dell'art. 46 della Costituzione.

Il 15 ottobre 1946 l'on. Fanfani presentava infatti alla terza Sottocommissione una proposta del seguente tenore: *«L'attività economica privata e pubblica è diretta a provvedere al cittadino dei beni utili al suo benessere ed alla piena espansione della*

²⁵⁰ Res. III Sc. Cost., p. 175.

²⁵¹ A. APOSTOLI, *op. cit.*, p. 24.

²⁵² F.-A. CARULLO, *op. cit.*, p. 442, sostiene: *«A mio avviso non è da escludere, almeno a priori, la introduzione di un sistema di democrazia economica sempre facendo leva sull'articolo citato: infatti, se è vero che in sede di Sottocommissione e di Assemblea costituente le voci contrarie non eran poche (come le favorevoli, però) e gli emendamenti esplicitamente favorevoli non siano stati approvati, non pare che una simile soluzione sia stata rigettata in toto; A. V. IZAR, I principi costituzionali sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese, in A. V. IZAR (a cura di), La partecipazione azionaria dei dipendenti, Giappichelli, Torino, 2003, 100, parimenti afferma: «il suo carattere indeterminato ne rende possibile un'interpretazione estensiva che lascia aperta la strada ad un'attuazione del dettato costituzionale che eventualmente preveda anche forme di partecipazione economica (finanziaria e azionaria) dei lavoratori nelle imprese che in cui sono occupati; T. TREU, *op. cit.*, pp. 786 ó 787: «Restano così indeterminati i principali elementi qualificativi del tipo di soluzione ipotizzabile: le forme in cui la partecipazione doveva esprimersi e le modalità di costituzione e di funzionamento degli organismi che la dovevano esprimere, i loro poteri, quindi l'oggetto stesso della partecipazione, e il collegamento con il movimento sindacale. Data questa indeterminatezza si può ritenere che nessuna forma di partecipazione è esclusa a priori dalla costituzione, neppure quella finanziaria realizzata attraverso il possesso di quote azionarie o simili. Invero non mancano accenni provenienti da parte diverse anche formulati in appositi emendamenti, sia alla partecipazione agli utili sia all'investimento azionario del risparmio dei lavoratori. Ambedue le forme sono ritenute pertinenti al tema della partecipazione dei lavoratori alla conduzione dell'impresa tale partecipazione, come si può estendere alla amministrazione economica e alla conduzione tecnica delle imprese, così può comprendere gli «utili» eccezionali delle imprese e la comproprietà delle imprese stesse; contra M. BIASI, *op. cit.*, pp. 17 ó 18.*

sua personalità. A tal fine la Repubblica ammette e protegge l'iniziativa privata, armonizzandone gli sviluppi in senso sociale, oltre che con le varie disposizioni generali a protezione del diritto alla vita ed all'espansione della persona, mediante: partecipazione dei lavoratori (ed ove del caso degli utenti) alla gestione, alla proprietà, agli utili delle imprese; la tipizzazione contabile e la pubblica revisione aziendale; l'azione generale di appositi consigli economici in seno agli organi rappresentativi regionali e alla seconda camera; il prelievo fiscale; la limitazione all'acquisto e al trasferimento della proprietà, la socializzazione delle imprese non gestibili dai privati a comune vantaggio⁽²⁵³⁾.

Il riferimento alla partecipazione alla proprietà dei lavoratori si collocava in questo caso nella più ampia tematica del controllo sociale dell'economia, ma ben presto veniva eliminato dal testo dell'articolo poi presentato all'Assemblea (articolo 44), che si riduceva a *«la Repubblica tutela il risparmio; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito»*. Finalità principale dei costituenti era, infatti, quella di rispondere alle esigenze del dopoguerra, in particolare difendendo il valore del denaro e limitando i danni derivanti dalla svalutazione⁽²⁵⁴⁾.

Il testo dell'allora art. 44 si avvicinava, dunque, a quello dell'attuale art. 47 grazie ad un emendamento⁽²⁵⁵⁾ presentato, tra gli altri, dagli onn. Zerbi e Malvestiti, gli stessi autori dell'emendamento all'art. 46 che aveva richiesto il riconoscimento del diritto dei lavoratori alla partecipazione alla gestione e al capitale delle imprese.

Ebbene, dai lavori dell'Assemblea Costituente emerge come nell'intenzione dei promotori di tale emendamento vi fosse quella di promuovere la partecipazione dei lavoratori al capitale di impresa, dai medesimi considerata *species* della più ampia categoria del risparmio popolare: *«noi non ignoriamo che nel nostro Paese sono oggi in atto movimenti i quali tendono a diffondere il diretto investimento azionario anche presso ceti di risparmiatori fino a ieri estranei a questo tipo di investimento (í) non ignoriamo che talune nostre grandi imprese, specie nel nord, hanno recentemente assegnato opzioni ai propri dipendenti, ed attraverso queste opzioni li hanno ammessi a*

²⁵³ Res. III Sc. Cost., p. 207.

²⁵⁴ F.-A. CARULLO, *op. cit.*

²⁵⁵ Res Ass Cost., p. 4025: *«(I) La Repubblica tutela il risparmio in tutte le sue forme e favorisce l'accesso del risparmio popolare all'investimento reale promuovendo la diffusione della proprietà dell'abitazione, della proprietà diretta coltivatrice, del diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. (II) La Repubblica disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito»*.

un se pure limitato investimento dei loro risparmi nella azienda stessa in cui lavorano. Noi ci avviamo ad avere una discreta partecipazione di talune masse impiegatizie ed operaie al capitale di taluni nostri grandi complessi produttivi (256).

Senza soffermarsi ulteriormente sull'esame dei lavori preparatori dell'articolo in questione, si sottolinea che la versione finale dell'art. 44, divenuto poi art. 47, è quasi perfettamente coincidente con l'emendamento proposto da Zerbi e Malvestiti: *«La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.*

Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice, al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese (257).

Se, quindi, l'articolo in esame, al secondo comma, mira all'accesso da parte della popolazione alla proprietà industriale, alla luce dei lavori preparatori citati, può affermarsi che i primi soggetti coinvolti in questa disposizione siano i lavoratori dipendenti.

La dottrina maggioritaria concorda con questa interpretazione (258), ritenendo che l'art. 47 della Costituzione, favorendo l'accesso del risparmio popolare *«al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*», abbia voluto incoraggiare sia le assegnazioni individuali di titoli sia la creazione di fondi comuni, nonché promuovere la collaborazione alla gestione delle imprese, riconosciuta dall'art. 46 (259).

Può quindi affermarsi che il testo dell'art. 47 della Costituzione legittimi e favorisca

²⁵⁶ Res. Ass. Cost., p. 4027.

²⁵⁷ Res. Ass. Cost., p. 4047.

²⁵⁸ Cfr. M. J. BONELL, *op. cit.*, p. 1; M. J. BONELL, *Partecipazione operaia e diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, p. 9.

²⁵⁹ Cfr. R. WEIGMANN, voce *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto*, Disc. Priv., Sez. comm., IV ed., vol. II, Torino, 1987, p. 123; L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 32, addirittura ritiene che proprio il riferimento agli *investment trust* effettuato dall'on. Zerbi in Assemblea fosse volto a risolvere le difficoltà che i lavoratori avrebbero avuto nel gestire individualmente le proprie azioni e, da tale passo, deriva un'interpretazione dell'articolo in esame favorevole a forme collettive di azionariato dei dipendenti. In realtà, il passo in questione considera più genericamente i risparmiatori, tra i quali ricomprende i lavoratori azionisti: *«(i) il piccolo e medio risparmiatore inglese congegnarono la propria difesa nel cosiddetto investment trust, organismo di concentrazione del risparmio, capace di attuare accorti assortimenti di investimenti e di rischi azionari e obbligazionari, (ii) e attento ad assicurare al risparmio stesso un optimum di sicurezza e di stabilità di contenuto economico insieme alla più alta remunerazione possibile. Io credo che l'investment trust possa essere molto utilmente diffuso anche nel nostro paese, sia nella sua struttura tradizionale sia e soprattutto nella forma di grandi cooperative d'investimento, le quali in varia guisa potrebbero anche coordinare le finalità caratteristiche di investment trust con quelle di holding popolari oppure d'impiegati ed operai risparmiatori*» (Res. Ass. Cost., p. 4027).

azionariato dei dipendenti, in forma individuale e collettiva, quale particolare forma di risparmio popolare (²⁶⁰).

5. Il ruolo delle parti sociali.

Come sopra accennato, la legge attuativa prevista dall'art. 46 Cost. non venne però approvata e la partecipazione dei lavoratori all'impresa negli anni successivi all'entrata in vigore della Costituzione trovò ostilità sia da parte datoriale che delle organizzazioni sindacali.

Gli imprenditori che, *animati dall'idea della ripresa produttiva e della solidarietà nazionale* (²⁶¹), inizialmente si erano mostrati favorevoli ad uno sviluppo dei consigli di gestione e delle pratiche partecipative, iniziarono, invero, a reclamare le proprie prerogative manageriali. I sindacati invece, non condividendo le regole del sistema capitalistico, non vollero in alcun modo contribuire a rafforzarlo.

Le relazioni industriali assunsero dunque una dimensione conflittuale e l'unico strumento adottato dalle associazioni sindacali per intervenire sia a livello aziendale che macroeconomico divenne la contrattazione collettiva.

Nei rinnovi contrattuali del 1961-1962 si iniziarono dunque a diffondere meccanismi di quella che è stata definita *partecipazione debole*, basata sulla previsione di diritti di informazione e consultazione dei lavoratori per determinare i premi di produzione e il sistema del cottimo, senza che questi venissero però generalizzati.

La contrattazione collettiva condusse in questo modo ad una progressiva erosione dei poteri del datore di lavoro, anche con la previsione di esami congiunti, realizzando una forma di partecipazione definita *antagonistica o conflittuale*, in opposizione all'altra, detta *collaborativa*.

Con lo Statuto dei Lavoratori del 1970 la presenza sindacale nell'impresa venne poi istituzionalizzata, ma i sindacati mantennero un ruolo rilevante solo nelle rivendicazioni relative alle tematiche dell'organizzazione del lavoro, della sicurezza sul lavoro e del salario.

A partire dai rinnovi contrattuali del 1976, poi, venne codificato nei Contratti Collettivi

²⁶⁰ In senso contrario, G. ADESSI, *Articolo 2349 c.c.: azioni ai dipendenti?*, in *Riv. soc.*, 1985, p. 1255 ss., P. SCHLESINGER, *op. cit.*

²⁶¹ G. GIUGNI, *Diritto sindacale*, Cacucci, Bari, 2006, p. 89.

Nazionali di Lavoro un sistema di informazione e consultazione su investimenti ed occupazione (²⁶²).

A tali precoci aperture verso le forme deboli di partecipazione, non si affiancò però un eguale appoggio delle parti sociali per le forme di partecipazione finanziaria e di partecipazione alla gestione dei lavoratori all'impresa, che, anzi, venne spesso ostacolata sia dalle organizzazioni di imprenditori che dai sindacati maggiori. I primi temevano infatti che una diffusione dei modelli partecipativi avrebbe determinato una diminuzione dei loro poteri gestori e la rivendicazione di funzioni decisionali da parte dei dipendenti o azionisti; i secondi paventavano invece una riduzione delle loro prerogative di tutela del lavoratore, direttamente coinvolto, ed un aumento del rischio in capo a quest'ultimo.

La preoccupazione che il possesso di azioni della società da parte del dipendente spostasse l'interesse dello stesso in una direzione differente da quella collettiva proposta dal sindacato fece sì che l'istituto fosse, se non osteggiato, comunque ignorato dal movimento sindacale.

Tutto ciò fu acuito anche dalla prevalenza, nell'esperienza italiana, di un sistema a canale unico di rappresentanza dei lavoratori nei luoghi di lavoro, nella quale la diffusione di meccanismi partecipativi, con l'eventuale elezione di rappresentanti dei lavoratori slegati dalle associazioni sindacali, avrebbe potuto ridurre le prerogative negoziali delle stesse (²⁶³).

Le posizioni assunte dalle diverse organizzazioni sindacali furono e sono però differenti: se la CGIL è sempre stata la più critica alle forme di commistione del lavoro con il capitale (²⁶⁴), la CISL sin dagli anni Ottanta ha aperto la discussione sindacale al

²⁶² G. LEOTTA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Dig. Disc. Priv.*, Sez. Comm., UTET, Torino, 2007.

²⁶³ Nel sistema a doppio canale nella medesima impresa coesistono due organismi, uno di rappresentanza generale di tutti i lavoratori anche se non iscritti al sindacato, eletto dagli stessi e con funzioni di consultazione e partecipazione, e l'altro associativo, che riproduce nei luoghi di lavoro la struttura di rappresentanza su base volontaria dei sindacati esterni, con potere negoziale. Nel sistema a canale unico, invece, sia all'interno che all'esterno dei luoghi di lavoro vi è un unico organo di rappresentanza sindacale/associativa che cumula tutte le funzioni. Cfr., sul punto, G. GIUGNI, *op. cit.*, p. 77.

²⁶⁴ In un documento del 2001 il sindacato affermava infatti: «Noi non siamo mai stati convinti della teoria che la forma ideale di partecipazione azionaria sia quella di legare in una sola impresa non solo il salario, ma anche parte del proprio capitale di risparmio. È un rischio troppo alto» (FILT-CGIL Dipartimento Economico Ufficio Studi, *La partecipazione dei lavoratori alle attività e alla gestione delle imprese*, 2001, in www.cgil.bg.it), ritenendo che una diversificazione degli investimenti nel capitale di più imprese fosse una scelta da preferire, in particolare incentivando il sistema dei fondi pensione. CGIL

tema della partecipazione azionaria ⁽²⁶⁵⁾, sia in forma individuale che collettiva, per il tramite di associazioni di azionisti, Sicav e fondi pensione ⁽²⁶⁶⁾. Intermedia tra le due ricordate è invece stata la posizione assunta inizialmente dalla UIL, con una crescente attenzione per il fenomeno della partecipazione finanziaria dei lavoratori, considerata mezzo per influire sulle decisioni di impresa ⁽²⁶⁷⁾ e strumento utile a migliorare il governo societario, mediante l'adozione di strategie più attente al lungo periodo e agli interessi degli *stakeholders* dell'impresa ⁽²⁶⁸⁾.

ha comunque affermato di non stimare *del tutto impercorribile la possibilità di un azionariato anche di tipo aziendale*, a condizione che in esso non sia rinvenibile alcun collegamento con la democrazia industriale, ma una mera opportunità offerta al lavoratore nella sua veste di risparmiatore (FILT-CGIL Dipartimento Economico Ufficio Studi, *La partecipazione dei lavoratori alle attività e alla gestione delle imprese*, 2001, in www.cgil.bg.it).

²⁶⁵ Tale posizione è rimasta coerente negli anni: nel 1997 si è fatta promotrice di un disegno di legge che predisponesse regole certe per lo sviluppo dell'azionariato dei dipendenti; al 1999 risale la proposta di disegno di legge riguardante *Misure agevolative per l'azionariato dei dipendenti e per il mercato di borsa*; nel marzo 2000 la relazione introduttiva del Convegno CISL dichiarava che la partecipazione al capitale d'impresa *è la via per la partecipazione al processo decisionale, è il fatto che alimenta la trasformazione del capitalismo dall'azienda a conduzione familiare ad azionariato diffuso* (Convegno CISL su *Il modello partecipativo come fattore di sviluppo economico e di cambiamento delle relazioni industriali*, in *Conquiste del lavoro*, 23 marzo 2000). Nel 2009, poi, Petriccioli dichiarava fosse necessario sgombrare il campo *dal equivoco che la partecipazione possa eliminare il conflitto industriale, riducendo la capacità di lotta sindacale o che arrivi a modificare, tramite l'accesso dei lavoratori alle quote del capitale sociale, la natura stessa del loro rapporto con l'impresa. La detenzione di quote del capitale dell'impresa da parte dei lavoratori dipendenti non modifica la natura dell'organizzazione del lavoro, ma rafforza il rapporto personale tra il lavoratore e l'impresa* (M. PETRICCIOLI, *La Partecipazione Finanziaria dei Lavoratori in Italia e nella UE-27*, Conferenza Internazionale sulla Partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nell'Unione Europea tenutasi a Roma il 29 ottobre 2009, Roma, 2009, in www.cisl.it). La CISL ritiene dunque che la partecipazione non elimini il conflitto, ma tolga ad esso il carattere di antagonismo finalizzato allo scontro, per portarlo ad un dialogo che può realizzarsi in una pluralità di forme partecipative. In quest'ottica la partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa può *democratizzare* la stessa, contribuendo alla determinazione di un modello di capitalismo differente da quello tradizionale per obiettivi di profitto, ricapitalizzazione delle imprese, compatibilità sociali ed ambientali.

²⁶⁶ M. PETRICCIOLI, *La Partecipazione Finanziaria dei Lavoratori in Italia e nella UE-27*, Conferenza Internazionale sulla Partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nell'Unione Europea tenutasi a Roma il 29 ottobre 2009, Roma, 2009, in www.cisl.it: *«Su questi principi va costruita una vera e propria cultura sindacale che prenda definitivamente consapevolezza e coscienza delle straordinarie opportunità di un modello di relazioni sindacali di tipo partecipativo. Un modello che consente di regolare il conflitto industriale, incanalandolo verso un sistema di regole e buone pratiche fondate sul dialogo, e realizzate attraverso una costanza di relazioni, e di accordi collettivi»*.

²⁶⁷ L. SANTINI, *Il valore della partecipazione*, a cura del Servizio Democrazia Economica, Roma, 2006, in www.uil.it: *«Il coinvolgimento dei lavoratori è, a nostro avviso, un elemento prezioso, in questo senso, per il successo di una impresa. Ed è questa convinzione che ci spinge a richiamare sempre l'attenzione sullo sviluppo della sua applicazione. L'influenza dei lavoratori alla scelte delle imprese può essere un forte elemento di trasparenza di cui tutti oggi sentiamo il bisogno oltre a rappresentare un elemento importante per l'innovazione del nostro sistema industriale»*.

²⁶⁸ L. SANTINI, *Il valore della partecipazione*, a cura del Servizio Democrazia Economica, Roma, 2006, in www.uil.it: *«Se una azienda porrà in cima alle sue priorità la sola massimizzazione del valore degli azionisti, magari favorendo operazioni finanziarie a breve termine a quelle tradizionalmente economiche, è evidente che l'impatto sociale che ne scaturirà non potrà che essere negativo in quanto improntato alla compressione del costo diretto ed indiretto del lavoro o degli oneri connessi alla tutela dell'ambiente»*, in

Quanto al mondo imprenditoriale, lo scetticismo inizialmente dimostrato ⁽²⁶⁹⁾ si è confermato anche negli anni più recenti ⁽²⁷⁰⁾, per quanto un Autore distingue le posizioni assunte da Confindustria da quelle degli imprenditori di mano pubblica, generalmente favorevoli alla partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa ⁽²⁷¹⁾. Confindustria ha, in particolare, rappresentato la propria preoccupazione per il ruolo del sindacato nella rappresentanza degli interessi dei dipendenti o azionisti, sostenendo che *l'organo di rappresentanza degli azionisti-dipendenti non dovrebbe coincidere con il sindacato che, avendo obiettivi e funzioni diverse, potrebbe trovarsi in conflitto di ruolo. Questo soprattutto per la necessità di indipendenza del sistema decisionale d'impresa rispetto a istanze che non sono pertinenti allo status di azionista di minoranza, bensì a quello di dipendente, onde evitare che si strumentalizzi la partecipazione per obiettivi di rivendicazione della forza lavoro* ⁽²⁷²⁾.

Gli interventi delle associazioni sindacali a sostegno dell'azionariato dei dipendenti,

quest'ottica *il coinvolgimento dei lavoratori nelle scelte operate dalle imprese diviene quindi il volano su cui sviluppare i processi riorganizzativi necessari alla nostra economia per uscire dall'ampasse in cui si trova impantanata*.

²⁶⁹ Nel 1946, riferendosi ai Consigli di gestione, Confindustria dichiarò di *«dover esprimere un parere nettamente contrario all'istituto ed alla possibilità di una sua concreta applicazione, non solo in quanto esso non attuerebbe alcuno degli scopi che ne attendono i suoi fautori, ma comprometterebbe irrimediabilmente l'efficienza della nostra economia, impedirebbe il riassetto dell'industria e costituirebbe, infine, un elemento deleterio per la pace sociale»* (S. LEONARDI, *op. cit.*, p. 487). Sebbene tale affermazione si riferisse ad un istituto specifico e ad un particolare momento storico, l'idea di fondo è rimasta la stessa negli anni successivi e le uniche indicazioni riguardanti l'azionariato dei dipendenti si limitano ad una realizzazione dello stesso priva di *«ogni velleità di cogestione»* (E. GHERA, *op. cit.*, p. 436).

²⁷⁰ In un'audizione alla Camera dei Deputati del 5 febbraio 2003, Confindustria ha dichiarato di ritenere che la partecipazione dei lavoratori al capitale dell'impresa abbia un senso in quanto possa migliorare la loro sensibilità alla *performance* della stessa, ossia in quanto i piani di azionariato dei dipendenti siano costituiti come meccanismi di incentivazione. Ciò è possibile, secondo Confindustria, solo ove vi sia un nesso tra *«un sistema di valutazione delle performance, un sistema di ricompensa basato sulle performance, un sistema di ripartizione del potere decisionale»* (www.confindustria.it); poiché, se il dipendente è lontano dalla possibilità di influire direttamente sulla performance aziendale, anziché promuovere meccanismi incentivanti, si favorirà l'inclinazione degli stessi al *free-riding*, danneggiando la produttività generale dell'impresa. Per questi motivi si rivela contraria a piani generalizzati di azionariato dei dipendenti e li considera utili solo se rivolti a specifiche categorie di lavoratori. Allo stesso tempo piani di azionariato dei dipendenti rischierebbero di ridurre la contendibilità della società e aumenterebbero il rischio sopportato dal lavoratore che collocherebbe sia il suo capitale umano che il suo capitale finanziario nella stessa impresa. In un'audizione del 2004 Confindustria ha inoltre affermato di non approvare un'eventuale previsione legislativa che imponga modalità partecipative senza aver previamente ascoltato le opinioni delle parti sociali e che, in ogni caso, l'attuazione di modelli di partecipazione dei dipendenti al capitale e alla gestione dell'impresa dovrebbe sempre avvenire su base volontaria.

²⁷¹ E. GHERA, *op. cit.*, p. 436.

²⁷² www.confindustria.it

fino alla svolta avutasi con l'Avviso Comune del 2009 ⁽²⁷³⁾, proprio per le loro divergenti e talvolta ambigue opinioni sull'istituto, sono quindi stati limitati ad ipotesi di crisi o ristrutturazioni aziendali e di ricapitalizzazioni, trovando un momento di incontro solamente in occasione del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche avvenuto negli anni Novanta.

6. L'azionariato dei dipendenti nelle privatizzazioni

Il ricordato processo di privatizzazione, per numero di imprese e lavoratori coinvolti, ha rappresentato un importante banco di prova dell'azionariato dei dipendenti nel nostro ordinamento ⁽²⁷⁴⁾. Pur in mancanza di una normativa specificamente volta alla sua diffusione, invece prevista in altri ordinamenti europei ⁽²⁷⁵⁾, le disposizioni disciplinanti la dismissione delle azioni delle imprese privatizzande hanno consentito l'acquisto di tali partecipazioni da parte dei rispettivi dipendenti, anche grazie all'intervento negoziale delle organizzazioni sindacali.

Più specificamente, si ricorda come il processo di privatizzazione italiano abbia trovato attuazione in due fasi: una prima di privatizzazione formale e facoltativa delle imprese pubbliche ⁽²⁷⁶⁾, caratterizzata da una trasformazione delle medesime in società per

²⁷³ Cfr. Introduzione.

²⁷⁴ G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in P. MARCHETTI (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, in RDS, Monografie e raccolte di studi, 1995, p. 132.

²⁷⁵ In Francia e Gran Bretagna, a differenza dell'Italia in cui il fenomeno non è mai stato preso in considerazione da una disposizione normativa specifica, la diffusione delle azioni delle imprese da privatizzare presso i dipendenti è stata espressamente prevista dalla legge. In Francia ciò è stato merito della legge 86-912 del 6 agosto 1986, i cui principi vennero confermati dalla legge 93-923 del 19 luglio 1993. Essa rese obbligatoria l'attribuzione ai dipendenti del 10% delle azioni dismesse dallo Stato, prevedendo per essi un diritto prioritario di acquisto, con la possibilità di impugnare il provvedimento ministeriale di privatizzazione davanti al Consiglio di Stato, se l'obbligo non fosse stato adempiuto. Vennero inoltre previsti sconti sul prezzo delle azioni, dilazioni di pagamento, vantaggi contributivi e fiscali e la cessione gratuita di un'azione per ogni azione acquistata a titolo oneroso (*matching*). Parallelamente l'ordonnance 86-1135 del 21 ottobre 1986 consentì alle società anonime privatizzate, con revisione statutaria, di prevedere la possibilità di una rappresentanza dei dipendenti azionisti nel consiglio di amministrazione o nel consiglio di sorveglianza. Le previsioni di tale ordinanza vennero addirittura rese obbligatorie per le società privatizzate nella seconda *tranche* di privatizzazioni avutasi nel 1994 (Cfr. P. BALZARINI, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura di attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 941 ss.). In Gran Bretagna, invece, per ogni impresa da privatizzare venne emanata una legge specifica: sono stati previsti sconti, diritti prioritari di acquisizione, *matching* a favore dei dipendenti. Ciò avvenne in un'ottica di diffusione dell'azionariato strumentale alla realizzazione di *public companies*, ma la maggior parte dei dipendenti ha reimmesso le azioni sul mercato non appena possibile (Cfr. A. BARONE, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna*, in *Riv. dir. impr.*, 1992, p. 53 ss.).

²⁷⁶ Ovvero *il passaggio di un'impresa da una forma giuridica di stampo pubblicistico (ente pubblico economico, azienda autonoma, ente di gestione di partecipazioni) ad una di carattere privatistico*

azioni, nonché una seconda di privatizzazione sostanziale, con il passaggio delle partecipazioni azionarie dalla mano pubblica a quella privata (²⁷⁷).

Nella prima fase di privatizzazione formale fu la delibera del 30 dicembre 1992 del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (²⁷⁸) a stabilire le modalità di dismissione delle azioni, stabilendo che ciò potesse avvenire con offerta pubblica di vendita (sia a prezzo fisso sia a prezzo determinato con sistema d'asta), ovvero ad asta pubblica, con eventuale preselezione dei partecipanti, anche finalizzata alla formazione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento (cd. "nocciolo duro") o, ancora, con trattativa privata.

Allo scopo di attenuare il rischio di riflusso sul mercato secondario delle azioni collocate, favorendo la stabilità dell'investimento, si prevedeva poi la possibilità di attribuire agli acquirenti un buono rappresentativo di un diritto alla assegnazione senza corrispettivo di azioni della stessa specie, esercitabile a condizione che le azioni acquistate fossero mantenute in proprietà per almeno tre periodi d'imposta consecutivi, nonché la facoltà di prevedere nell'offerta al pubblico sia facilitazioni di acquisto concesse a specifiche categorie di sottoscrittori attraverso meccanismi di rateizzazione del prezzo sia criteri preferenziali di riparto nel collocamento. In particolare, la delibera affermava che *«è opportuno che godano di tali condizioni di favore, anche differentemente paramtrate: i dipendenti della società i cui titoli costituiscono oggetto del collocamento e i dipendenti del soggetto proprietario delle azioni da dismettere nonché delle società dallo stesso, direttamente e indirettamente controllate (i)»* (art. 9).

Fu invece il decreto 31 maggio del 1994, n. 332, poi convertito in legge 30 luglio 1994,

(specificamente la s.p.a.), impresa nella quale può rimanere rilevante la partecipazione del soggetto pubblico» (A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998, nota 69, p. 33). Il processo di privatizzazione venne inaugurato dalla legge 29 gennaio 1992 numero 35, ma una accelerazione al processo di privatizzazione venne data dalla legge 359 del 1992, che dispose l'immediata trasformazione di IRI, ENI, INA, ENEL in società per azioni, prevedendo la possibilità di compiere la stessa operazione con ogni altro ente pubblico economico secondo una delibera da emanarsi da parte del CIPE.

²⁷⁷ In realtà alcune dismissioni erano avvenute già negli anni Ottanta senza alcuna legge di riferimento: si trattava semplicemente della vendita di azioni effettuata da enti di gestione in una certa informalità, seguite dall'approvazione del CIPI. Tra queste società si possono ricordare l'Alfa Romeo ceduta nel 1986 dall'IRI alla Fiat, il gruppo Lanerossi trasferito nel 1987 dall'ENI al gruppo Marzotto, la diminuzione della partecipazione dell'IRI in Mediobanca nel 1988; la cessione della Cementir dall'IRI al gruppo Caltagirone nel 1992.

²⁷⁸ Direttive concernenti le modalità e le procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e delle aziende autonome; pubblicata nella G.U. 4 febbraio 1993, n. 28.

n. 474, a fornire la prima disciplina generale della dismissione delle azioni nella fase di privatizzazione sostanziale, prevedendo che l'alienazione delle partecipazioni dovesse avvenire di norma mediante offerta pubblica di vendita, ma che potesse anche effettuarsi tramite una cessione delle azioni sulla base di trattative dirette con i potenziali acquirenti o, infine, con il ricorso ad entrambe le procedure.

Tale legge prevedeva, in particolare: a) la facoltà di stabilire un tetto massimo al possesso azionario come tecnica strumentale alla realizzazione del modello della *public company*, volta a garantire la presenza di un capitale diffuso; b) la previsione obbligatoria del voto per corrispondenza e del voto di lista a tutela degli azionisti di minoranza nelle società nelle quali si fosse stabilito un tetto massimo alle azioni detenute dal medesimo socio, riservando alle liste di minoranza la nomina di almeno un quinto degli amministratori di nomina assembleare e di un rappresentante nel collegio sindacale (²⁷⁹); c) la possibilità di costituire noccioli duri, ovvero nuclei stabili di azionisti, privi individualmente della maggioranza, per garantire la stabile conduzione della società (²⁸⁰).

Il quadro legislativo così sommariamente delineato consentì la privatizzazione sostanziale, tra le altre, di Credito Italiano (Credit), Banca Commerciale Italiana (Comit), Istituto Mobiliare Italiano (IMI), Istituto Nazionale per le Assicurazioni (INA), tutte accomunate dall'aver riservato *tranche* di azioni ai propri dipendenti ed ex dipendenti oltre che dalla previsione di un diritto di acquisto di un'azione gratuita ogni dieci per chi, tra questi, avesse conservato la titolarità delle azioni per tre anni.

L'attribuzione di azioni ai dipendenti rispondeva infatti ad una pluralità di obiettivi, che non si limitavano alla volontà di promuovere la loro partecipazione, o di ottenere maggior consenso alla dismissione della proprietà o, ancora, all'intento di allargare la

²⁷⁹ Art. 4: «Le società di cui all'articolo 2 nei cui statuti sia previsto un limite di possesso azionario introducono negli statuti apposita clausola, imm modificabile soltanto che permanga la previsione del limite stesso, per l'elezione degli amministratori mediante voto di lista. A tal fine l'assemblea dovrà essere convocata con preavviso da pubblicarsi a norma dell'articolo 2366 del codice civile non meno di trenta giorni prima di quello fissato per l'adunanza; le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti o da soci che rappresentino almeno l'uno per cento delle azioni aventi diritto di voto nella assemblea ordinaria e saranno rese pubbliche, rispettivamente, almeno venti e dieci giorni prima dell'adunanza; alle liste di minoranza dovrà essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori, con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità superiore. Nelle società di cui al presente articolo un rappresentante del collegio sindacale è riservato alle liste di minoranza».

²⁸⁰ CNEL, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche. Aspetti giuridico - normativi ed economico-finanziari*, Roma, 1997, p. 74 ss.

base azionaria, ma miravano anche e soprattutto ad una sua stabilizzazione.

Come rilevato in dottrina, *“I lavoratori, in quanto categoria sociale omogenea rappresentavano infatti una solida e conosciuta base azionaria in grado di contribuire al contenimento dei rischi derivanti da un azionariato eccessivamente fluttuante”*⁽²⁸¹⁾ e garantire la *“presenza di soci idonei a fornire stabilità all’assetto proprietario”*⁽²⁸²⁾.

Daltronde, tale era stato proprio l’intento del legislatore, che, nel prevedere una disciplina del voto di lista idonea a consentire l’organizzazione di una minoranza di azionisti, sembrava rivolgersi in particolare alla componente azionaria dei dipendenti⁽²⁸³⁾, in grado di organizzarsi per via sindacale.

E, in effetti, le prime associazioni di dipendenti o azionisti, sebbene con limitate funzioni, nacquero proprio dalle privatizzazioni di Banca Commerciale, Credito Italiano, IMI, INA.

In ogni caso, la diffusione dell’azionariato dei dipendenti nelle operazioni di privatizzazione è stata ingente ed ha accomunato vari settori, caratterizzandosi per un significativo intervento delle associazioni sindacali.

Nel settore bancario, per esempio, le dismissioni delle quote detenute dallo Stato italiano, sono state sostenute da una politica di *underpricing*⁽²⁸⁴⁾ e dall’introduzione di *bonus shares*, ossia di assegnazione di azioni gratuite per ogni lotto minimo di azioni acquistate e detenute in portafoglio per un periodo minimo di tempo, rivolte ai lavoratori e volte a *“contrastare l’ondata di realizzi che segue generalmente al collocamento dei titoli sul mercato per realizzare dei capital gain di breve periodo”*⁽²⁸⁵⁾.

Lo stesso è avvenuto in occasione della privatizzazione di Telecom nel 1997: l’offerta pubblica di vendita prevedeva uno sconto del 3% per i risparmiatori e del 4% per i

²⁸¹ L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 89.

²⁸² A. ALAIMO, *op. cit.*, nota 72, p. 35.

²⁸³ CONSOB, *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell’impresa*, in *Quaderni di finanza*, 9, 1995, p. 69 ss.: *“la componente azionaria dei dipendenti costituisce forse l’unica minoranza organizzata che abbia qualche possibilità di beneficiare della previsione della legge sulle privatizzazioni, se non altro per la capacità aggregante posseduta dalle organizzazioni sindacali”*. Si veda anche S. ALVARO - G. MOLLO - G. SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell’organo di amministrazione delle società quotate*, in *Quaderni giuridici*, CONSOB, 2012, n. 1.

²⁸⁴ Nel caso di Credito Italiano il prezzo proposto per l’OPV fu di 2075 lire, quasi l’1% in meno rispetto alla quotazione azionaria della banca il giorno precedente e il 14% in meno della media degli ultimi tre mesi. Cfr., sul punto, U. INZERILLO - M. MESSORI, *Le privatizzazioni bancarie in Italia*, in S. DE NARDIS (a cura di), *Le privatizzazioni italiane*, Il Mulino, Bologna, 2000.

²⁸⁵ *Ibidem*.

dipendenti del gruppo Telecom Italia rispetto al prezzo ufficiale delle azioni della società registrato nel giorno di chiusura dell'offerta pubblica, nonché l'assegnazione di un'azione gratuita ogni dieci azioni mantenute ininterrottamente per 12 mesi dalla data di pagamento, fino ad un massimo di 300 azioni gratuite per ogni sottoscrittore.

In tale circostanza, poi, con un accordo sottoscritto con la Società il 7 ottobre 1997, i sindacati ottennero agevolazioni per l'acquisto dei titoli azionari da parte di dipendenti delle società del Gruppo aventi sede in Italia con contratto di lavoro a tempo indeterminato. Esse consistevano nella possibilità per i dipendenti di utilizzare a tale scopo fino al 70% del trattamento di fine rapporto netto disponibile al 31 luglio 1997, per un importo complessivo massimo non superiore alla somma necessaria per l'acquisto di 3000 azioni, ovvero, in alternativa, nella facoltà di richiedere un finanziamento erogato dall'azienda a tasso agevolato del 4% annuo rateizzato in 18, 24 o 36 mesi, per un importo massimo pari al valore di 3000 azioni (²⁸⁶).

Ancora, può qui ricordarsi l'esperienza di Enel s.p.a.: in occasione della sua parziale privatizzazione nel 1999, venne invero prevista l'attribuzione ai dipendenti della Società di *bonus shares* nella misura di undici azioni gratuite ogni 200 assegnate e mantenute per un periodo ininterrotto di dodici mesi dalla data di pagamento, fino ad un massimo di 165 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore. In seguito, dopo ulteriori dismissioni, nel 2008 si costituì l'Associazione Azionisti Dipendenti del Gruppo Enel (A.Di.G.E), associazione costituita tra dipendenti ed ex-dipendenti del Gruppo Enel che ne fossero al contempo azionisti, che, in forza di quanto previsto dallo Statuto di Enel, ottenne facilitazioni per la raccolta delle deleghe di voto presso gli azionisti - dipendenti ad essa aderenti.

Complessivamente, il giudizio della dottrina sull'attuazione dell'azionariato dei dipendenti nelle privatizzazioni non può, però, dirsi del tutto positivo.

Si suole, infatti, sottolineare che l'assenza di una disciplina specifica per l'azionariato dei dipendenti e l'identificazione degli obiettivi della dismissione delle partecipazioni statali «*principalmente nello sviluppo del mercato borsistico, nello stimolo all'efficienza delle imprese, nell'aumento del livello di concorrenza sui mercati*», con un sostegno alla diffusione dell'azionariato «*in una generica dichiarazione di volontà di*

²⁸⁶ Le due modalità erano utilizzabili congiuntamente dai dipendenti che non avevano maturato la quota di TFR necessaria per l'acquisto del lotto minimo. Il testo dell'accordo è consultabile all'interno del Codice della Partecipazione, p. 619 ss.

«democratizzazione dell'economia, attraverso la creazione di public companies italiane, secondo un modello di capitalismo «popolare»»⁽²⁸⁷⁾, raramente abbia condotto all'acquisizione di quote di capitale rilevanti ovvero di diritti di *voice* o di influenza sulla gestione da parte dei lavoratori⁽²⁸⁸⁾.

Gli interventi *ad hoc* delle organizzazioni sindacali, che hanno gestito per via negoziale la dismissione delle azioni rivolta ai dipendenti delle società, spesso non sono, poi, stati in grado di aggregare stabilmente gli interessi di questi ultimi, come emerge dai mal riusciti tentativi di creare un patto parasociale ovvero una associazione tra i dipendenti azionisti nel corso delle privatizzazioni di Dalmine ed Alitalia⁽²⁸⁹⁾.

²⁸⁷ R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione. Esperienze e prospettive*, Franco Angeli, Milano, 2005, p. 244.

²⁸⁸ L. GUATRI ó S. VICARI, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto*, EGEA, Milano, 1994.

²⁸⁹ L'accordo aziendale del luglio 1998 tra la Dalmine, FIM, FIOM, UIM e le R.S.U. prevedeva la deliberazione di un aumento del capitale sociale riservato *ex art.* 2441, ult. co., c.c. ai dipendenti assunti da almeno un anno con contratto a tempo indeterminato, previa prenotazione da parte di una percentuale minima di lavoratori. Le azioni oggetto dell'operazione erano azioni ordinarie, con vincoli di intrasferibilità per 3 anni. Il prezzo delle stesse doveva essere pari alla media dei prezzi ufficiali di borsa registrati nei 60 giorni precedenti la delibera di aumento di capitale; si prevedeva una assegnazione minima di 10.000 azioni per tutti i dipendenti, con la possibilità per questi di richiedere un'ulteriore assegnazione fino ad un massimo di 100.000 azioni. Il pagamento poteva avvenire in maniera ordinaria, ovvero attraverso l'anticipo del TFR fino al 70% di quello maturato, o in alternativa mediante prestito bancario. L'accordo stabiliva inoltre che la partecipazione dei dipendenti al capitale azionario sarebbe stata coordinata da un'associazione di dipendenti azionisti (AssoDalmine), che avrebbe potuto designare un membro del consiglio di amministrazione della società per la durata dell'accordo se le azioni dei dipendenti ad essa conferite avessero raggiunto il 10% del capitale sociale. L'accordo non ebbe però successo: solamente 215 dipendenti, su 3000 interessati, confermarono la sottoscrizione delle azioni. Tale cifra era inferiore al 2% del capitale sociale, soglia minima per le iniziative. Le ragioni del fallimento dell'operazione sono state individuate nella mancanza di incentivi all'acquisto, nella mancata previsione di premi per chi avesse mantenuto le azioni per un determinato periodo, ma soprattutto nel fatto che nel periodo in esame il titolo fosse ai massimi storici e in tali condizioni l'acquisto venne considerato sconveniente da parte dei dipendenti. L'accordo esaminato è consultabile nel Codice della Partecipazione, p. 610 ss. e in R. CARAGNANO, *op. cit.* Per approfondimenti sul caso Dalmine si veda anche M. AFFINITO ó M. DE CECCO ó A. DRINGOLI, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Donzelli, Roma, 2000. In relazione al caso Alitalia, invece, si ricorda che nell'aprile 1998 il consiglio di amministrazione della società predispose l'emissione di 1398 milioni di azioni ordinarie, di queste 1081 milioni dovevano essere offerte in opzione agli azionisti con sovrapprezzo di 1775 lire (36 nuove azioni ogni 5 azioni possedute), 317 milioni dovevano essere invece offerte in sottoscrizione ai dipendenti Alitalia per garantire loro una partecipazione, a seguito dell'aumento di capitale, pari almeno al 20%. Dopo una prima intesa sottoscritta nel 1996, FILT CGIL, FIT CISL, UILTRASPORTI, ANPAC, ANPAV, ATV, UGLTRASPORTI ne confermarono essenzialmente i contenuti nel Protocollo del 1998, prevedendo un piano di partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa da effettuarsi mediante sottoscrizione di azioni ordinarie al valore nominale, per un ammontare complessivo di 520 miliardi, di modo da consentire una partecipazione pari almeno al 20% del capitale. Si stabiliva inoltre l'erogazione da parte della Compagnia di un importo, nell'ambito di una gestione collettiva delle azioni attribuite ai dipendenti, destinato alla sottoscrizione di tali azioni. Esse sarebbero state intrasferibili per 3 anni e destinate alla totalità dei dipendenti assunti con contratto italiano a tempo indeterminato che avessero manifestato la volontà di adesione al piano. Si prevedeva poi la costituzione di organismi paritetici interni e che i dipendenti azionisti sarebbero stati rappresentati nel consiglio di amministrazione di Alitalia mediante tre membri e nel collegio sindacale tramite un sindaco. Nel protocollo le parti convennero che le azioni venissero gestite in maniera collettiva ed unitaria attraverso la sottoscrizione di un patto parasociale,

La cospicua adesione dei dipendenti ai collocamenti delle azioni delle imprese pubbliche privatizzate (²⁹⁰) sembra, inoltre, essere stata dettata più da ragioni di convenienza finanziaria che da logiche partecipative, ciò che ha condotto ad una rapida dismissione dei titoli acquistati (²⁹¹).

Se, dunque, sotto il profilo dimensionale la diffusione dell'istituto nell'ambito dei fenomeni di privatizzazione deve ritenersi di estrema rilevanza, occorre al contempo riconoscere che essa ha rappresentato un mero strumento di allargamento della compagine sociale ad azionisti stabili più che un accoglimento di istanze partecipative.

ritenuto tuttavia illegittimo dalla Consob, ciò che condusse a prospettare un'aggregazione dei dipendenti azionisti nella Società Cooperativa Dipendenti Azionisti Alitalia S.c.a.r.l., società cooperativa con personalità giuridica autonoma. Nel novembre del 1999 venne dunque lanciata un'offerta pubblica di scambio, che consentiva ai dipendenti azionisti di scambiare le azioni Alitalia possedute con quelle della cooperativa *holding*. La Cooperativa raccolse però solamente l'1,3% del capitale a fronte di un obiettivo del 7%, ciò che determinava il fallimento della prospettiva di costituire un "nocciolo duro" di dipendenti azionisti. Il bilancio dell'operazione non è pertanto stato particolarmente positivo. Cfr. in materia, R. MOLESTI, *op. cit.*, Angeli, Milano, 2005, pp. 251 ó 252; M. BIANCHI, *Gli strumenti istituzionali e associativi per l'azionariato dei dipendenti*, in *L'Impresa al Plurale. Quaderni della Partecipazione*, 2001, nn. 7 ó 8, p. 101 ss.; R. BOTTICELLI, *La partecipazione al capitale in Alitalia: cronaca degli eventi*, in *L'Impresa al Plurale. Quaderni della Partecipazione*, n. 5, gennaio 2000.

²⁹⁰Cfr. R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 245: "In media, il tasso di adesione dei lavoratori destinatari delle Opv è stato pari al 64%. Le privatizzazioni che hanno registrato livelli di partecipazione all'offerta più elevati sono state Acea, Enel e Aem, con percentuali di adesione di oltre l'80%. Seguono Autostrade, Ina, Comit, Credit e Telecom Italia con tassi di adesione tra il 60 e il 75%".

²⁹¹ Cfr. R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 245: "Si può notare, infatti, che il numero di dipendenti ancora in possesso delle azioni distribuite al momento della privatizzazione è sensibilmente inferiore a quello iniziale. Nel 2000 la quota azionaria di Telecom Italia registrata a nome di dipendenti del gruppo è pari allo 0,32% contro il 3,3% iniziale; nel caso dell'Eni, che dal 1993 al 1998, in quattro tranches, ha distribuito ai dipendenti il 3,2% del capitale, si valuta che solo l'1% sia ancora nelle mani dei lavoratori. Lo stesso si può dire di altre privatizzazioni".

SEZIONE II

LA DISCIPLINA SOSTANZIALE DELL'AZIONARIATO DEI DIPENDENTI

SOMMARIO: 7. L'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti ó 7.1. Modalità di emissione e destinatari ó 7.2. Caratteristiche delle azioni emesse e categorie speciali di azioni ó 8. Gli strumenti finanziari partecipativi assegnati ai dipendenti ó 8.1 Disciplina degli strumenti finanziari partecipativi ó 9. La sottoscrizione di azioni a pagamento ó 10. L'assistenza finanziaria volta a favorire l'acquisto di azioni da parte dei lavoratori ó 11. Azionariato dei dipendenti e corretta informazione del mercato ó 12. La posizione del dipendente - azionista nella società con titoli quotati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante: l'acquisto di azioni proprie ó 13. L'espressione del voto tramite delega da parte dei dipendenti ó azionisti ó 14. Le assemblee speciali di azionisti ó 15. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione: due profili distinti ma collegati

7. L'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti.

Così chiarita l'evoluzione del quadro normativo di riferimento, è nel codice civile del 1942, in particolare nei suoi articoli 2349, 2441 e 2358, che vanno ricercate le norme volte a disciplinare le diverse modalità di realizzazione della partecipazione finanziaria dei lavoratori nel nostro ordinamento. Lungi dal costituire un quadro organico, esse si limitano a disciplinare, peraltro in maniera non sempre chiara, alcuni specifici aspetti: l'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti della società, l'esclusione del diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento per favorire la sottoscrizione di nuove azioni da parte dei lavoratori e la concessione di prestiti a quest'ulti volta ad incentivarne l'investimento nell'impresa.

Tra queste, norma di riferimento, in quanto specificamente emanata al fine di *“costituire la base per una auspicata forma di partecipazione alla società da parte di coloro che contribuiscono alla fortuna di essa, con il prezioso apporto del proprio lavoro”*⁽²⁹²⁾ ed unica contenuta nel testo originario del codice civile, è quella di cui all'articolo 2349, oggi rubricato *“Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro”*.

L'articolo riconosce e introduce la possibilità di una coesistenza di *“due stati”*⁽²⁹³⁾ in capo al medesimo soggetto: quello di azionista e quello di lavoratore, posti il primo in funzione del secondo⁽²⁹⁴⁾.

La disposizione richiamata, che inizialmente dettava *“(I) In caso di assegnazione straordinaria di utili ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società, possono essere*

²⁹² Relazione ministeriale al codice civile, n. 149.

²⁹³ G. ADESSI, *op. cit.*, p. 1269.

²⁹⁴ Ciò che, tra l'altro, differenzia la disciplina delle assegnazioni gratuite ai prestatori di lavoro da quella delle azioni con prestazioni accessorie.

emesse, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. (II) Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente, si riferiva ad un'assegnazione straordinaria di utili, per distinguerla da quella ordinaria della retribuzione mediante partecipazione agli utili di cui all'art. 2099 c.c. (295). Il riferimento aveva però condotto la dottrina ad interrogarsi se l'assegnazione gratuita fosse un metodo alternativo e non obbligatorio di emissione di azioni a favore dei dipendenti, altrimenti acquistabili dietro versamento di una somma di denaro (296).

Alcuni Autori, poi, a fronte della mancata previsione dell'organo competente all'emissione di azioni, avevano sostenuto la necessità di una delibera dell'assemblea ordinaria per devolvere gli utili ai dipendenti, alla quale doveva seguire una delibera indispensabile ma meramente esecutiva della prima ad opera dell'assemblea straordinaria per distribuire gli utili (297). Altri avevano ritenuto che, non trattandosi di un'ordinaria distribuzione di utili, l'assemblea ordinaria dovesse limitarsi ad approvare un bilancio dal quale risultasse la presenza di utili distribuibili, spettando la deliberazione dell'emissione di azioni gratuite ai prestatori di lavoro all'assemblea straordinaria (298).

Il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 è dunque intervenuto sulla disposizione in esame, eliminando l'aggettivo "straordinaria", fissando la competenza per l'emissione di tali azioni in capo all'assemblea straordinaria in presenza di una apposita previsione statutaria, prendendo in considerazione l'esistenza dei gruppi societari e prevedendo la possibilità di assegnare ai lavoratori strumenti finanziari partecipativi.

Le modifiche effettuate, volte a risolvere le evidenziate lacune del precedente testo legislativo, continuano, però, a presentare incongruenze e lasciano irrisolti numerosi

²⁹⁵ E. GHERA, *Azionariato dei lavoratori e democrazia economica*, Riv. it. dir. lav., 2003, p. 413 ss.; G. FRÈ, *sub Art 2349*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, Zanichelli, Bologna, 1997.

²⁹⁶ C. FORMICA, *Delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi. Sez. I. Le novità della disciplina azionaria*, in A. MAFFEI ALBERTI, *Il nuovo diritto delle società*, vol. I, Cedam, Padova, 2005; F. MARTORANO, *sub art 2349 c.c.*, in M. SANDULLI ó V. SANTORO, *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003.

²⁹⁷ Cfr. Trib. Udine 16 luglio 1963, in *Giur. comm.*, 1963, p. 2481. Tale opinione è, poi, prevalsa, cfr. M. BIONE, *Le azioni*, in G. E. COLOMBO ó G. B. PORTALE, *Trattato delle Società per Azioni*, II, 1, UTET, Torino, 1991, p. 88; R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 122.

²⁹⁸ Cfr. C. ANGELICI, *sub Art. 2349*, in P. SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1992.

dubbi, tra i quali si segnalano la menzione al primo e non al secondo comma della necessità della previsione statutaria, la richiesta sia di un'espressa previsione nello statuto che di una delibera dell'assemblea straordinaria per l'emissione di azioni gratuite, la non piena corrispondenza dell'art. 2349, 2° co., c.c. con l'articolo 2351 ult. co. c.c., la mancata indicazione del momento di assegnazione degli strumenti finanziari menzionati⁽²⁹⁹⁾.

Esu questi aspetti che ci si vuole allora soffermare.

7.1. Modalità di emissione e destinatari

La norma richiamata consente di compiere un'operazione, l'emissione di azioni gratuite in favore dei dipendenti della società, in deroga a due disposizioni del codice civile: l'art. 2247, che prevede la destinazione degli utili della società ai suoi soci, e l'art. 2442, disciplinante l'aumento gratuito del capitale sociale⁽³⁰⁰⁾. Ne deriva, pertanto, una disposizione di carattere eccezionale, che può trovare applicazione solamente all'interno dei limiti ivi delineati.

L'operazione, che prevede imprescindibilmente un aumento del capitale sociale⁽³⁰¹⁾, parrebbe simile a quella di aumento gratuito⁽³⁰²⁾ del capitale *ex art.* 2442, ma si differenzia da quest'ultima per la particolarità dei destinatari e per le modalità di emissione delle azioni⁽³⁰³⁾.

La riforma del 2003, ha, infatti, convogliato le competenze in materia in capo all'assemblea straordinaria della società, che emette tali azioni mediante un procedimento a due fasi: la decisione di non distribuire gli utili, costituendo una riserva

²⁹⁹ AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale*. Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1470 ss.

³⁰⁰ P. CENDON, *sub Art. 2349*, in *Commentario al Codice Civile. Artt. 2325-2362: Società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2010. Parte della dottrina ritiene invece che la disposizione in esame non deroghi l'art. 2442, interpretando il riferimento agli utili come tale da ricomprendervi anche le riserve, si veda in questo senso D. FICO, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Giuffrè, Milano, 2010.

³⁰¹ A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub Art. 2349*, in G. NICCOLINI ó A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario. Artt. 2325 ó 2379 ter*, vol. I, Jovene, Napoli, 2004.

³⁰² Il fatto che si tratti di un'assegnazione gratuita ha fatto sorgere il dubbio che l'operazione costituisca una donazione. In realtà assegnazione gratuita ha il significato di assegnazione non a pagamento, ma l'operazione ha carattere corrispettivo ed il fine perseguito dalla società rimane comunque il fine lucrativo ed economico.

³⁰³ Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 92: *«dal punto di vista patrimoniale tutto si esaurisce in una diversa distribuzione di valori disponibili da parte della società, e dal punto di vista soggettivo nell'attribuzione ai dipendenti delle azioni che corrispondono all'aumento del capitale: un meccanismo che, per il primo aspetto, corrisponde integralmente a quello previsto dall'art. 2442, cui deroga invece per il secondo»*.

temporanea vincolata a favore dei dipendenti, e la successiva delibera di aumento gratuito del capitale sociale con emissione di azioni riservate ai prestatori di lavoro ⁽³⁰⁴⁾. All'assemblea ordinaria rimane così la competenza per la sola approvazione del bilancio e, se del caso, per la costituzione in tale sede di un'apposita provvisoria voce di bilancio che manifesti l'intenzione di assegnare azioni *ex art. 2349 c.c.* ⁽³⁰⁵⁾, con conseguente deroga all'*art. 2433 c.c.*, dettata dalla volontà di ottenere il consenso di una maggioranza particolarmente qualificata in occasione di un'eterodestinazione degli utili ⁽³⁰⁶⁾.

L'articolo richiede altresì un'espressa previsione nello statuto della società della possibilità di assegnare utili ai dipendenti mediante emissione di azioni gratuite, ciò che ha originato critiche ⁽³⁰⁷⁾, per l'inutile duplicazione di formalità che ne deriva ⁽³⁰⁸⁾.

Questione rimasta irrisolta, invece, è se per l'assegnazione di azioni gratuite ai dipendenti possano essere utilizzate, oltre agli utili di esercizio, anche altre poste di bilancio. Alcuni Autori hanno, invero, sostenuto che sia immotivato escludere l'utilizzabilità delle riserve e che le tesi contrarie siano fondate *«sulla stretta lettera della legge, che trova spiegazione nella storia dell'istituto»* ⁽³⁰⁹⁾, riferendosi alle azioni di lavoro della legge francese del 1917 che consentiva la devoluzione dei soli utili annuali; altri hanno proposto quale criterio discrezionale quello che le attività utilizzate per

³⁰⁴ A. FERRUCCI ó C. FERRENTINO, *Società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici*, II ed., Tomo I, Giuffrè, Milano, 2012.

³⁰⁵ Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 93.

³⁰⁶ Cfr. C. PASQUARIELLO, *sub art. 2349*, in *Commentario delle società*, Tomo I, UTET, Torino, 2009. Alcuni autori (cfr. A. STAGNO ó D. ALCONTRES, *op. cit.*), nonostante le modifiche al dettato dell'articolo, continuano a sostenere che sia ancora competenza dell'assemblea ordinaria, in sede di approvazione del bilancio, la decisione della distribuzione o meno degli utili conseguiti, ma si tratta di una voce minoritaria.

³⁰⁷ AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale. Università Cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1470; L. AUTUORI, *sub art. 2349*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI ó F. GHEZZI ó M. NOTARI (a cura di) *Commentario alla riforma della società*, Egea - Giuffrè, Milano, 2008.

³⁰⁸ Per G. FRÈ, *op. cit.*, l'assegnazione gratuita era possibile solo se prevista dallo statuto, per A. ACERBI, *op. cit.*, tale previsione non era, invece, necessaria. Il Tribunale di Udine nella nota sentenza relativa alla Solari s.p.a. aveva ritenuto che l'assemblea straordinaria potesse deliberare l'assegnazione di titoli ai dipendenti anche se tale facoltà non fosse stata originariamente prevista nell'atto costitutivo. Nell'ipotesi in esame, Trib. Udine 16 luglio 1963, in *Giust. Civ.*, 1963, I, p. 2481 ss., era stata deliberata l'assegnazione straordinaria di utili con emissione gratuita di azioni a favore dei dipendenti per la sola quota di utili spettanti all'azionista di maggioranza. I soci minoritari impugnarono la delibera sostenendo di aver subito un danno sia per l'assenza del sovrapprezzo che per l'intento del socio di maggioranza di attirare su di sé la gratitudine dei dipendenti. Il giudice rigettò l'impugnativa per difetto di interesse *ex art. 100 c.p.c.* Sul punto G. ACERBI, *op. cit.*; R. WEIGMANN, *op. cit.*

³⁰⁹ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1214.

l'emissione di tali azioni siano comunque il risultato di incrementi patrimoniali ⁽³¹⁰⁾; altri ancora hanno affermato che la destinazione di utili, e non di riserve o altri fondi disponibili, all'aumento di capitale, sia ciò che distingue l'operazione prevista dall'art. 2349 dall'aumento gratuito del capitale sociale disciplinato all'art. 2442 ⁽³¹¹⁾.

La dottrina maggioritaria, trattandosi di un aumento gratuito del capitale sociale con assegnazione delle azioni ai dipendenti, ha operato una tendenziale assimilazione del riferimento agli utili contenuto nell'art. 2349 a quello delle riserve disponibili di cui all'art. 2442, consentendo così all'assemblea di imputare a capitale gli utili di esercizio, gli utili non distribuiti, ma anche tutte le riserve da utili e da capitale ⁽³¹²⁾.

In realtà, risulta preferibile un'interpretazione di carattere sistematico, che tenga conto dell'unica altra norma del codice civile che espressamente prevede la *partecipazione agli utili* dei lavoratori. Il riferimento è, ovviamente, all'art. 2102 e alla nozione di *utili* ivi contenuta e, dunque, applicabile anche nel caso qui in esame: *la partecipazione agli utili spettante al prestatore di lavoro è determinata in base agli utili netti dell'impresa e, per le imprese soggette alla pubblicazione del bilancio, in base agli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato e pubblicato*.

L'interpretazione qui proposta sembra inoltre maggiormente conforme alla *ratio legis*, considerato che il testo dell'articolo, nella sua versione originaria, utilizzava proprio il termine *straordinaria* per distinguere l'ipotesi di distribuzione di utili mediante assegnazione gratuita di azioni per un importo corrispondente da quella *ordinaria* prevista dall'art. 2102 c.c.

Ciò chiarito, sembra ammissibile la delega agli amministratori dell'aumento del capitale sociale nei casi di cui all'art. 2349 c.c., nonostante la natura di norma eccezionale dell'articolo citato e l'espressa previsione della competenza dell'assemblea straordinaria sul punto. Tanto, a condizione che nella delibera assembleare di delega sia indicata la misura massima degli utili da distribuire, così che risulti rispettata la competenza assembleare in materia di eterodestinazione degli utili ⁽³¹³⁾.

Si esclude, invece, la necessità di un fondo equivalente ad un sovrapprezzo per le azioni

³¹⁰ R. WEIGMANN, *op. cit.*

³¹¹ F. CORSI ó F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, XV ed., Giuffrè, Milano, 2011.

³¹² L. AUTUORI, *op. cit.*; V. SALAFIA, *Azioni offerte ai dipendenti delle s.p.a.*, in *Soc.*, 2012, n. 10, p. 1048 ss., ritiene imputabili a capitale gli utili prodotti in esercizi precedenti e accantonati fra le riserve di capitale e quelli risultanti dalla contestuale approvazione del bilancio di esercizio.

³¹³ L. AUTUORI, *op. cit.*

emesse, considerato che la gratuità dell'assegnazione comporterebbe il prelievo delle somme non dai dipendenti, ma dallo stesso patrimonio della società⁽³¹⁴⁾.

Quanto ai destinatari dell'assegnazione, secondo la lettera dell'articolo, l'emissione deve avvenire in favore dei *prestatori di lavoro dipendenti delle società e delle società controllate*, espressione non meglio chiarita dalla riforma del 2003, nonostante il dubbio evidenziato dalla dottrina sulla possibilità di ricomprendersi, oltre ai prestatori di lavoro subordinato, anche i lavoratori cosiddetti parasubordinati, quali agenti e collaboratori coordinati e continuativi⁽³¹⁵⁾.

La tesi negativa, fondata sul carattere eccezionale della norma sembra prevalere⁽³¹⁶⁾, sebbene non manchino voci che ritengano un'interpretazione più ampia non contrastante con il carattere di eccezionalità della stessa, considerato che sua *ratio* può esser considerata quella di allineare gli interessi degli azionisti con quelli di vari soggetti che collaborano nell'impresa, indipendentemente dal tipo di contratto⁽³¹⁷⁾. L'interpretazione restrittiva risulta avvalorata dalla Comunicazione della Consob n. 11508 del 15 febbraio 2000, secondo la quale *l'assegnazione gratuita di azioni è utilizzabile esclusivamente nei confronti di soggetti legati all'emittente da rapporti di lavoro subordinato* e dal fatto che la stessa riforma del 2003, che ha espressamente esteso l'assegnazione ai dipendenti delle società controllate, non abbia invece specificato nulla su questo aspetto.

Maggiore apertura si potrebbe forse mostrare riguardo agli strumenti finanziari previsti dal secondo comma dell'articolo in esame (sui quali vd. *infra*), che non essendo imputabili a capitale e non attribuendo lo *status* di socio, potrebbero prestarsi all'assegnazione a soggetti anche diversi dai lavoratori subordinati.

Se in precedenza ulteriore momento di discussione era dunque stato rappresentato dalla mancata previsione del fenomeno dei gruppi, il punto è ora chiarito dalla menzione dei dipendenti di società controllate.

Si noti come, tuttavia, non sia stato fatto analogo riferimento ai dipendenti delle società

³¹⁴ F. CORSI ó F. FERRARA, *op. cit.*

³¹⁵ È stata presentata anche una tesi intermedia, volta a ricomprensere i soggetti legati alla società da contratti considerati un'anticamera per accedere a rapporti di lavoro subordinato ed escludere agenti e chi sia legato alla società da forme contrattuali non comportanti alcun vincolo di subordinazione (C. FORMICA, *op. cit.*, p. 304).

³¹⁶ R. WEIGMANN, *op. cit.*

³¹⁷ P. FIORIO, sub *Art. 2349*, in G. COTTINO ó G. BONFANTE ó O. CAGNASSO ó P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, p. 285.

controllanti, invece presente agli artt. 2358, 8° co., e 2441, 8° co., c.c. nonché all'art. 134, 3° co. t.u.f., poi abrogato dal d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37⁽³¹⁸⁾. Non è, dunque, chiaro se si sia trattato di una precisa scelta del legislatore, nell'opinione che l'assegnazione di azioni gratuite ai dipendenti della controllante possa più facilmente pregiudicare l'interesse della società, o se si tratti di una lacuna frutto di una mera dimenticanza. La seconda ipotesi pare, invero, più probabile, ciò che conduce a ritenere ammissibile un'interpretazione analogica⁽³¹⁹⁾.

Si prevede poi che le azioni siano assegnate *individualmente* ai dipendenti, così ribadendo il carattere individualistico che ha sempre caratterizzato l'azionariato dei dipendenti in Italia⁽³²⁰⁾, come a rinnovare la distanza dalla legge francese del 1917 sopra ricordata. Si è dunque affermato che *la ratio è quella di consentire e favorire non «una presenza collettiva dei lavoratori nel funzionamento dell'organizzazione sociale» (i) bensì un concorso individuale di questi alla società. In un quadro così delineato dunque, nessuno spazio di manovra è stato lasciato all'ipotesi che l'assegnazione di cui si tratta possa avvenire a favore di gestori specializzati quali i fondi pensione aziendali*⁽³²¹⁾.

In realtà l'ostacolo parrebbe aggirabile mediante intestazione delle azioni ai singoli lavoratori per poi affidarne la gestione a fondi o altri enti.

Quanto, infine, alla possibilità di assegnare le azioni solamente ad alcuni dipendenti e non alla loro generalità, si rileva come il dettato dell'articolo, che parla di assegnazione di utili *ai* prestatori di lavoro, faccia pensare ad un'assegnazione generalizzata e non selettiva delle stesse. Parte della dottrina ritiene, invece, che non sia da ciò desumibile l'illegittimità di una emissione di azioni in favore di una particolare categoria di dipendenti⁽³²²⁾, ritenendo più corretto lasciare alla società un margine di discrezionalità

³¹⁸ Art. 134, 3° co., T.u.f.: *l'articolo 2441, ottavo comma, del codice civile si applica anche alle deliberazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione che prevedono l'offerta in sottoscrizione delle azioni ai dipendenti di società controllanti o controllate*.

³¹⁹ P. FIORIO, *op. cit.*, p. 284. *Contra* C. FORMICA, *op. cit.*, p. 176, che, comunque, riconosce come *In ogni caso tale modifica rivela una sensibilizzazione del legislatore ad una concezione unitaria dell'impresa che, come è noto, ha portato all'introduzione della disciplina sulla «Direzione e coordinamento di società» prevista dagli artt. 2497 e ss. c.c.ò.*

³²⁰ Sul fatto che dal termine *individualmente* venisse desunta una nominatività obbligatoria di tali azioni, R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 124.

³²¹ S. FORTUNATO, *sub Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349 c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010, p. 671.

³²² Conf. A. ACERBI, *op. cit.*

nella decisione dei criteri di assegnazione ⁽³²³⁾.

Nel silenzio della disposizione esaminata, la pluralità di finalità che con l'attuazione dell'istituto possono essere perseguite pare non possa condurre ad un divieto aprioristico di effettuare scelte nelle categorie di dipendenti alle quali rivolgere l'assegnazione ⁽³²⁴⁾.

Vale infine la pena ricordare che, trattandosi di un'assegnazione gratuita, non occorre un'accettazione da parte dei dipendenti, mentre è loro consentito rinunciare all'attribuzione ⁽³²⁵⁾.

7.2. Caratteristiche delle azioni emesse e categorie speciali di azioni.

L'ultimo lemma dell'art. 2349, comma 1, c.c. afferma che possano essere emesse *«speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti»*.

Unanimemente si ritiene che la società possa, non debba, assegnare azioni sottoposte a regime diverso dalle azioni ordinarie ⁽³²⁶⁾. Tali azioni rappresentano comunque una partecipazione al capitale sociale e sono caratterizzate dalle limitazioni nei diritti amministrativi o patrimoniali ritenute necessarie all'allargamento della base azionaria alla particolare platea dei dipendenti.

Pertanto, le azioni potranno presentare peculiarità con riguardo alla forma, anche se il significato di tale disposizione è in parte svuotato di contenuto dal regime di nominatività obbligatoria ⁽³²⁷⁾.

Possibili sono poi le clausole di limitazione del trasferimento delle azioni considerate, motivate in particolare dallo scopo di creare un legame tra datore di lavoro e lavoratore

³²³ La giurisprudenza si è espressa in senso contrario in ipotesi di applicazione dell'art. 2441, 8° co., c.c. (App. Torino 23.10.2000 e App. Torino 23.01.2001) ed alcuni autori ritengono che le valutazioni effettuate in tale sede possano essere applicate anche alle azioni offerte gratuitamente ai dipendenti (C. PASQUARIELLO, *op. cit.*).

³²⁴ Di quest'opinione è anche R. SALAFIA, *op. cit.*, p. 1049, per il quale *«Non può escludersi che l'iniziativa degli amministratori sia diretta a gratificare solo una parte del personale o, addirittura, uno o più dipendenti individualmente indicati»*.

³²⁵ R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 123.

³²⁶ G. COTTINO, *Diritto societario*, II ed., Cedam, Padova, 2011, pp. 300-301.

³²⁷ Si segnala che G. COTTINO, *op. cit.*, p. 280, ritiene che forse potrebbe rinvenirsi un'ulteriore eccezione al regime di nominatività obbligatoria nella previsione degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, 6° co. c.c.

e di interessare il secondo andamento dell'impresa.

Dibattuto è, però, se il limite massimo di cinque anni di intrasferibilità delle azioni sia applicabile all'ipotesi di cui all'art. 2349, considerata la peculiarità dell'istituto⁽³²⁸⁾.

In proposito, si ritiene che le azioni emesse ai sensi dell'art. 2349 c.c., solo perché offerte gratuitamente a soggetti non soci, non possano essere considerate azioni di seconda categoria e private di diritti in maniera superiore a quanto sia consentito per ogni altra categoria di azioni⁽³²⁹⁾. D'altronde, lo stesso dettato normativo, che fa riferimento al *modo di trasferimento* non consente di introdurre un sostanziale divieto assoluto di alienazione⁽³³⁰⁾.

Ultima specificità è la possibilità di plasmare azioni differenziate per i diritti patrimoniali ed amministrativi che incorporano. A questo proposito la discrezionalità è massima. Prima del 2003 si discuteva della possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto e si riteneva che le limitazioni a tale diritto dovessero essere compensate da privilegi di natura patrimoniale; ora l'assoluta autonomia statutaria riconosciuta in materia dall'art. 2351, specie in seguito al d.l. 91/2014 (conv. in l. 116/2014), si esplica anche in relazione alle azioni qui in esame, fugando i rimanenti dubbi.

Non solo, l'introduzione all'art. 2351, 4° co., c.c. delle azioni a voto plurimo⁽³³¹⁾ presenta interessanti possibilità per lo sviluppo della partecipazione dei dipendenti al capitale d'impresa, anche nella ricordata ottica di *long-term investment* propugnata dalle istituzioni europee e riconosciuta espressamente dall'art. 127-*quinquies* t.u.f. per le

³²⁸ *Contra* M. BIONE, *op. cit.*; a favore, invece, R. WEIGMANN, *op. cit.*, che considera comunque necessario il rispetto delle norme imperative del codice civile.

³²⁹ G. ADDESSI, *op. cit.*; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*

³³⁰ G. ADDESSI, *op. cit.*, p. 1272; G. FRÈ, *op. cit.*, p. 185.

³³¹ Cfr., sul punto, M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: notarelle sul tema*, in *Giur. Comm.* 2015, n. 2, p. 266 ss.; A. BUSANI ó M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Soc.*, 2014, n. 10, p. 1048 ss.; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, òvoti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 164 ss.; M. CIAN ó C. SANDEI, *Commento all'art. 2351*, in *Comm. Gabrielli*, Torino, 2015; G. FERRI, *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. Not.*, 2015, n. 4, p. 761 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 5, I, p. 779 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, p. 153 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 3, I, p. 491 ss.; M. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2013; C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2015, n. 5, p. 863ss.; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 1, p. 134 ss.; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Soc.*, 2015, n. 10, p. 1073 ss.; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 3, I, p. 512 ss.

società con azioni quotate nei mercati regolamentati, che prevede la possibilità per gli statuti di tali società di attribuire un voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi (³³²).

Nulla toglie, invero, che lo statuto anche di società non quotate possa prevedere l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo (fino ad un massimo di tre voti), se del caso solo su determinati argomenti, come, d'altronde previsto per gli strumenti finanziari di cui all'art. 2349, 2° co., c.c., subordinandone l'esercizio al mantenimento per un periodo di tempo minimo. Il pensiero va alle *loyalty shares* francesi, in forza delle quali gli azionisti che mantengono la titolarità delle azioni per un periodo minimo di due anni, ricevono dopo tale periodo un diritto di voto doppio come ricompensa, diritto che si perde con il trasferimento della titolarità delle azioni (³³³).

Potrebbero inoltre essere emesse azioni speciali sotto il profilo dei diritti patrimoniali, prevedendo, per esempio, la postergazione nelle perdite o la correlazione a particolari settori di attività. Unico limite rimane il divieto del patto leonino.

Per quanto riguarda, poi, la qualificazione delle azioni emesse ex art. 2349 c.c., non sembra che esse siano configurino di per sé una categoria speciale di azioni ex art. 2348

³³² Cfr. U. TOMBARI, *La Maggiorazione del dividendo e la maggiorazione del voto: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss. Più approfonditamente, sul punto, vd. cap. IV.

³³³ Le *loyalty shares* sono disciplinate dall'art. L225-123 del *Code de Commerce*: (I) *Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.* (II) *En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.* (III) *Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa.* In Francia è altresì possibile la distribuzione di *Loyalty Bonus*, che prevedono una maggiorazione del dividendo, in base all'articolo L232-14 del *Code de Commerce*: (I) *Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5 % du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites.* (II) *Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts.*

c.c.: solo ove la delibera dell'assemblea straordinaria delinei peculiarità nei diritti amministrativi e patrimoniali attribuiti alle azioni in esame, si configurerà una categoria azionaria a sé stante (³³⁴), non potendo considerare *«speciali»* le azioni in esame solamente perché destinate ai dipendenti della società (³³⁵).

Il punto non è di poco rilievo, dal momento che l'art. 2376 c.c. prevede che, se esistono diverse categorie di azioni o di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea che ne pregiudicano i diritti debbano essere approvate anche dall'assemblea speciale di categoria, alla quale si applicano le stesse norme dell'assemblea straordinaria. In presenza dei relativi presupposti, il riconoscimento nelle azioni emesse gratuitamente a favore dei prestatori di lavoro di una speciale categoria di azioni consente, dunque, di garantire loro una seppur minimale forma di organizzazione di categoria.

8. Gli strumenti finanziari partecipativi assegnati ai dipendenti

Il secondo comma dell'art. 2349, introdotto dalla riforma del 2003, ha previsto la possibilità per l'assemblea straordinaria delle società di *«deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto»* (³³⁶). La norma presenta evidenti analogie con la disciplina di cui all'art. 2346,

³³⁴ In questo senso, C. PASQUARIELLO, *op. cit.*; F. CORSI ó F. FERRARA, *op. cit.*, G. COTTINO, *op. cit.*, A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.* Contra A. ACERBI, *op. cit.*

³³⁵ A. DIMUNDO, *sub art 2349*, in V. LO CASCIO, *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003. Interessante è la distinzione presentata da C. FORMICA, *op. cit.*, tra le categorie di azioni: azioni con specialità soggettiva, che incidono sui diritti azionari patrimoniali e/o amministrativi (artt. 2348-2350-2351 c.c.); azioni con specialità oggettiva, caratterizzate dalle particolari ragioni che ne hanno determinato l'emissione (artt. 2349-2437-*sexies* c.c.); azioni con specialità mista, che coniugano tali caratteri distintivi (art. 2353 c.c.). Allo stesso tempo l'autore riconosce come la dottrina dominante ritenga che l'unica specialità rilevante ai fini della configurazione di una categoria sia quella che si riferisce al contenuto dell'azione, ossia all'insieme dei diritti amministrativi e patrimoniali ad essa attribuiti. Dunque le azioni a specialità oggettiva, tra le quali le azioni *ex art. 2349 c.c.*, non costituiscono di per sé categoria speciale, ma possono diventarlo nell'ipotesi in cui lo statuto alteri i diritti rispetto a quelli previsti per le azioni ordinarie.

³³⁶ La nozione di strumenti finanziari contenuta nel Testo Unico e quella del codice civile non sono assimilabili, ma tra esse esiste una connessione: gli strumenti di cui all'art. 2346, 6° co., c.c. sono infatti

ult. co., c.c., anch'esso introdotto nel 2003.

Ed è d'altronde, pacifico che gli strumenti finanziari assegnati ai prestatori di lavoro rientrino nello stesso *genus* di quelli previsti dall'art. 2346, seppur presentino alcune peculiarità dettate dai particolari destinatari ai quali si rivolgono (³³⁷).

La previsione risponde alla volontà espressa dalla legge delega di *prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi* (³³⁸).

Trattasi di strumenti appositamente creati dalla società, e non di strumenti finanziari emessi da altre società e detenuti in portafoglio (³³⁹), che si differenziano dalle azioni di cui al primo comma dell'art. 2349 c.c., in quanto non imputabili a capitale e non dotati di diritto di voto nell'assemblea ordinaria: i titolari di tali strumenti non acquisiscono lo *status* di socio (³⁴⁰).

Nonostante non sia previsto un aumento del capitale sociale, spetta però all'assemblea straordinaria deliberare l'assegnazione degli strumenti in esame, a differenza di quanto avviene per quelli di cui all'art. 2346, 6° co., c.c, la cui emissione è generalmente ritenuta di competenza amministrativa (³⁴¹).

valori mobiliari quando negoziabili [G. MIGNONE, *sub Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, 6° co., c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010].

³³⁷ Sul punto, si veda M. NOTARI ó A. GIANNELLI, *sub Art 2346, comma 6*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI ó F. GHEZZI ó M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea - Giuffrè, Milano, 2008: *«quella prevista dall'art. 2349, comma 2, è la medesima nozione degli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346, comma 6, dei quali vengono ribaditi quasi letteralmente gli stessi connotati essenziali, ragion per cui ogni riflessione svolta relativamente a questi ultimi dovrà estendersi anche ai primi»*.

³³⁸ Legge 3 ottobre 2001, n. 366, art 6, lett. c).

³³⁹ Tant'è che ai titolari di tali strumenti finanziari è precluso l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea generale, cfr. F. MARTORANO, *op. cit.*; C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, P. CENDON, *op. cit.*

³⁴⁰ V. SALAFIA, *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Soc.*, 2016, n. 8 - 9, p. 966 ss. rileva inoltre *«la sostanziale differenza di questa facoltà della società azionaria rispetto a quella con la quale nell'atto costitutivo si prevede a carico dei sottoscrittori del capitale, in aggiunta all'apporto di capitale, una loro prestazione accessoria non consistente in denaro. Laddove quest'ultima costituisce oggetto di un'obbligazione del socio, l'apporto oggetto degli strumenti finanziari consiste in un contributo all'esercizio dell'impresa a fronte del quale viene attribuito un diritto patrimoniale, che potrà anche essere individuato in una partecipazione determinata all'utile di esercizio, donde la loro definizione come strumenti partecipativi, o anche un diritto amministrativo diverso dal voto, come, per esempio, quello di ispezione dei libri contabili»*.

³⁴¹ In realtà l'art. 2346 c.c. non indica l'organo competente alla loro emissione, ma è ritenuto preferibile che, previa previsione statutaria, sia l'organo amministrativo a deliberarne l'emissione, conformemente alla ripartizione delle competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione. Si veda G. D. MOSCO,

Evidente è, invece, il mancato riferimento della norma in esame alla previsione statutaria, richiesta dal primo comma dell'art. 2349 c.c. e dal ricordato art. 2346, 6° co. c.c., e, dunque, solitamente ritenuta necessaria in analogia con gli articoli richiamati⁽³⁴²⁾. In realtà, considerata la natura eccezionale della disposizione e l'inutile duplicazione di formalismi che deriverebbe dalla richiesta di una esplicita previsione statutaria, si ritiene preferibile un'interpretazione maggiormente aderente al dato testuale⁽³⁴³⁾.

Ulteriore elemento di discussione è la necessità o meno di un apporto patrimoniale in occasione dell'emissione di tali strumenti.

La riforma non ha, invero, correttamente coordinato il secondo comma dell'art. 2349 con l'ultimo comma dell'art. 2346: se il primo comma dell'art. 2349 indica espressamente l'occasione dell'assegnazione, il secondo comma tace sul punto⁽³⁴⁴⁾.

Che la norma non abbia previsto la necessità di un apporto da parte dei dipendenti è tuttavia razionale, a ritenere altrimenti sarebbe infatti risultata sufficiente la previsione dell'art. 2346, comma 6, che riferendosi a *terziö*, avrebbe consentito una sua applicazione ai dipendenti.

Diversa questione è, però, se sia comunque necessaria una qualche forma di apporto.

A tal proposito, vi è chi ha sostenuto che sia possibile l'emissione senza l'apporto patrimoniale richiesto dalla fattispecie generale prevista dall'art. 2346, 6° co., c.c.⁽³⁴⁵⁾, e chi, invece, ha ritenuto che si tratti di un'assegnazione a fronte di un *apporto corrispettivoö* da parte dei prestatori di lavoro, *önecessario per la corretta configurazione dello schema causale sottostanteö*⁽³⁴⁶⁾.

Commento all'art. 2380 bis c.c., in G. NICCOLINI ó A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario, Volume II artt. 2380 ó 2448 c.c.*, Jovene editore, 2004; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, n. 2, p. 1273 ss.

³⁴² P. CENDON, *op. cit.*, C. PASQUARIELLO, *op. cit.*; V. SALAFIA, *Strumenti finanziari*, *op. cit.* Le critiche mosse al doppio formalismo richiesto dall'art. 2349, 1 c. sono dunque state rivolte anche al comma in esame, si veda AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale. Università Cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1470. Viene altresì considerata generalmente ammissibile la contestuale decisione dell'assemblea straordinaria di modificare lo statuto, prevedendovi la possibilità di assegnare strumenti finanziari ai prestatori di lavoro, e di emettere gli strumenti finanziari. Non è mancato però il rilievo, da parte di A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, che l'operazione sia poco *öcorrettaö* in quanto non consente al mercato di valutare l'opportunità di investire in una società che destina i propri utili ai dipendenti.

³⁴³ Conf. M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Soc.*, 2013, 11, p. 1191 ss.

³⁴⁴ F. CORSI - F. FERRARA, *op. cit.*, p. 450.

³⁴⁵ F. CORSI - F. FERRARA, *op. cit.*, p. 450.

³⁴⁶ C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, p. 339.

Stante la lacuna legislativa, alcuni Autori hanno, poi, effettuato un parallelismo con gli articoli 2349, 1° co., c.c. e 2346, 6° co., c.c., ritenendo che l'apporto occorra e debba essere effettuato mediante l'utilizzazione di *utili* (³⁴⁷), che non saranno imputati a capitale (³⁴⁸).

Le interpretazioni proposte non paiono però condivisibili.

Il mancato riferimento agli *utili* nel secondo comma dell'art. 2349 c.c., a fronte di una sua espressa previsione al primo comma della medesima norma, rappresenta evidentemente una vera e propria scelta del legislatore (*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*).

D'altronde, l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi è stata proprio lo strumento per consentire l'apporto nelle società per azioni di opere o servizi, il cui conferimento è invece espressamente vietato dall'art. 2342, ult. co., c.c.

Deve allora ritenersi che gli strumenti finanziari siano assegnati ai lavoratori a titolo sì gratuito, ma quale corrispettivo *ulteriore* al salario per l'opera dai medesimi prestata all'interno dell'impresa.

8.1 Disciplina degli strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti finanziari non sono stati dotati di un contenuto obbligatorio e di una propria legge di circolazione, che sono stati rimessi interamente all'autonomia statutaria (³⁴⁹), con applicazione residuale della disciplina generale dei titoli di credito (³⁵⁰).

Lo statuto può dunque prevedere per questi strumenti *norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto*.

La portata di queste caratteristiche è da ritenersi equivalente a quelle indicate nella parte finale dell'art. 2346, 6° co., c.c. (³⁵¹): le particolari norme riguardanti le *condizioni d'esercizio* dell'art. 2349 corrispondono ai diritti conferiti di cui all'art. 2346, le *cause di decadenza* alle *sanzioni in caso di inadempimento*, la *possibilità di*

³⁴⁷ In questo senso A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, il quale ritiene che deponga a favore di quest'interpretazione, oltre ad una logica di sistema, l'avverbio *altresì*.

³⁴⁸ V. SALAFIA, *Azioni offerte...*, *op. cit.*; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 291

³⁴⁹ A. LOLLI, *Delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi. Sez. II. Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI, vol. I, Cedam, Padova, 2005.

³⁵⁰ A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*

³⁵¹ F. CORSI - F. FERRARA, *op. cit.*

trasferimento o alla legge di circolazione o ove ammessa.

Quanto a quest'ultima, qualora non completamente eliminata, ciò che risulta possibile a fronte dell'inapplicabilità a tali strumenti del limite di cinque anni previsto solamente per le azioni dall'art. 2355-bis c.c., essa potrebbe essere limitata ai dipendenti della società o delle società controllate. L'alienazione degli strumenti finanziari può dunque essere sottoposta a clausole di prelazione, clausole di gradimento, divieto⁽³⁵²⁾.

Il riferimento alle clausole di decadenza⁽³⁵³⁾ e di riscatto contenuta nella disposizione richiamata sembra, invece, tale da consentire allo statuto di prevedere che con la perdita della qualità di dipendente si verifichi la decadenza dall'esercizio dei diritti riconosciuti ai titolari di detti strumenti o, in alternativa, l'esercizio del diritto di riscatto a condizioni predeterminate da parte della società⁽³⁵⁴⁾.

Quanto al contenuto, poi, l'articolo 2349 prevede che gli strumenti finanziari in esame debbano essere dotati di diritti patrimoniali, nella più ampia discrezionalità dell'emittente⁽³⁵⁵⁾, e possano essere dotati di diritti amministrativi, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Se pacifica è la possibilità di emettere strumenti dotati di soli diritti patrimoniali, dubbia è, però, la configurabilità di strumenti finanziari dotati di soli diritti corporativi, data la congiunzione disgiuntiva presente nel testo dell'articolo. La tesi affermativa pare, tuttavia, preferibile, considerata l'ampia autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore in materia e l'assenza di ragioni di carattere sistematico che portino ad escluderne l'ammissibilità⁽³⁵⁶⁾.

³⁵² M. NOTARI ó A. GIANNELLI, *op. cit.*, ritengono che agli strumenti finanziari partecipativi non sia nemmeno applicabile il limite di cui all'art. 2355-bis, 2° co., c.c. per l'ipotesi della clausola di gradimento omero. A parere degli autori in questo caso non vi sarebbe infatti l'esigenza di garantire comunque la circolazione delle azioni.

³⁵³ La decadenza, disciplinata dall'art. 2965 c.c., è disponibile da parte dell'autonomia privata e non può prevedere termini tali da rendere eccessivamente difficile a una delle parti l'esercizio del diritto, a pena di nullità della convenzione.

³⁵⁴ A. LOLLI, *op. cit.*

³⁵⁵ Gli unici dubbi riguardano la possibilità di concedere il diritto di opzione per l'acquisto di altri strumenti finanziari emessi dalla società, ma la tesi favorevole all'incorporazione di tale diritto sembra preferibile, cfr. G. MIGNONE, *op. cit.*

³⁵⁶ In questo senso G. MIGNONE, *sub Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, 6° co., c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010, p. 636 ss.; R. LENER, *Voce dei non soci, soci senza voce e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2015, n. 2, p. 10480 ss.: «Agli strumenti finanziari possono essere attribuiti diritti amministrativi insieme a diritti patrimoniali, o anche solo diritti amministrativi. L'espressione usata dal legislatore non è particolarmente limpida ["forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi"], tanto da lasciare il dubbio che siffatti strumenti debbano essere sempre dotati di diritti patrimoniali ed eccezionalmente possano recare anche diritti amministrativi. Non vedrei, però, ragioni

L'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, giustificata dalla volontà di evitare la presenza di una pluralità di titoli di partecipazione e dalla conseguente difficoltà di coordinare il loro voto con quello degli altri soci (³⁵⁷), ma anche e soprattutto dalla perdurante difficoltà di disgiungere rischio e controllo nell'impresa, deve essere coordinata con la previsione contenuta nell'art. 2351 ult. co. c.c.

La disposizione da ultimo citata, infatti, rende possibile attribuire ai titolari di strumenti finanziari partecipativi il diritto di voto su argomenti specificamente indicati oltre che la possibilità di eleggere un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Coerentemente con la seconda delle facoltà citate, l'art. 2383 c.c. riconduce l'ipotesi in esame ad uno dei casi eccezionali in cui è consentita la nomina extrassembleare dei componenti dell'organo di gestione (³⁵⁸).

Proprio la possibilità per i titolari di tali strumenti di nominare un componente degli organi di amministrazione e controllo appare di particolare rilevanza in caso di loro assegnazione ai dipendenti della società, poiché idoneo a consentire il collegamento della loro partecipazione finanziaria nella società alla partecipazione alla gestione della medesima.

Tale era, in effetti, l'intento del legislatore della riforma del 2003, come si evince dalla relativa relazione: *«ciò spiega anche perché si è ritenuto, con un nuovo secondo comma dell'art. 2349, di estendere la possibilità di utilizzare analoghi strumenti finanziari anche a favore dei dipendenti della società o di società controllate. Anche qui perseguendo l'obiettivo di creare un nuovo strumento giuridico in grado di adeguarsi, senza non necessarie alterazioni della struttura organizzativa della società, ad esigenze che, in questo caso sul piano delle relazioni industriali, l'autonomia statutaria potrebbe nel caso concreto individuare. Uno strumento flessibile, che per esempio potrebbe essere utilizzato al fine della strategia da molte aziende perseguita di fidelizzazione»*

sistematiche per escludere l'ammissibilità di strumenti che attribuiscono esclusivamente diritti corporativi. In un caso siffatto - probabilmente destinato a essere confinato fra le ipotesi teoriche - dovrebbe essere consentito il trasferimento degli strumenti finanziari, per permettere al possessore (almeno) di trarre profitto dalla loro cessione». Contrario alla possibilità di emettere strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in G. E. COLOMBO ó G. PORTALE (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, Volume 1, III ed., Torino, Utet, 2004.

³⁵⁷ V. SALAFIA, *Azioni offerte*, op. cit., p. 1049.

³⁵⁸ P. CENDON, op. cit.

dei propri dipendenti» ⁽³⁵⁹⁾.

Problemi interpretativi presenta, però, il non meglio definito requisito di *indipendenza* di tali soggetti, di certo non assimilabile a quello concepito nel t.u.f., considerato che, nell'ipotesi in esame, non si presenta un vero problema di neutralità, quanto di rappresentatività di portatori di interessi diversi dai detentori di azioni ordinarie ⁽³⁶⁰⁾. Il concetto, allora, va letto in un'ottica di indipendenza dagli azionisti di controllo: come riconosciuto da attenta dottrina, *il consigliere esterno al capitale azionario non è, cioè, strumento di moralizzazione, bensì di potenziale pluralismo nella gestione societaria* ⁽³⁶¹⁾.

Come previamente accennato, la facoltà di esercitare il diritto di voto su particolari argomenti, tra i quali la nomina di un amministratore o sindaco, previsto dall'art. 2351 ult. co. c.c. deve poi essere coordinato con il divieto di esercitare il voto nell'assemblea generale degli azionisti di cui all'art. 2349, 2° co. c.c.

Il combinato disposto delle due norme, non è di agevole interpretazione, non essendo chiaro in quale sede debba essere raccolto il voto dei portatori degli strumenti citati: se in sede di assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.* ovvero di assemblea generale degli azionisti, o, ancora, in un'assemblea di categoria differente da quella prevista dall'art. 2376 c.c. ⁽³⁶²⁾.

Più specificamente, alcuni Autori, rilevando che consentire l'esercizio del voto nell'assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.* equivarrebbe a riconoscere un diritto di veto sull'oggetto delle deliberazioni, hanno preferito ammettere che i titolari degli strumenti, entro i limiti delle materie indicate nello statuto, possano esercitare il proprio voto nell'assemblea ordinaria.

Seguendo questa via si incontrano però ulteriori problemi interpretativi, tra i quali l'espressa contrarietà all'esercizio del voto nell'assemblea generale di cui all'art. 2349, comma 2 e il non indifferente dilemma del peso da attribuire al voto espresso da tali strumenti finanziari.

Pare, dunque, più convincente l'opinione di chi ha ritenuto che debba essere lo statuto a

³⁵⁹ Relazione al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in *Riv. soc.*, 2003, p. 118.

³⁶⁰ G. MIGNONE, *op. cit.*, ritiene si tratti di indipendenza di questi soggetti dal capitale azionario, minoritaria è la tesi che interpreta *indipendente* come *non esecutivo*.

³⁶¹ M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 116.

³⁶² R. SCARABINO, *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, Le fonti, Milano, 2006, p. 29.

determinare le modalità di esercizio del voto per i portatori di questi strumenti finanziari, *o se nell'assemblea generale o nella loro assemblea speciale, o ancora mediante la raccolta di documenti contenenti l'espressione del voto*⁽³⁶³⁾ e che, ove questo nulla preveda o sia impreciso, il diritto di voto vada configurato quale diritto di categoria *ex art. 2376 c.c.*⁽³⁶⁴⁾.

La tesi della nomina in assemblea separata dei componenti dell'organo di amministrazione e controllo⁽³⁶⁵⁾ sembra, peraltro, supportata dall'art. 2383 c.c., che si riferisce ad un'ipotesi di nomina degli amministratori in sede extrassembleare, e dalla relazione alla riforma del 2003, che cita: *«al fine nuovamente di evitare problemi applicativi di non agevole soluzione, si è precisato che gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Ciò appare necessario in quanto data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea; e ne potrebbero derivare ragioni di incertezza sistematica, fonti di imprevedibili esiti interpretativi, in merito alla stessa nozione di partecipazione azionaria. Mentre l'esplicita previsione che tra i diritti da essi conferiti può essere pure quello di nominare in assemblea separata un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo della società (così l'ultimo comma dell'art. 2351) sembra in effetti, piuttosto che diminuire, accrescere la loro appetibilità per gli operatori economici che intendano utilizzarli»*⁽³⁶⁶⁾.

³⁶³ A. LOLLI, *op. cit.*, p. 207.

³⁶⁴ V. SALAFIA, *Azioni offerte*, *op. cit.*, p. 1049: *«La deliberazione potrebbe, invece prevedere una separata assemblea dei portatori degli strumenti finanziari assegnati con riferimento a particolari decisioni dell'assemblea dei soci, stabilendo un valore determinato del voto ivi espresso, che potrebbe anche spingersi fino al condizionamento della decisione considerata, secondo l'importanza che si voglia assegnare a quel voto»*.

³⁶⁵ Sul procedimento di nomina M. NOTARI ó A. GIANNELLI, *op. cit.*, sostengono che *«ebbene tale ipotesi di nomina non assembleare (nel senso che non avviene nell'assemblea ordinaria degli azionisti) sia stata dal legislatore affiancata all'art. 2449, si deve ritenere che sia ammissibile tanto una previsione statutaria che renda immediatamente efficace la nomina disposta dalla deliberazione (o comunque dalla decisione) dei possessori degli strumenti finanziari partecipativi, senza che all'uopo sia necessaria la deliberazione dell'assemblea dei soci, quanto un procedimento di nomina, all'uopo disciplinato dallo statuto, in forza del quale la designazione da parte dell'assemblea degli strumenti finanziari partecipativi costituisce un elemento di una fattispecie a formazione progressiva, che si conclude con la deliberazione dell'assemblea ordinaria degli azionisti, la quale, oltre a prendere atto e rendere efficace la nomina disposta degli strumenti finanziari, provvede a nominare i restanti amministratori e a completare il consiglio»*.

³⁶⁶ Relazione al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in *Riv. soc.*, 2003, p. 118. Parte della dottrina si è tuttavia rivelata contraria a tale interpretazione, vd. G. MIGNONE, *sub Art. 2351, comma 5*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, Bologna, Zanichelli, 2004.

Quanto, poi, agli argomenti specifici sui quali si consente l'esercizio del diritto di voto, il cui peso in assemblea dovrà essere stabilito dallo statuto, si ritiene che possa trattarsi di un numero contenuto di argomenti di competenza assembleare, tale da non svuotare i soci delle proprie prerogative, non essendo, invece, ammessa un'interferenza con le competenze dell'organo amministrativo⁽³⁶⁷⁾.

Dubbia è, infine, l'interpretazione della norma nel caso siano emesse più categorie di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi. La dottrina sembra preferire la tesi che sia comunque uno solo il componente eletto dai titolari di tali strumenti, ma occorrerà in questo caso studiare metodi per integrare i consensi dei portatori di strumenti appartenenti alle diverse categorie⁽³⁶⁸⁾. In ogni caso, si ritiene che il dettato normativo, facendo riferimento ad un solo soggetto di nomina extrassembleare, intenda mantenere i rappresentanti così eletti in condizione di minoranza tra i componenti dell'organo.

9. La sottoscrizione di azioni a pagamento

Quasi contestualmente all'approvazione del testo costituzionale, avvenuta nel dicembre 1947, il d.l.c.p.s. 20 agosto 1947, n. 920 introduceva nel codice civile un'ulteriore modalità attuativa della partecipazione dei dipendenti al capitale di impresa, mediante sottoscrizione di azioni a pagamento nell'ambito di un aumento di capitale reale⁽³⁶⁹⁾, seppur con particolari agevolazioni.

Sulla norma in questione, l'art. 2441, 8° co., c.c., sono poi intervenuti la riforma del 2003⁽³⁷⁰⁾ ed il d.lgs. 184/2012, in attuazione della direttiva 2010/73/UE⁽³⁷¹⁾, che hanno

³⁶⁷ M. NOTARI ó A. GIANELLI, *op. cit.*; R. LENER, *op. cit.*

³⁶⁸ In questo senso, G. MIGNONE, *ult. op. cit.*

³⁶⁹ Di seguito la prima versione del comma citato: *«Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società. L'esclusione dell'opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma»*. Quinto comma che prevedeva quorum rafforzati per l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione in seconda e terza convocazione dell'assemblea.

³⁷⁰ Inserendo un riferimento ai *«dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate»*.

³⁷¹ Esso ha sostituito le parole *«limitatamente a un quarto delle»* con *«per le»* ed ha soppresso l'intero secondo periodo. È stata così abrogata la limitazione dell'esclusione del diritto di opzione ad un quarto del capitale sociale di cui all'art. 2441, 8° co., c.c., e sono stati aboliti i quorum rafforzati precedentemente previsti dall'art. 2441, 6° co., e 2441, 8° co., c.c., nel caso di superamento del quarto. Attualmente perciò l'esclusione del diritto di opzione può essere deliberata con i quorum normalmente

condotto alla sua attuale formulazione: *“Con deliberazione dell’assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate”*.

Il codice predispone quindi una norma di favore per l’azionariato dei dipendenti nell’ambito di un aumento di capitale a pagamento, introducendo una specifica ipotesi di esclusione del diritto di opzione dei soci attuali, il cui interesse a vedere inalterata la propria posizione viene pregiudicato in nome dell’interesse sociale. Tale affermazione pare giustificata dal fatto che non occorra una delibera che motivi l’interesse della società all’esclusione del diritto di opzione, evidentemente presunto dal legislatore, come riconosciuto dalla Consob⁽³⁷²⁾.

previsti dalla legge o dallo statuto per le deliberazioni dell’assemblea straordinaria. Corrispondentemente è stata abrogata la maggioranza rafforzata richiesta dall’art. 2443, 2° co., c.c. in occasione della delega agli amministratori per l’aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Tali modifiche rispondono all’esigenza che la legislazione interna non preveda una disciplina più gravosa di quanto stabilito dalla normativa europea, ma soprattutto non risulti, nel confronto con gli altri Stati europei, disincentivante gli investimenti esteri in Italia. La legge 15 dicembre 2011, n. 217 (Disposizioni per l’adempimento di obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2010) prevedeva all’art. 7, lett. c) che fosse compito del legislatore *“apportare alla disciplina vigente in materia le modificazioni occorrenti perché, in armonia con le disposizioni europee applicabili, sia possibile procedere alla semplificazione delle procedure e alla riduzione dei tempi di approvazione dei prospetti, differenziando l’applicazione degli obblighi informativi e degli altri adempimenti sulla base delle caratteristiche e differenze esistenti tra i vari mercati e delle specificità degli strumenti finanziari, anche potendosi escludere la pubblicazione del prospetto o limitare gli obblighi di informativa per le ipotesi meno rilevanti, apportando le modifiche occorrenti alla disciplina delle procedure decisionali delle istituzioni competenti, contestualmente provvedendo all’adeguamento della disciplina dei controlli e della vigilanza e delle forme e dei limiti della responsabilità dei soggetti preposti, comunque nel rispetto del principio di proporzionalità e anche avendo riguardo agli analoghi modelli normativi nazionali o dell’Unione Europea, coordinando la disciplina con quella dei titoli diffusi, in maniera da non disincentivare gli emittenti esteri a richiedere l’ammissione sui mercati nazionali e da non penalizzare questi ultimi nella competizione internazionale, nonché in maniera da considerare l’impatto della disciplina sui piccoli intermediari che fanno ricorso alla negoziazione delle proprie obbligazioni sui predetti mercati”*.

³⁷² Con comunicazione del 15 febbraio 2000, n. 11508 (abrogata con delibera n. 16840 del 19.3.2009 che ha inserito la lettera u-bis) al comma 1 dell’art. 156 del regolamento n. 11971/1999, ma i cui principi rimangono validi), la Consob ha sostenuto che agli aumenti di capitale riservati ai dipendenti non si applichi il sesto comma dell’art. 2441, che richiede un complesso procedimento per escludere o limitare il diritto di opzione nei casi di cui all’art. 2441, commi 4 e 5. Il sesto comma prevede infatti che le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma dell’art. 2441, debbano essere illustrate da una relazione degli amministratori, dalla quale risultino le ragioni dell’esclusione o della limitazione ed i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione, da comunicarsi al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l’assemblea, affinché questi possano esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. La deliberazione determina infatti il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto e, per le azioni quotate nei mercati regolamentati, deve tenere conto anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre. Cfr. A. ZANARDO, *I piani di stock option dall’esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell’ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*,

La competenza per l'adozione della delibera di esclusione del diritto di opzione spetta all'assemblea straordinaria, ma può essere delegata agli amministratori della società ai sensi dell'art 2443 c.c., nonostante il mancato riferimento di tale disposizione all'art. 2441, 8° co., c.c., a differenza dell'esplicita previsione delle deliberazioni di cui ai commi 4 e 5 del medesimo articolo. Sia la dottrina che la giurisprudenza⁽³⁷³⁾, infatti, hanno ritenuto che il *favor* espresso dal legislatore per l'azionariato dei dipendenti renda percorribile la via della delega all'organo di gestione. La deliberazione dell'assemblea di delega agli amministratori dovrebbe in questo caso stabilire gli opportuni criteri direttivi in materia⁽³⁷⁴⁾, prevedendo la possibilità di emissione di azioni riservate ai dipendenti, l'esclusione o l'ammontare del sovrapprezzo o i relativi criteri di calcolo⁽³⁷⁵⁾.

Nel caso in esame, inoltre, non è obbligatorio imporre il pagamento di un sovrapprezzo⁽³⁷⁶⁾, come emerge sia dal dato testuale (l'art. 2441, 8° co. c.c. non richiama infatti il comma 6 del medesimo articolo sull'obbligo di sovrapprezzo), sia la ricordata presunzione legale di conformità all'interesse sociale, poiché *«vi è un fattore sintomatico di corresponsività e di incentivazione a vantaggio della società che manca in ogni altra ipotesi di esclusione del diritto di opzione e che costituisce giustificazione di un regime particolare»*⁽³⁷⁷⁾.

Unico limite all'emissione di azioni ad un prezzo vantaggioso per i dipendenti è dunque

2006, p. 738 ss; L. AUTUORI, *op. cit.*; M. GUERRINI, *sub art. 244*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, vol. II, Utet, Torino, 2009. Parte della dottrina, prima della Comunicazione Consob citata, riteneva che fosse scorretto presumere la conformità all'interesse sociale. In questo senso V. TROIANO, *I dipendenti azionisti*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 304, nt. 33, affermava che *«l'interesse alla compartecipazione dei lavoratori è sempre subordinato ad un vincolo di compatibilità e coerenza con l'interesse sociale, inteso in termini contrattualistici e secondo la libera valutazione datane dai soci. Questa soluzione permette altresì di attivare il controllo giudiziario circa la sussistenza dell'interesse sociale, consentendo di sventare l'eventuale utilizzo del co. 8 dell'art. 2441 c.c., quale strumento di sopraffazione delle minoranze (i)»*.

³⁷³ R. WEIGMANN, *op. cit.*, F. FENGHI, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 966 ss.; Trib. Torino, 29 settembre 2000, in *Giur. It.*, 2000, p. 2317; App. Torino, 23 gennaio 2001, in *Giur. It.*, 2001, p. 534.

³⁷⁴ G. TROISE, *sub Articolo 2443. Delega agli amministratori*, in M. SANDULLI ó M. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, tomo II, Giappichelli, Torino, 2003. Comunicazione Consob 15 febbraio 2000, n. 11508: *«l'assemblea può deliberare direttamente l'aumento di capitale ovvero modificare l'atto costitutivo attribuendo la facoltà relativa ex art. 2443 cod. civ. al Consiglio di amministrazione»*.

³⁷⁵ G. ACERBI, *op. cit.*

³⁷⁶ Con riguardo al sovrapprezzo la Comunicazione Consob suindicata ha sostenuto che *«è pacificamente ritenuto che agli aumenti di capitale o alle quote di essi riservate ai dipendenti non si applichi l'art. 2441, comma 6, cod. civ. e pertanto le azioni possono essere emesse anche senza sovrapprezzo ovvero con un sovrapprezzo inferiore a quello da stabilirsi obbligatoriamente nelle altre ipotesi di esclusione del diritto di opzione»*.

³⁷⁷ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1222.

costituito dall'art. 2346 c.c.: le azioni non possono infatti essere emesse per un valore inferiore al loro valore nominale.

Un profilo di incertezza riguarda, poi, le conseguenze della mancata sottoscrizione di parte o della totalità dei titoli offerti ai dipendenti. Secondo la disciplina di cui all'art. 2439, 2° co., c.c., infatti, se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto entro il termine risultante dalla deliberazione e conforme alle previsioni dell'art. 2441, 2° e 3° co., c.c., l'aumento di capitale è aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte, solo se la delibera ha così previsto. Nell'ipotesi di un aumento rivolto ai dipendenti però, l'obiettivo perseguito dalla società, oltre che di finanziamento, può essere di altro genere, per esempio di fidelizzazione.

La disciplina generale prevede inoltre che, per le azioni non quotate nei mercati regolamentati, sull'opinato abbia diritto di prelazione chi abbia esercitato il diritto di opzione e ne faccia contestuale richiesta, ma il fatto che nel caso di cui all'art. 2441, 8° co., c.c., il diritto di opzione sia escluso in favore dei dipendenti e siano spesso previste condizioni di favore, dettate dalla particolare categoria di soggetti il cui investimento si vuole promuovere, conduca a ritenere che, consentendo agli altri azionisti di esercitare il diritto di opzione sulla quota riservata ai dipendenti e rimasta inopinata, si attribuirebbe loro un ingiustificato vantaggio. Solamente una prelazione ristretta nell'ambito dei dipendenti sottoscrittori o la completa esclusione della prelazione sarebbero dunque conformi a questa finalità.

Dovrebbe allora essere la delibera dell'assemblea straordinaria a determinare le conseguenze della mancata sottoscrizione di queste azioni e, in mancanza di previsione sul punto, si potrebbe alternativamente considerare implicita la decisione di aumento scindibile del capitale ed esclusione di ogni prelazione ovvero riconoscere l'invalidità della delibera per indeterminatezza di elementi essenziali⁽³⁷⁸⁾.

Quanto ai destinatari delle azioni, si ritiene che l'offerta di azioni ai dipendenti possa riguardare solo alcuni di questi e non necessariamente la loro collettività, scelta che rientra nella discrezionalità dell'assemblea.

Sul punto è intervenuta la Corte d'Appello di Torino il 23 gennaio 2001⁽³⁷⁹⁾, che ha affermato che alle delibere societarie di aumento di capitale riservato solo a taluni dipendenti non si applichi il disposto dell'art. 2441, 8° co., c.c., quanto piuttosto i

³⁷⁸ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1222-1223.

³⁷⁹ App. Torino, 23 gennaio 2001, in *Soc.*, 2001, n. 4, p. 428 ss., con nota di V. SALAFIA.

commi 5 e 6 del medesimo articolo.

Secondo la Corte, infatti, nell'aumento offerto in sottoscrizione alla totalità dei dipendenti emerge *la considerazione dell'interesse della collettività (í) ad una attenuazione delle storiche barriere tra capitale e lavoro*, nell'ipotesi invece in cui l'aumento sia riservato ad un numero ristretto di soggetti, scelti dal datore di lavoro, si *opone in primo piano l'interesse della società a legare a sé ed a spronare i dipendenti che ritiene importanti per il proprio sviluppo*.

Pertanto, *la differente finalità dei due istituti induce a ritenere che solo il primo, e non anche il secondo, sia riconducibile alle previsioni dell'art. 2441, ultimo comma c.c., ove si prevede un procedimento più agevole quanto a maggioranze e meno garantistico per i soci quanto ad informazione rispetto alla disciplina di cui ai commi quinto e sesto. (í) Ritiene pertanto la Corte che, non diversamente dagli aumenti di capitale destinati ai dipendenti oltre i limiti quantitativi di cui agli articoli 2441, comma 8 c.c. e 134 D.Lgs. n. 58/98 cit., anche gli aumenti non rivolti alla collettività dei lavoratori non siano riconducibili alle previsioni di cui alle citate norme, la cui più favorevole disciplina si arresta di fronte al rischio di utilizzo di essa per secondi fini di surrettizio mutamento della composizione della compagine sociale o di annacquamento delle partecipazioni dei soci preesistenti*.

Tale rischio imporrebbe, a mente della Corte, l'applicazione dei più garantistici principi di cui ai commi 5 e 6, con il deposito della relazione del c.d.a. che illustri le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione dei soci ed il parere del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione, la necessità di un sovrapprezzo, ove giustificato dal valore di mercato dei titoli, e l'approvazione della proposta da parte della maggioranza assoluta del capitale (³⁸⁰).

Le ragioni apportate dalla Corte, tuttavia, sono prive di fondamento normativo (³⁸¹): la previsione di cui all'art. 2441, 8° co., c.c. non consente infatti di effettuare la distinzione proposta dal decreto tra assegnazione di azioni alla totalità o solo ad alcuni dipendenti.

L'ottavo comma dell'articolo parla invero di azioni offerte in sottoscrizione *ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate*

³⁸⁰ V. SALAFIA, *Delibera di emissione di azioni a favore dei dipendenti e controllo degli atti. Corte di appello di Torino 23 gennaio 2001*, in *Soc.*, 2001, n. 4, p. 428 ss.

³⁸¹ Conf. V. SALAFIA, *Delibera di emissione*, cit.: *«Ricontrare la nobiltà dell'intento quando esso si diriga alla loro (ndr: dei lavoratori) massa indifferenziata o escluderla, quando ne riguarda solo una parte, mi sembra arbitrario e di difficile comprensione»*.

(³⁸²) e derivare da questo passaggio un vincolo ad un'emissione rivolta alla totalità dei dipendenti pare arduo.

Anzi, vi è chi, addirittura, dall'estensione ai dipendenti delle società controllanti e controllate desume la facoltà di utilizzare lo strumento in modo selettivo per realizzare un aumento di capitale riservato solo ad alcuni dipendenti, *«altrimenti bisognerebbe pensare che, per questa ipotesi, sia possibile escludere il diritto di opzione solo qualora le azioni vengano offerte a tutti i dipendenti, della società che emette le nuove azioni e anche delle società controllanti e controllate»* (³⁸³).

Infine, relativamente alle caratteristiche delle azioni in questione, essendo emesse in occasione di un aumento di capitale, esse devono avere le medesime caratteristiche delle altre azioni comprese nell'aumento (³⁸⁴), ciò che le distingue profondamente da quelle disciplinate dall'art. 2349. Questo non toglie che attraverso un aumento con esclusione del diritto di opzione in favore dei lavoratori della società possano essere destinate a questi ultimi azioni di risparmio o azioni a voto limitato (³⁸⁵).

10. Assistenza finanziaria volta a favorire l'acquisto di azioni da parte dei lavoratori

Altra e differente ipotesi di ingresso dei lavoratori nel capitale dell'impresa è quella di cui all'art. 2358 c.c., che non introduce una nuova categoria di azioni né prevede l'assegnazione di nuove azioni ai lavoratori, ma, nel disciplinare le operazioni di assistenza finanziaria della società per l'acquisto di proprie azioni, a partire dal 1986 stabilisce una disciplina specifica per i suoi dipendenti (³⁸⁶).

³⁸² Si noti che con la riforma del 2003 nel comma ottavo è stato inserito il riferimento anche ai dipendenti delle società *«che la controllano o che sono da essa controllate»*, nessun riferimento è però stato fatto alle *«società sorelle»*. G. COTTINO, *op. cit.*, p. 1504, evidenzia che si sarebbe potuto optare per una formulazione del tipo *«dipendenti della società o di società che la controllano, da cui è controllata o soggette a comune controllo»*.

³⁸³ Cfr. R. BENASSI, *sub art. 2441*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Vol. II, CEDAM, Padova, 2005, p. 1653.

³⁸⁴ Cfr. R. BENASSI, *op. cit.*, p. 1050.

³⁸⁵ Cfr. R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 123.

³⁸⁶ L'originario art. 2358 statuiva infatti che *«La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestati a terzi per acquistarle»*. Fu il d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, in attuazione della Seconda Direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976 relativa alla costituzione, salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale della società per azioni, ad estenderne la portata al seguente dettato: *«(I) La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. (II) La*

La riforma del diritto societario non è intervenuta sull'articolo in esame, che è stato tuttavia modificato dal d. lgs. 4 agosto 2008, n. 142 ⁽³⁸⁷⁾, in attuazione della direttiva 2006/68/CE ⁽³⁸⁸⁾.

Attualmente, dunque, l'art. 2358, 8° co., c.c. detta: *«Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»*.

Attraverso la norma richiamata, conformemente a quanto previsto dalla Seconda Direttiva europea, si è riconosciuto che la società possa avere un particolare interesse a favorire l'acquisto delle proprie azioni da parte dei propri dipendenti, nonché di quelli delle controllate o delle controllanti. In quest'ultimo caso non è, quindi, richiesta l'autorizzazione dell'assemblea straordinaria, valido invece è il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, con iscrizione al passivo di bilancio di una riserva indisponibile pari al valore di prestiti e garanzie ⁽³⁸⁹⁾.

Dato il mancato chiarimento nel comma 8, ci si interroga se nell'ipotesi in esame sia ammessa l'accettazione di azioni proprie in garanzia, quesito al quale sembra opportuno dare risposta affermativa, dato che le uniche disposizioni dell'art. 2358 applicabili al caso in esame risultano quelle contenute nel comma 6 ⁽³⁹⁰⁾.

Dubbio, poi, è se i limiti del quinto del capitale sociale (ora previsto per le sole società

società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. (III) Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. 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». La direttiva infatti stabiliva all'art. 23: *«1. Una società non può anticipare fondi, né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo. 2. Il paragrafo 1 non si applica agli atti negoziali effettuati nell'ambito delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari, né alle operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni da parte del o per il personale della società o di una società collegata a quest'ultima. Questi atti negoziali e queste operazioni non possono tuttavia avere l'effetto che l'attivo netto della società scenda al di sotto dell'importo di cui all'art. 15, paragrafo 1, lettera a). 3. Il paragrafo 1 non si applica alle operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni di cui all'art. 20, paragrafo 1, lettera h)»*.

³⁸⁷ Emanato in virtù della legge delega 25 febbraio 2008, n. 34.

³⁸⁸ P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Soc.*, 2010, p. 7 ss.

³⁸⁹ Le modifiche apportate all'art. 2358 nel 2008 hanno chiarito la maggior parte dei dubbi che la dottrina aveva mostrato nei confronti della versione precedente dell'articolo in esame. Superata appare infatti la questione sulla necessità o meno della creazione di una riserva, osteggiata da G. ACERBI, *op. cit.*, p. 1229.

³⁹⁰ C. D'ALONZO, *Altre operazioni sulle proprie azioni. (art. 2358 c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010; G. PRESTI ó M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale. Vol. 2: Le società*, 5 ed., Zanichelli, Bologna, 2011, p. 98.

che fanno ricorso al capitale di rischio) e della integrale liberazione delle azioni trovino applicazione al caso in esame, ossia se si applichino le disposizioni dell'art. 2357 sull'acquisto di azioni proprie.

La dottrina maggioritaria ha dato risposta affermativa sul punto⁽³⁹¹⁾, ritenendo altresì applicabile la disposizione dell'art. 2357-ter c.c. per l'esercizio del voto, con sua sospensione, a meno che non sia esplicitamente previsto da una convenzione ex art. 2352 che esso spetti al dipendente. Gli altri diritti, compresi il diritto agli utili e il diritto di opzione, sarebbero invece attribuiti ai titolari delle azioni date in garanzia alla società, cioè ai dipendenti⁽³⁹²⁾.

Altra questione è se, con il riferimento ai dipendenti della società, della controllante e delle controllate si sia voluto ampliare l'ipotesi in esame anche a società non partecipate dalla società offerente o dalle controllate, ma pur sempre appartenenti allo stesso gruppo, cioè alle cosiddette società sorelle, controllate dalla stessa società che esercita il controllo su quella che compie l'operazione. Secondo parte della dottrina⁽³⁹³⁾ sarebbe più corretta un'applicazione restrittiva della norma, che ha comunque natura eccezionale. Si condivide però la tesi opposta, che ritiene consentita l'estensione in base ad una considerazione del crescente interesse del legislatore per il fenomeno dei gruppi di imprese⁽³⁹⁴⁾.

³⁹¹ E. BERNARDI ó C. GANDINI, *sub Art. 2358 Altre operazioni sulle proprie azioni*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2009. Contra invece M. BIONE, *op. cit.*, il quale riconosce che il dubbio avrebbe risposta affermativa se il legislatore avesse equiparato l'accettazione di azioni in garanzia all'acquisto di azioni proprie, scelta invece non operata dal legislatore italiano nella trasposizione della direttiva comunitaria. L'opinione è però minoritaria.

³⁹² C. D'ALONZO, *op. cit.*

³⁹³ M. BIONE, *op. cit.* Interessante il commento di Sbisà [cfr. G. SBISÀ, *sub Art. 2358 (Altre operazioni sulle azioni proprie)*, in *Società per azioni*, tomo I, VI ed., in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile, Scialoja ó Branca*, Zanichelli, Bologna ó Roma, 1997, p. 447] il quale afferma che la formulazione della norma tiene conto solo della struttura verticale, non considerando quelle che invece sarebbero le *linee collaterali*. Egli, al favore per un'interpretazione positiva dettata dalla *ratio* della norma, contrappone una preferibile interpretazione restrittiva, dettata dalla maggiore facilità dei controlli sulla legittimità dell'operazione quando effettuata in linea retta.

³⁹⁴ Ancora, si discute se la norma sia applicabile o meno ai dipendenti che siano anche amministratori della società. La possibilità di consentire l'assistenza finanziaria nei confronti di questi soggetti privilegierebbe, secondo parte della dottrina, il principio di parità di trattamento tra gli appartenenti ad una stessa categoria; altri hanno invece sostenuto l'inapplicabilità della norma ai dipendenti - amministratori evidenziando il conflitto di interessi nel quale si troverebbero in questa ipotesi gli amministratori della società (M. BIONE, *op. cit.*, p. 448). A sostegno di questa tesi si adduceva (G. SBISÀ, *op. cit.*, p. 448) l'art. 2624 c.c., la cui versione originaria prevedeva al comma 1 che *ogli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che contraggono prestiti sotto qualsiasi forma, sia direttamente sia per interposta persona, con la società che amministrano o con una società che questa controlla o da cui è controllata, o che si fanno prestare da una di tali società garanzie per debiti propri, sono puniti con la reclusione da uno a tre anni e con la multa da L. 400.000 a L. 4.000.000*. L'articolo è

La previsione dell'art. 2358 c.c., consentendo dunque alla società di fornire assistenza finanziaria ai suoi dipendenti per l'acquisto di azioni proprie, si presta così a due possibili utilizzi: il primo, rappresentato dalla vendita di azioni proprie della società ai suoi dipendenti, che possono appunto beneficiare dell'assistenza finanziaria concessa loro; il secondo, più interessante, potrebbe invece costituire la base normativa per la realizzazione in Italia di realtà analoghe agli ESOP statunitensi (³⁹⁵).

Un ente (fondo fiduciario o società) potrebbe, invero, acquistare azioni della società per conto dei lavoratori, attraverso finanziamenti della società stessa ovvero provenienti da istituti finanziari e garantiti tramite sue azioni (³⁹⁶).

11. Azionariato dei dipendenti e corretta informazione del mercato

Accanto al quadro normativo sin qui delineato, il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ed il Regolamento Consob in materia di Emittenti, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, prevedono alcune norme specifiche in materia di azionariato dei dipendenti applicabili agli emittenti con azioni quotate nei mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante.

Tali disposizioni presentano finalità differenti, che consentono di distinguerle in due macro-categorie: la prima riunisce quegli articoli volti a tutelare l'informazione di una pluralità di soggetti (³⁹⁷), potenzialmente lesi dall'influenza che i piani di partecipazione

però dapprima stato sostituito dal d.lgs. 11 marzo 2002, n. 61, poi abrogato dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, con completa *abrogatio criminis* del reato di cui all'originario art. 2624 c.c. (Chiara sul punto la sentenza del Tribunale di Milano, sez. X, 15 maggio 2002, in *Foro Ambrosiano*, 2002, p. 399: *«le condotte punite in forza dell'art. 2624 c.c. previgente non hanno più rilevanza penale, essendo tale disposizione stata espressamente abrogata dall'art. 1 del d. lg. N. 61/2002 e non risultando le condotte medesime sussumibili in alcuna delle norme incriminatrici contemplate nella nuova articolazione del sistema penale societario. In particolare non è individuabile rapporto alcuno di continuità con il delitto di infedeltà patrimoniale di cui all'art. 2634 c.c.: la vecchia disposizione, infatti, prevedeva un reato di mera condotta, a dolo generico, senza necessità alcuna che sussistesse pericolo per gli interessi societari né, tanto meno, l'intenzione di nuocere; l'infedeltà patrimoniale, viceversa, si configura quale reato di evento a dolo specifico, nel quale l'elemento centrale della fattispecie è il danno patrimoniale all'ente di appartenenza»*). Data l'abrogazione del reato, le limitazioni per gli amministratori che siano anche dipendenti della società così come previste dal previgente articolo 2624 non sembrano allora aver alcun fondamento legislativo.

³⁹⁵ Per un approfondimento sul tema, vd. cap. IV.

³⁹⁶ Conf. F. PANTANO, *Azionariato dei lavoratori*, in E. GRAGNOLI ó S. PALLADINI, *La retribuzione*, Utet, Torino, 2012, pp. 773 ó 774; A. ALAIMO, *op. cit.*, p. 109; E. GHERA, *op. cit.*, pp. 421 ó 422.

³⁹⁷ La corretta informazione del mercato, degli azionisti della società e dei dipendenti stessi è invero questione fondamentale nella disciplina dei mercati regolamentati, data l'inevitabile opacità degli

dei dipendenti al capitale d'impresa possono avere sulle «grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie della società»⁽³⁹⁸⁾ e dal rischio che l'emissione di nuove azioni in attuazione di tali piani diluisca il valore dei titoli per gli azionisti preesistenti⁽³⁹⁹⁾; la seconda, disciplina, invece, più specificamente la posizione ricoperta dei dipendenti-azionisti all'interno della società.

Analizzando la prima delle due categorie considerate, tra le norme che tutelano la corretta informazione del mercato in presenza di piani di azionariato dei dipendenti, si collocano, in particolare, quelle che prevedono l'esenzione dalla disciplina dell'*offerta al pubblico di prodotti finanziari* ai sensi dell'art.1, comma 1 lett. t) del T.u.f.⁽⁴⁰⁰⁾, ossia gli artt. 100 T.u.f. e 34-ter del Regolamento Emittenti⁽⁴⁰¹⁾, nonché quelle in

strumenti finanziari che su essi transitano, cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, IX ed., Giappichelli, Torino, 2014.

³⁹⁸ R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in *Soc.*, 2001, n. 2, p. 147 ss.

³⁹⁹ R. RORDORF, *op. cit.*, p.148.

⁴⁰⁰ Già l'art. 4 del Regolamento approvato con Delibera Consob n. 6430/1992, prevedeva infatti l'esenzione delle *offerte di valori mobiliari rivolte ai dipendenti del soggetto emittente nominativamente individuati, purché sia predeterminato il quantitativo da assegnare a ciascuno di essi e il medesimo sia riservato in via esclusiva al singolo dipendente*, motivata in forza della mancanza, in tale ipotesi, della *cd. need of protection*. Nel caso in cui il piano di azionariato dei dipendenti fosse rivolto ai dipendenti come membri di un gruppo si riteneva, invece, che rimanessero applicabili le norme sulla sollecitazione all'investimento (cfr. R. PAPETTI, *La disciplina dei piani di acquisto di azioni per i dipendenti nel nuovo regolamento CONSOB in materia di emittenti*, in *Giur. comm.*, 1999, n. 1, p. 675 ss.). In seguito, l'emanazione del d.lgs. 58/1998 lasciò transitoriamente in vigore il Regolamento del 1992, ma non prevede all'art. 100 del Testo Unico alcun riferimento ai dipendenti, lasciato alla regolamentazione secondaria. Venne, dunque, emanato il Regolamento Emittenti, che portò ad una situazione complessa per l'esenzione delle offerte rivolte ai dipendenti: si stabilì, all'art. 33, che qualora i dipendenti non avessero superato il numero di 200, l'impresa avrebbe goduto di un'esenzione totale dall'applicazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento; nell'ipotesi, invece, in cui la soglia dei 200 fosse stata superata, l'impresa avrebbe dovuto predisporre il prospetto informativo, senza però l'obbligo di avvisare la Consob con una comunicazione preventiva di una bozza di prospetto nell'attesa dell'autorizzazione. La distinzione tra esenzione totale o parziale prevista dall'art. 33 ai commi 1 e 2 non è presente nell'attuale versione del Regolamento.

⁴⁰¹ Art. 100, 2° co., T.u.f.: «*La Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte*». La materia ha subito numerose modifiche, da ultimo ad opera della direttiva 2010/73 che, incidendo sulla direttiva 2003/71, ha affermato al considerando 14: «*le esenzioni in vigore per azioni offerte, assegnate o da assegnare a dipendenti o ex dipendenti o ad amministratori o ex amministratori sono troppo restrittive per essere utili ad un numero significativo di datori di lavoro che gestiscono piani di azionariato per i lavoratori nell'Unione. La partecipazione dei lavoratori nell'Unione è particolarmente importante per le piccole e medie imprese (PMI), nelle quali i singoli dipendenti potrebbero avere un ruolo significativo per il successo della società. Pertanto, non dovrebbe sussistere l'obbligo di elaborare un prospetto per offerte effettuate nel quadro di un piano di azionariato dei dipendenti di una società dell'Unione. Qualora i titoli non siano ammessi alla negoziazione, l'emittente non è soggetto a specifici obblighi di informazione continua e norme in materia di abusi di mercato. Pertanto, i datori di lavoro o le imprese collegate dovrebbero aggiornare il documento di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera e), della direttiva 2003/71/CE, ove necessario, per un'adeguata valutazione dei titoli. L'esenzione dovrebbe essere estesa anche alle offerte al pubblico e alle ammissioni alla negoziazione delle società registrate al di fuori dell'Unione i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o nel mercato di un paese terzo. In quest'ultimo caso, affinché l'esenzione possa essere applicata, la*

materia di *Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori* di cui agli artt. 114-bis T.u.f., integrato dall'art. 84-bis del Regolamento Emittenti e dallo Schema 7 dell'Allegato 3A a tale Regolamento, e di *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* ex art. 123-bis T.u.f.

L'art. 34-ter del Regolamento Emittenti, in particolare, alle lettere m), m-bis) e m-ter, prevede che le disposizioni contenute nel Titolo I della Parte II del Regolamento Emittenti (offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari) e quelle contenute al Capo I del Titolo II della parte IV del Testo Unico (offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita) non si applichino alle offerte al pubblico di prodotti finanziari aventi ad oggetto strumenti finanziari *offerti, assegnati o da assegnare* ai dipendenti o agli *ex* dipendenti da parte della società datrice di lavoro, della società controllante, della società collegata o della società sottoposta a comune controllo ⁽⁴⁰²⁾.

L'esenzione risulta motivata, da un lato, dalla volontà di favorire l'azionariato dei

Commissione deve aver adottato una decisione positiva sull'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza della corrispondente regolamentazione dei mercati nel paese terzo. Ciò dovrebbe consentire ai dipendenti dell'Unione di avere accesso ad una informazione continua sulla società. La delibera Consob n. 18079 del 20 gennaio 2012 è conseguentemente intervenuta sul Regolamento Emittenti.

⁴⁰² Art. 34-ter Reg. Emittenti, lettere m); m-bis); m-ter), come da ultimo modificato ad opera della delibera Consob n. 19548 del 17.3.2016: *«m) aventi a oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti o consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede da parte del loro datore di lavoro o dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo, a condizione che la società abbia la propria sede principale o legale in uno Stato appartenente all'Unione europea e a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura degli strumenti finanziari, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; m-bis) aventi a oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti o consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede da parte del loro datore di lavoro o dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo con sede principale o legale in uno Stato non appartenente all'Unione europea a condizione che abbia strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; m-ter) aventi a oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti o consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede da parte del loro datore di lavoro o dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo con sede principale o legale in un Paese terzo che abbia strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nel mercato di un Paese terzo, a condizione che: 1) informazioni adeguate e il documento di cui alla lettera m) siano resi disponibili, almeno in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale; 2) sul mercato regolamentato del Paese terzo la Commissione europea abbia adottato la decisione di equivalenza prevista dall'articolo 4, paragrafo 1, commi 3, 4 e 5 della direttiva 2003/71/CE, come modificata dalla direttiva 2010/73/UE.* Prima della modifica del 2012 era presente solo la lett. m), che recitava: *«aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti da parte dell'emittente che abbia strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o da parte dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo, a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura degli strumenti finanziari, sui motivi e sui dettagli dell'offerta».*

dipendenti e le forme di retribuzione degli amministratori che determinino un loro interessamento ai risultati d'impresa; dall'altro, dalla convinzione che i particolari destinatari cui l'offerta si rivolge possano, per la loro posizione all'interno della società, possedere informazioni sufficienti per scegliere se aderire o meno all'offerta (ossia dalla mancanza della cd. *need of protection*), il che può essere vero per gli amministratori, ma non necessariamente lo è per i dipendenti (⁴⁰³).

La norma, a differenza di quanto previsto nel codice civile, non si riferisce solamente al rapporto di controllo verticale, ma anche alle cosiddette società sorelle e alle società collegate; utilizza, poi, i termini *offerta* e *assegnazione* distinguendo l'attribuzione delle azioni gratuita da quella a pagamento, secondo le diverse modalità previste dal codice civile (⁴⁰⁴).

L'esenzione trova applicazione a emittenti aventi azioni già negoziate su un mercato regolamentato europeo o estero, con modalità differenti a seconda che si tratti di imprese aventi la sede legale o principale nell'Unione Europea, ovvero ad imprese aventi la sede al di fuori dell'Unione Europea ma gli strumenti finanziari delle quali siano già stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo o, ancora, ad imprese con sede principale o legale in un Paese non appartenente all'Unione Europea e i cui strumenti finanziari siano negoziati sul mercato di un Paese non europeo. Si tratta, invero, di situazioni in cui la necessità di garantire una corretta informazione e le esigenze di controllo risultano differenti e che, pertanto, rendono necessari diversi adempimenti procedurali.

L'art. 34-ter lett. n) esclude, inoltre, l'applicazione della disciplina richiamata all'offerta al pubblico che abbia ad oggetto valori mobiliari che non possono essere negoziati sui mercati regolamentati in quanto completamente o parzialmente non trasferibili e che siano offerti ad amministratori ed ex amministratori, dipendenti ed ex dipendenti della società *da parte dell'emittente o da parte dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo*.

Si è così preso atto della possibilità che i titoli offerti o assegnati ai dipendenti siano caratterizzati da limitazioni nella legge di circolazione, riconoscendo l'insussistenza dell'esigenza di applicare le norme sulle offerte di sottoscrizione e vendita in tali

⁴⁰³ E. RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari*, in P. RESCIGNO (a cura di), *Impresa e lavoro*, vol. III, Utet, Torino, 2011, p. 439 ss.

⁴⁰⁴ E. RIGHINI, *op cit.*

ipotesi, data la loro non negoziabilità sul mercato dei capitali (⁴⁰⁵).

Infine, il terzo comma dell'articolo in esame prevede un'ipotesi di parziale inapplicabilità della disciplina delle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita, con particolare riferimento alle norme che ne disciplinano l'informativa. Si prevede infatti che nel caso in cui l'offerta sia rivolta ad amministratori o *ex* amministratori, dipendenti o *ex* dipendenti o promotori finanziari di una società che non abbia valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, o da un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo, non si applichino gli obblighi di pubblicità altrimenti imposti dall'articolo 13, commi 2 e 3 Reg. Emittenti (⁴⁰⁶).

Parimenti, riveste finalità informative la previsione dell'art. 114-bis T.u.f., rubricato *«Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori»*, integrato dall'art. 84-bis del Regolamento Emittenti e dallo Schema 7 dell'Allegato 3A a tale Regolamento.

Esso prescrive la particolare informativa che gli emittenti con strumenti finanziari quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante devono fornire al mercato *«in occasione dell'attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori della società e del relativo gruppo di appartenenza»* (⁴⁰⁷), prevedendo l'obbligo di approvazione di tali piani da parte dell'assemblea ordinaria e regolando l'informativa che deve essere messa a disposizione del pubblico.

L'articolo richiama dunque quattro categorie di soggetti: i componenti del consiglio di amministrazione, i componenti del consiglio di gestione, i dipendenti e i collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato. Questi ultimi sono individuati per categorie, mentre per i componenti dell'organo di amministrazione e di gestione

⁴⁰⁵A differenza delle lett. m), m-bis), m-ter) che sono riferite alla più vasta categoria degli *«strumenti finanziari»*, la lett. n) si applica con riguardo ai *«valori mobiliari»*. Trattandosi di esenzioni di carattere eccezionale, si ritiene che siano applicabili solamente ai prodotti finanziari cui espressamente si riferiscono (cfr. E. RIGHINI, *op cit.*).

⁴⁰⁶Art. 13 Reg. Emittenti: *«2. L'emittente, l'offerente o il responsabile del collocamento rende pubblici i risultati dell'offerta secondo le modalità e i termini indicati nel prospetto. Le stesse informazioni sono contestualmente trasmesse alla Consob. 3. Nel caso di offerte finalizzate all'ammissione di azioni in un mercato regolamentato, il responsabile del collocamento, entro due mesi dalla chiusura dell'offerta, trasmette alla Consob le informazioni indicate nell'Allegato 1F, unitamente ad una riproduzione delle stesse su supporto informatico»*.

⁴⁰⁷ CONSOB, *«Disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione al mercato di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori»*. Documento di consultazione del 23 febbraio 2007.

sono richieste informazioni individuali con riferimento a ciascun nominativo.

Si struttura così una disciplina che prevede l'emissione di un documento informativo da presentare all'assemblea avente il contenuto di base di cui al primo comma dell'art. 114-bis⁽⁴⁰⁸⁾, che deve indicare, tra l'altro, le categorie di dipendenti o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano nonché le modalità e le clausole di attuazione del piano e, in ipotesi di particolare rilevanza del piano, le informazioni aggiuntive richieste dal comma terzo del medesimo articolo⁽⁴⁰⁹⁾. Nel caso in cui, poi, l'approvazione o l'adozione del piano di azionariato costituisca informazione *price sensitive* l'obbligo di informativa viene ulteriormente anticipato⁽⁴¹⁰⁾.

⁴⁰⁸ Il combinato disposto dell'art. 114-bis del TUF e dell'art. 84-bis del Regolamento Emittenti prevede che entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'emittente debba pubblicare un documento informativo che formerà oggetto di relazione all'assemblea. Esso deve essere depositato presso la sede sociale, messo a disposizione del pubblico e pubblicato sul sito internet degli emittenti per un periodo di tempo pari alla durata dei piani. In questo modo è garantita agli investitori la possibilità di valutare il piano in maniera continuativa grazie ad informazioni facilmente consultabili [cfr. F. ANNUNZIATA, *sub Art. 114-bis. Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziaria esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, in M. FRATINI ó G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2012]. Tale documento deve contenere le ragioni che motivano l'adozione del piano; informazioni riguardanti i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano; le categorie di dipendenti o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano; le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se l'attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della legge 24 dicembre 2003, n. 350; le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi. Il perdurante riferimento al Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della legge 24 dicembre 2003, n. 350 dovrebbe oggi leggersi come al nuovo Fondo per la promozione della partecipazione dei dipendenti agli utili e ai risultati d'impresa introdotto dal Decreto del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali, adottato di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze il 20 giugno 2016.

⁴⁰⁹ I piani di particolare rilevanza, secondo il terzo comma dell'art. 114-bis, devono poi contemplare ulteriori informazioni più dettagliate indicate nell'Allegato 3A schema 7 al Regolamento Emittenti. Tra questi, per quanto qui interessa, possono rientrare quelli che prevedono come beneficiari *de persone fisiche controllanti l'emittente azioni, che siano dipendenti dell'emittente o collaboratori non legati allo stesso da rapporti di lavoro subordinato*.

⁴¹⁰ Al termine del consiglio di amministrazione che ha deliberato la presentazione di un piano all'assemblea, l'emittente deve senza indugio predisporre un comunicato da diffondere al pubblico al fine di consentire agli investitori di valutare l'oggetto della delibera dal punto di vista dei possibili effetti per la società in termini di potenziali oneri e benefici derivanti dall'assegnazione dei compensi. Il comma 3 dell'art. 84-bis del Regolamento Emittenti ne ha disciplinato il contenuto minimo mantenendo un collegamento con le informazioni previste dal documento informativo per l'assemblea. Esso pertanto deve indicare i soggetti destinatari, gli elementi essenziali relativi alle caratteristiche degli strumenti finanziari su cui si basano i piani di compensi, le ragioni essenziali che motivano i piani.

Da ciò si deduce che l'informazione relativa all'adozione e approvazione dei piani di cui all'art. 114-bis pur essendo soggetta a comunicazione obbligatoria, non sia di per sé ritenuta informazione privilegiata; spetterà dunque all'emittente valutare la sussistenza del requisito della *price sensitivity* (⁴¹¹).

Infine, l'art. 123-bis T.u.f. prescrive che la relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati debba contenere una specifica sezione, denominata *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, contenente, tra l'altro *il meccanismo di esercizio dei diritti di voto previsto in un eventuale sistema di partecipazione azionaria dei dipendenti, quando il diritto di voto non è esercitato direttamente da questi ultimi*. Tale disposizione, pur con finalità informative, funge così da tramite con l'altra serie di articoli dedicati all'azionariato dei dipendenti, che si andranno ora ad analizzare (⁴¹²).

12. La posizione del dipendente - azionista nella società con titoli quotati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante: l'acquisto di azioni proprie

Alla seconda delle finalità indicate sono, invece, riconducibili quelle norme volte a tutelare specificamente i dipendenti-azionisti (artt. 132 e 137 T.u.f.) ed i dipendenti-azionisti quali *species* della categoria degli azionisti di minoranza, con la conseguente applicabilità delle norme di cui agli artt. 141 e 147-bis del Testo Unico (⁴¹³).

Seppur i dipendenti ó azionisti non costituiscano, infatti, categoria speciale ai sensi

⁴¹¹ Cfr. C. ALVISI, *Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, in F. GALGANO ó F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2009. Per le società cooperative, l'art. 135-ter T.u.f., introdotto dal d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 prevedeva che *in deroga all'articolo 114-bis, comma 1, la relazione prevista dalla medesima disposizione è messa a disposizione del pubblico almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea con le modalità previste dalla Consob con regolamento emanato ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 3*. L'articolo è stato abrogato dal d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012.

⁴¹² La disciplina presentata è completata, riguardo ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche, dall'art. 123-ter T.u.f. rubricato *Relazione sulla remunerazione*.

⁴¹³ In particolare, i dipendenti ó azionisti, data la specificità degli interessi di cui sono portatori, sono parsi la minoranza organizzata con le maggiori possibilità di incidere sul governo societario, avendo l'interesse non solo alla redditività dell'investimento, ma anche al buon andamento della società nella quale prestano la propria opera [S. GATTI, *sub Art. 137*, in G. ALPA ó F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, Cedam, 1998, p. 1245]. Ricondotto dunque il dipendente ó azionista alla figura dell'azionista di minoranza, risulteranno applicabili al primo le disposizioni predisposte dal Testo Unico per la salvaguardia del secondo.

dell'art. 2348 c.c., se non nei casi in cui siano loro attribuiti azioni o strumenti finanziari dotati di particolari diritti, è ormai pacifica la riconduzione dei dipendenti o azionisti nel novero degli azionisti di minoranza, pur nella consapevolezza della loro specificità.

Prima delle norme ricordate è dunque l'art. 132 T.u.f. che, nel prevedere particolari regole per l'acquisto di azioni proprie e della società controllante, soggetto al principio della parità di trattamento tra azionisti (⁴¹⁴), da attuarsi nelle modalità indicate dalla Consob con proprio regolamento, ne sancisce l'inapplicabilità agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute dai dipendenti della società emittente le azioni, a quelli delle società controllate da quest'ultima o dalla controllante e che siano state *assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma del codice civile, ovvero rivenienti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis* (⁴¹⁵).

Scopo dell'esenzione, che agevola la dismissione delle azioni possedute dai dipendenti

⁴¹⁴ L'esigenza sottostante la disposizione era già stata presa in considerazione dalla legge 149 del 1992 ed è stata trasferita nell'articolo in esame del Testo Unico. La Consob ha chiarito come *la ratio di tale disposizione consiste, da un lato - come risulta dallo stesso dettato normativo - nel garantire la parità di trattamento tra gli azionisti delle società quotate, dall'altro, nell'impedire che la società, attraverso operazioni di acquisto di azioni proprie, possa influenzare sensibilmente le quotazioni dei propri strumenti finanziari*, CONSOB, Comunicazione n. DIS/99043363 del 28 maggio 1999. In particolare l'interesse tutelato dalla norma corrisponde a quanto previsto dall'art. 92, comma 1 T.u.f.: *«Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni»*. La dottrina ha però rilevato come il principio della parità di trattamento sia tutelato dall'art. 132 T.u.f. non tanto sul piano della parità del prezzo di acquisto delle azioni, quanto su quello delle pari opportunità di cedere le proprie azioni alla società nel caso in cui essa decida di acquistarle, cfr. M. ROSSI, *sub Art. 132*, in N. ABRIANI e M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, tomo II, Utet, Torino, 2010, p. 3325. In proposito, la Consob, con Comunicazione n. DM/DAL/42381 dell'8 giugno 2000 ha chiarito *«La disposizione in questione ha innanzitutto lo scopo di garantire la parità di trattamento tra gli azionisti di un emittente quotato assicurando agli stessi uguali opportunità di dismettere le proprie azioni nelle ipotesi in cui quest'ultimo decida di acquistarle»*

⁴¹⁵ Il riferimento ai piani di compenso di cui all'art. 114-bis T.u.f. è stato inserito dall'art. 2 d.lgs. n. 224 del 29 ottobre 2010. Prima di tale momento, si riteneva che l'esenzione in esame non potesse operare qualora le azioni fossero attribuite ai dipendenti attraverso modalità diverse da quelle previste dagli artt. 2349 e 2441 c.c. La modifica operata dal d. lgs. 29 del 2010, ha fatto sì che la norma si riferisca ora alle azioni proprie *assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile, ovvero rivenienti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis*. Dal momento che l'articolo 114-bis non opera distinzioni sulle modalità di assegnazione di azioni ai dipendenti della società, può affermarsi che la limitazione dettata dalla precedente previsione della norma in esame attualmente non sussista (cfr. E. GHERA, *op. cit.*). A completamento della disciplina è posto l'art. 172 T.u.f. che prevede le sanzioni in caso di irregolare acquisto di azioni proprie: *«1. Gli amministratori di società con azioni quotate o di società da queste controllate che acquistano azioni proprie o della società controllante in violazione delle disposizioni dell'articolo 132 sono puniti con una reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da lire quattrocentomila a lire due milioni [ndr: da euro duecentosette a euro milletrantatré]. 2. La disposizione prevista dal comma 1 non si applica se l'acquisto è operato sul mercato regolamentato secondo modalità diverse da quelle stabilite dalla Consob con regolamento, ma comunque idonee ad assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti»*.

azionisti, potenzialmente soggette a limiti di circolazione, è quella di favorirne la sottoscrizione.

Ai dipendenti azionisti può, infatti, essere garantita la possibilità di un realizzo dell'investimento loro conveniente⁽⁴¹⁶⁾, ove l'emittente preveda un prezzo minimo di realizzo alla scadenza di un periodo predeterminato anche qualora l'andamento del titolo risulti negativo⁽⁴¹⁷⁾.

Allo stesso tempo, la previsione legittima la società a riscattare le azioni assegnate o sottoscritte dai dipendenti nell'ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro, senza dover sottostare al principio della parità di trattamento⁽⁴¹⁸⁾.

Le ragioni della disposizione ricordata conducono, dunque, a ritenerla destinata agli acquisti effettuati dai soli lavoratori dipendenti con contratto di lavoro subordinato, con esclusione di amministratori, sindaci, collaboratori della società⁽⁴¹⁹⁾.

13. L'espressione del voto tramite delega da parte dei dipendenti ó azionisti

Come si è detto, la figura del dipendente-azionista è stata considerata in sede di redazione del Testo Unico quale sottocategoria di quella dell'azionista di minoranza e, in quanto tale, destinataria di norme di favore nella disciplina delle deleghe di voto, ossia del *“conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee”*⁽⁴²⁰⁾.

In particolare, l'art. 137, 3° co., T.u.f. consente genericamente allo statuto delle società con azioni quotate di *“prevedere disposizioni dirette a facilitare l'espressione del voto*

⁴¹⁶ E. GHERA, *op. cit.*

⁴¹⁷ M. ROSSI, *op. cit.*, p. 3333: *“Il dipendente che investe il proprio risparmio in azioni della società presso cui lavora non è portatore semplicemente dell'interesse contrattualistico ad avere un buon ritorno in termini di utili e di capital gain del proprio investimento, ma anche dell'interesse a promuovere lo sviluppo in termini di investimenti e potenzialità, al fine della permanenza e della prosperità dell'impresa”*. Per V. TROIANO, *I dipendenti azionisti*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 306, si legittimano così *“piani di incentivazione del personale che prevedono il riacquisto delle azioni assegnate ai prestatori di lavoro al termine di un periodo durante il quale i dipendenti concorrono alla massimizzazione dei risultati di gestione ed alla valorizzazione del titolo”*.

⁴¹⁸ M. ROSSI, *op. cit.*, p. 3333; M. ROSSI, *sub Art. 132*, in N. ABRIANI, *Codice delle Società*, Utet, Torino, 2016, p. 3385.

⁴¹⁹ M. VENTORUZZO, *sub Art. 132 Acquisto di azioni proprie e della società controllante*, in P. MARCHETTI - L. A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1999, p. 1201; M. ROSSI, *sub Art. 132*, in N. ABRIANI, *Codice delle Società*, p. 3385.

⁴²⁰ Art. 136, comma 1, lett. a).

tramite delega da parte degli azionisti dipendenti.

Tale norma, che trova applicazione sia in ipotesi di sollecitazione che di raccolta di deleghe di voto (⁴²¹), nel riferirsi ad «azionisti dipendenti», senza distinguere in base alle modalità che abbiano condotto un soggetto alla titolarità di entrambe le qualifiche, sembrerebbe applicabile a chiunque sia al contempo azionista e dipendente della società (⁴²²).

Le disposizioni di favore che gli statuti potrebbero prevedere, in assenza di una maggiore specificità normativa sul punto, sono, poi, le più varie (⁴²³).

La norma deve allora essere letta congiuntamente a quella di cui all'art. 141 T.u.f. in materia di raccolta di deleghe di voto, che consente l'esercizio di tale attività da parte di un'associazione di azionisti costituita con scrittura privata autenticata, che non eserciti attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo e composta da almeno cinquanta persone fisiche ciascuna delle quali risulti proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto.

Sebbene la partecipazione a tali associazioni sia rivolta a tutti gli azionisti di minoranza, è opinione condivisa, infatti, che i primari destinatari della previsione possano proprio essere i dipendenti o azionisti (⁴²⁴).

Nonostante l'ambito sostanziale ricoperto dall'art. 141 sia limitato alla materia delle

⁴²¹ Il Testo Unico del 1998 prevedeva che la norma trovasse applicazione solo per l'ipotesi della raccolta delle deleghe di voto e non per la sollecitazione delle stesse, ma il d. lgs. n. 27 del 2010 ha esteso la possibilità alla sollecitazione delle deleghe, cfr. R. COSTI, *op. cit.*, p. 349.

⁴²² Sarà probabilmente lo statuto a restringere il novero dei destinatari della previsione di favore a coloro che siano diventati azionisti della società in base agli artt. 2349 o 2441, 8° co. c.c. Ciò al fine di meglio controllare le dimensioni del fenomeno dell'azionariato dei dipendenti e di stabilire quale incidenza tali figure possano avere nella gestione sociale (cfr. R. COSTI, *op. cit.*, p. 349).

⁴²³ F. GHEZZI, *sub Art. 137*, in P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Giuffrè, tomo II, Milano, 1999, 1284, ritiene che tra queste si annoverino la possibilità che il conferimento della delega non sia limitato a singole assemblee già convocate, che le istruzioni di voto siano date in un momento successivo a quello del conferimento della delega, che sia garantito il rimborso dei costi sostenuti per la sollecitazione o la raccolta, che sia consentito ai dipendenti di disporre dei locali e dei beni sociali a fini organizzativi e che l'attività venga svolta nel corso dell'orario di lavoro. La decisione di lasciare l'attuazione della norma all'autonomia statutaria è stata una scelta dettata da un duplice ordine di ragioni. Da un lato Assonime e Confindustria si erano espresse negativamente con riguardo alla disposizione in esame, temendo la prima che il voto per delega diventasse uno strumento carico di valenze ideologiche, la seconda che i lavoratori venissero così ingiustamente privilegiati. Un secondo ordine di ragioni si fondava invece sulle potenzialità discriminatorie della norma nei confronti degli altri azionisti e sulla preferenza per un modello di delegificazione (cfr. L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 146).

⁴²⁴ P. MORANDI, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Cedam, Milano, 2003.

deleghe di voto (⁴²⁵), secondo larga parte della dottrina esso potrebbe poi estendersi all'attribuzione a tali associazioni di più ampi poteri volti a rafforzare il ruolo delle minoranze (⁴²⁶).

Si rileva, infatti, come il legislatore non abbia chiarito l'oggetto dell'associazione di azionisti, limitandosi a specificare le condizioni formali e sostanziali alle quali è loro consentito richiedere il conferimento di deleghe di voto ai propri associati.

Potrebbe, dunque, sostenersi che la rappresentanza assembleare in una determinata società effettuata secondo le modalità di cui all'art. 141 non costituisca l'oggetto esclusivo dell'associazione di azionisti, che potrebbe essere dotata dall'autonomia statutaria di un oggetto più ampio e prevedere ulteriori diritti di favore nei confronti degli associati (⁴²⁷). Adottando questa interpretazione, sarebbe possibile leggere l'art. 141 come disciplina minima dell'associazione di azionisti, consentendo all'autonomia statutaria di dotare tali associazioni di ulteriori diritti per la tutela delle minoranze (⁴²⁸).

Nella direzione di un ampliamento delle prerogative delle associazioni di azionisti va, peraltro, il disegno di legge n. 4150 presentato alla Camera dei Deputati in data 16 novembre 2016, contenente *«Disposizioni e delega al Governo in materia di disciplina delle associazioni di azionisti, per la tutela dell'azionariato diffuso nelle società operanti in settori di pubblica utilità con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante»*.

⁴²⁵ G. BALP, *sub Art. 141. Associazione di azionisti*, in P. MARCHETTI ó L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999, p. 1373.

⁴²⁶ G. BALP, *op. cit.*; G. PERONE, *sub Art. 141*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, tomo II, Utet, Torino, 2010.

⁴²⁷ Cfr. sul punto, G. BALP, *op. cit.*, p. 1375; *Audizione Parlamentare 10 dicembre 1997 del Prof. Mario Draghi davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati*, in *Giur. comm.*, 1997, p. 780: *«Un modello efficiente di governo delle imprese non trova necessariamente esclusivo fondamento in norme imperative. Se è indubbio che sarebbe eccessivamente ottimistico fondare il sistema sulla reputazione e lungimiranza degli amministratori e degli azionisti di maggioranza nell'impiegare al meglio le risorse ad essi affidate, d'altro canto, l'eccessiva rigidità delle norme poste a tutela degli «interessi deboli» può condurre ad effetti involutivi indesiderati»*.

⁴²⁸ Unico limite evidente ai poteri attribuiti a tali associazioni consisterebbe quindi nella lett. b) del comma 1 dell'art. 141, in base alla quale le associazioni non esercitano attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo. La dottrina non ha mancato di notare i rischi sottesi alla formazione di associazioni di dipendenti ó azionisti, che potrebbero diventare *«strumento di agitazione di istanze rappresentative non dell'interesse sociale, ma di quello particolare dei lavoratori subordinati»* (G. BALP, *op. cit.*, p. 1374) e che rischierebbe di costituire momento di solidarietà di interesse tra dipendenti e amministratori, rendendo l'associazione dipendente da particolari interessi di questi ultimi (cfr. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 31 ss.), rischi potenzialmente aggravati dal fatto che l'art. 141 deroghi all'art. 2372, 5 co. c.c. in materia di conflitto di interessi. A baluardo di tali distorsioni, però, dovrebbe considerarsi sufficiente la presenza dell'art. 143 T.u.f.

Tale proposta si prefigge, infatti, la finalità di tutelare l'azionariato diffuso nelle predette società attraverso il rafforzamento delle associazioni di azionisti, alle quali lo statuto dovrebbe riservare almeno un posto nell'organo amministrativo ed un posto nell'organo di controllo (⁴²⁹).

14. Le assemblee speciali di azionisti

In conclusione della rassegna delle norme rivolte ai dipendenti o azionisti di società con azioni quotate nei mercati regolamentati, pare infine opportuno richiamare l'art. 147-bis T.u.f., che sancisce l'applicabilità degli artt. 146 e 147 T.u.f. alle assemblee speciali previste dall'articolo 2376, comma 1, del codice civile, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea.

Nel caso in cui le azioni o gli strumenti finanziari attribuiti ai dipendenti costituiscano una specifica categoria, alle assemblee speciali di categoria previste dall'art. 2376 c.c. risulteranno, quindi, applicabili le norme previste dal Testo Unico per i titolari di azioni di risparmio, consentendo che l'assemblea speciale abbia competenze ulteriori rispetto all'approvazione delle delibere dell'assemblea generale pregiudizievoli dei diritti di

⁴²⁹ Nella relazione di presentazione della proposta si afferma infatti: «L'azionariato diffuso, veicolato dalle associazioni di azionisti, può rivelarsi un soggetto di fatto idoneo e interessato a una gestione aziendale volta a preservare l'interesse esclusivo della società, non potendosi trovare, per volume di investimenti e per qualificazioni professionali, in una posizione «concorrenziale» o conflittuale con quella della società ma solo sinergica. La presente proposta di legge si propone di contribuire all'attuazione dell'articolo 41 della Costituzione, per la tutela della libertà dell'iniziativa economica, nonché dell'articolo 47 della Costituzione, per l'incoraggiamento e la tutela del risparmio, nella misura in cui l'investimento azionario è, nell'attuale sistema, una forma di risparmio che la norma costituzionale prevede espressamente di favorire attraverso l'investimento azionario nelle grandi realtà produttive del Paese. La presente proposta di legge si inserisce nell'attuale dibattito, in sede di Unione europea, sulla revisione delle direttive del 2007 e del 2013 sulla partecipazione azionaria. La stessa Unione europea riconosce come, negli ultimi anni, siano emerse carenze nel governo societario delle società quotate, con riferimento a differenti soggetti: le società e i loro amministratori, gli azionisti con ruoli di investitori istituzionali o di gestori di attivi, nonché i consulenti in materia di voto. Date l'estensione del fenomeno di investimento azionario, in crescita, e le ricadute negative che può subire a causa di una bad governance, la presente proposta di legge si prefigge di compiere un percorso simile a quello intrapreso per la tutela dei consumatori, riconoscendo alle associazioni di azionisti non solo una partecipazione diretta alla governance ma anche la possibilità di esercitare, in nome proprio e per conto degli azionisti diffusi delle società quotate interessate, i diritti societari gestori e partecipativi, con esclusione, invece, dei diritti di natura patrimoniale. A nostro avviso, un sistema di governance, per essere efficace, deve aprirsi alla presenza negli organi sociali di rappresentanti dell'azionariato diffuso, attraverso le associazioni di azionisti in quanto soggetti con le risorse e con le qualifiche necessarie per svolgere quell'insieme di attività di controllo e di tutela previste dall'ordinamento ma che, normalmente, rimangono al di fuori della sfera dell'azione e della possibilità dei singoli azionisti. L'unica facilitazione oggi riconosciuta alle associazioni di azionisti è la raccolta delle deleghe tra i propri associati: troppo poco, considerato che, viceversa, le attuali procedure e i vigenti termini per l'esercizio dei diversi diritti sono tali da rendere di fatto impossibile agli azionisti diffusi il loro esercizio».

categoria e che sia ad essa possibile la nomina di un rappresentante comune ⁽⁴³⁰⁾.

Si ritengono invero infondate quelle critiche sollevate da parte della dottrina che, in forza del dato letterale dell'art. 147-bis T.u.f., il quale riferisce l'applicazione degli artt. 146 e 147 alle *assemblee speciali* previste dall'art. 2376, 1° co., c.c., sostiene che il legislatore abbia voluto estendere la disciplina degli azionisti di risparmio solo con riferimento a questo tipo di assemblee, impregiudicate le loro funzioni stabilite dal codice civile, e non alle categorie speciali di azioni quotate nei mercati regolamentati ⁽⁴³¹⁾.

L'art. 147-bis, infatti, richiama interamente gli articoli 146 e 147 T.u.f. ed il riferimento alle assemblee speciali di cui all'art. 2376, 1° co., c.c. risulta effettuato per chiarire che destinatari della norma sono i titolari di *diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi* che possono riunirsi in assemblea speciale di categoria, non per limitare l'applicazione alle ipotesi in cui vi siano *deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di una di esse*. Anche perché questa funzione è prevista anche dall'art. 146, 1° co., lett. b), T.u.f., in base al quale

⁴³⁰ Cfr. L. AUTUORI, *sub Art. 146. Assemblea speciale*, in P. MARCHETTI ó L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999.

⁴³¹ Sul coordinamento della disciplina dell'art. 2376 c.c. con quella degli articoli 146 e 147 T.u.f. la dottrina presenta opinioni profondamente differenti. Il problema è rappresentato dal fatto che se gli articoli 146 e 147 T.u.f. delineano la disciplina di un'organizzazione di gruppo stabile, che deve sempre esistere, per i titolari di azioni di risparmio, l'art. 2376 c.c. riguarda invece una forma di organizzazione solo eventuale, avente come presupposto una deliberazione dell'assemblea generale che pregiudichi i diritti di una categoria di azioni o strumenti finanziari [cfr. M. NOTARI, *sub Art 2376*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (a cura di), *Assemblea*, in *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 256]. Alcuni Autori ritengono infatti che la norma estenda la disciplina speciale delle azioni di risparmio alle categorie speciali di azioni (e strumenti finanziari) emesse da società quotate [C. FORMICA ó C. LOLLÌ, *sub Art. 2376*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Cedam, Padova, p. 2005], con l'applicazione a tutte le categorie di azioni quotate di tutta la normativa prevista per le azioni di risparmio (cfr. G. D'ATTORRE, *sub Art 2376*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, tomo II, Utet, Torino, 2010, p. 972; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.* 2007, 5, p. 981). Altri Autori hanno invece ritenuto che gli articoli 146 e 147 si applichino alle ipotesi delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c. e non alle categorie speciali di azioni quotate nei mercati regolamentati, cioè che trovino applicazione nelle sole ipotesi in cui una deliberazione della società pregiudichi i diritti di categoria [cfr. C. F. GIAMPAOLINO, *sub Art. 147-bis. Associazioni di categoria*, in M. FRATINI ó G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2012; G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 973; M. NOTARI, *op. cit.*, p. 258]. Inoltre secondo questa opinione solamente le norme contenute negli artt. 146 e 147 T.u.f. che siano compatibili con l'art. 2376 c.c. possono applicarsi alle assemblee speciali disciplinate da quest'ultimo. A tal proposito si veda M. NOTARI, *op. cit.*, p. 258, che ha ritenuto applicabili alle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c. le seguenti disposizioni: a) il quorum del 20% del totale delle azioni di categoria; b) il potere del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza di convocare l'assemblea speciale nei casi in cui non vi provvedessero gli amministratori; c) la possibilità per lo statuto di attribuire ulteriori poteri a tutela degli interessi dei portatori delle azioni. Non ritiene invece applicabili le norme sul rappresentante comune e sull'istituzione del fondo comune.

l'assemblea speciale delibera *«sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria»*.

A fronte del difficile coordinamento delle norme in esame, pare opportuno dar rilievo all'attenzione del legislatore, che, richiedendo l'applicazione delle norme di tutela previste per gli azionisti di risparmio, ha evidentemente inteso assicurare una disciplina organizzativa delle assemblee dei portatori di azioni quotate appartenenti a categorie speciali di maggior favore o comunque più completa di quella prevista dal codice civile per le società non quotate.

La relazione illustrativa al d. lgs. 37 del 2004 sembra avvalorare questa tesi: *«l'articolo 73 introduce il nuovo articolo 147-bis del testo unico della finanza in tema di assemblee speciali dei possessori dei nuovi strumenti partecipativi previste dall'articolo 2376 del codice civile; il raffronto tra la disciplina prevista all'art. 2376 per le assemblee speciali - ossia quella delle assemblee straordinarie - con quella di maggior dettaglio prevista nel TUF per le azioni di risparmio induce a ritenere opportuna l'estensione di tale disciplina a tutte le categorie di azioni previste all'art. 2376, qualora tali azioni siano quotate»*.

Sull'applicabilità della norma agli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi di cui all'art. 2376 c.c. le polemiche sollevate sembrano poi superabili: sebbene, infatti, l'art. 147-bis t.u.f. si riferisca ad *«azioni»*, lo stesso articolo rinvia però all'art. 2376, *comma 1, del codice civile*, applicabile anche agli strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi; inoltre, non si esclude che tali strumenti finanziari possano essere quotati ⁽⁴³²⁾ e che il relativo titolare rischi di trovarsi in situazioni non dissimili da quelle dell'azionista, con la necessità della specifica tutela posta in essere per le azioni di risparmio ⁽⁴³³⁾.

⁴³² R. COSTI, *op. cit.*, p. 320, ha sostenuto che *«le società quotate potranno emettere quegli strumenti finanziari «diversi» dalle azioni e dalle obbligazioni, anche se la loro tendenziale atipicità non ne faciliterà la quotazione sui mercati regolamentati»* e richiama in proposito l'art. 95, comma 4 T.u.f. in base al quale *«La Consob determina quali strumenti o prodotti finanziari, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati ovvero diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116 e individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, devono avere un contenuto tipico determinato»*, che consentirebbe di assicurare un mercato secondario per tali titoli.

⁴³³ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1316, ha affermato che il regime protettivo delle azioni di risparmio sia giustificato dalla necessità di contenere il rischio, insito nell'ampia elasticità causale dello strumento finanziario, di facili arbitraggi da parte dell'emittente, che potrebbe ricorrere a tale strumento solo per evitare il rigido corredo organizzativo previsto per le azioni quotate.

Ne risulta la possibile configurazione dell'azionariato dei dipendenti come fenomeno collettivo e non meramente individuale, nei limiti stabiliti dallo statuto delle società con azioni quotate.

15. Partecipazione finanziaria e partecipazione alla gestione: due profili distinti ma collegati

Nel corso del primo capitolo, si è chiarito come la partecipazione finanziaria si distingua nettamente dalla cd. "partecipazione alla gestione", intesa come insieme di strumenti che consentono ai lavoratori di "prendere parte" al processo decisionale dell'impresa, ciò, anche alla luce del fatto che il più noto modello di partecipazione alla gestione, quello della *Mitbestimmung* tedesca, riconosce tale diritto al lavoratore in quanto tale e non in quanto azionista della società.

Dal quadro normativo qui descritto emerge, tuttavia, come tale dato non determini, l'impossibilità di realizzare forme di collegamento tra le due modalità partecipative: le caratteristiche delle azioni e degli strumenti finanziari distribuiti o acquistati dai dipendenti ed i diritti ad essi collegati, possono, infatti rappresentare per il lavoratore lo strumento per conseguire la capacità di influire sulle decisioni dell'impresa (⁴³⁴).

Tale affermazione pare, peraltro, suffragata dall'introduzione, ad opera della riforma del 2003, della categoria degli strumenti finanziari partecipativi, dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e con eventuale riserva del diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco (⁴³⁵).

Allo stesso tempo, occorre riconoscere che la medesima riforma, pur consentendo l'adozione di un sistema dualistico di amministrazione e controllo, la cui matrice

⁴³⁴ G. BAGLIONI - M. CASTRO - M. FIGURATI - M. NAPOLI - D. PAPAPELLA, *Oltre la soglia dello scambio. La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Idee e proposte*, CESOS, 2000, p. 13.

⁴³⁵ E. GHERA, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2003, p. 431: "pur non adottando norme direttamente promozionali, il d. lgs. 6/2003 ha predisposto una cornice normativa utile, ancorché elementare, per lo sviluppo di forme e procedure per l'organizzazione del voto dei piccoli azionisti: dirà l'esperienza se queste norme potranno favorire lo sviluppo dell'azionariato diffuso non solo popolare, ma altresì dell'azionariato dei lavoratori". Lo stesso autore aggiunge anche che "Tutto questo, mentre conferma la difficoltà di instaurare una relazione costruttiva tra l'azionariato dei dipendenti - che l'attuale diritto societario configura come individuale - e la democrazia economica partecipativa, sottolinea come sia necessario un intervento del legislatore qualora si voglia imboccare la via dell'azionariato collettivo; e conferma altresì l'eterogeneità tra i due modelli - collettivo e individuale - di partecipazione dei lavoratori al capitale di rischio" (p. 440).

tedesca vede quale elemento portante la cogestione, non abbia accolto tale istanza partecipativa ⁽⁴³⁶⁾. Anzi, l'art. 2409-*duodecies*, che disciplina il consiglio di sorveglianza del modello dualistico, stabilisce proprio che non possano essere eletti alla relativa carica coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita che ne compromettano l'indipendenza.

E, pur non essendo chiaro in base al dettato della disposizione citata se il lavoratore azionista debba ritenersi escluso *tout court* dalla possibilità di assumere tale carica ovvero se l'ineleggibilità sia riservata ai casi di compromissione della sua indipendenza, occorre dar conto della prevalenza in dottrina della prima interpretazione ⁽⁴³⁷⁾ e, in ogni caso, della forte cautela nella nomina di un lavoratore quale consigliere di sorveglianza anche ove si accogliesse la tesi contraria.

In sostanza, parrebbe di potersi affermare che la riforma del 2003, nella direzione di una sempre maggior autonomia statutaria anche su questi temi, abbia consentito il riconoscimento di un diritto di influire sulla gestione al lavoratore in quanto azionista e non in quanto mero *stakeholder* dell'impresa, lasciando agli organi societari, da un lato, e alla contrattazione aziendale e collettiva, dall'altro, ogni scelta sul come perseguire tale obiettivo.

Se tanto è vero, non può che guardarsi con interesse al fenomeno dell'azionariato collettivo dei lavoratori, ossia delle modalità di organizzazione dei medesimi al fine di un coordinato esercizio dei loro diritti di azionisti, che consentirebbe loro di acquisire una maggiore *voice* nelle decisioni d'impresa.

A tal proposito si è da più parti sottolineato che, in una prospettiva *de iure condendo*, il

⁴³⁶ R. WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in *Soc.*, 2003, p. 270 ss.; U. TOMBARI, *Partecipazione dei lavoratori all'impresa azionaria: quali strumenti oggi?*, 26 novembre 2010, in www.nelmerito.it.

⁴³⁷ Conf. J. P. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, 2010, p. 406; è dunque minoritaria la dottrina che ritiene che l'esistenza di un rapporto di lavoro continuativo non sia condizione in sé di ineleggibilità, dipendendo questa dalla compromissione dell'indipendenza, cfr. A. POMELLI, *Sull'indipendenza dei consiglieri di sorveglianza nei gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 970. A queste posizioni si aggiunge quella di chi si interroga sulla possibile riferibilità della verifica dell'indipendenza solo alle collaborazioni e alle consulenze o anche ai rapporti di lavoro subordinato, cfr. A. CAPRARA, *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Cedam, 2008: *«occorre vedere se la clausola generale contenuta nell'ultima parte della disposizione sia da riferire a tutti i rapporti ivi indicati o solo ai rapporti d'opera e di consulenza, con riflessi non solo sul piano dell'indipendenza, ma anche su quella della possibilità, in taluni casi, di nomina anche di dipendenti del consiglio di sorveglianza»* (p. 267, nt. 272).

vero nodo politico decisivo da affrontare sia quello della alternativa tra azionariato individuale e azionariato collettivo ⁽⁴³⁸⁾, ossia della considerazione o meno dell'azionariato dei lavoratori quale modalità di rilancio della "democrazia economica" ⁽⁴³⁹⁾.

E l'alternativa, come ben chiarito da un Autore, "non è soltanto di politica del diritto (cioè di riforma del modello legislativo-codicistico imperniato sull'azionariato individuale), ma è di natura ideologica, quindi puramente politica: la questione è se l'azionariato debba essere espressione dei valori solidaristici della democrazia economica o, al contrario, essere strumento selettivo per l'investimento privilegiato del risparmio dei lavoratori e fungere da incentivo alla fedeltà aziendale (dunque, in definitiva, essere espressione dei valori impliciti della libertà individuale dei lavoratori e della libertà economica delle imprese)" ⁽⁴⁴⁰⁾.

Ebbene, allo stato, occorre riconoscere che il nostro ordinamento non preveda disposizioni specificamente finalizzate ad "aggregare" la partecipazione dei dipendenti azionisti e, anzi, il codice civile, all'art. 2349 c.c. continui a riferirsi ad azioni da assegnare "individualmente" ai prestatori di lavoro.

Diverse sono invece le istanze che emergono dalla legislazione di sostegno, quella fiscale in particolare, che riconoscono legittimità e favore per forme di azionariato collettivo.

⁴³⁸ E. GHERA, *L'azionariato dei lavoratori dipendenti*, in *ADL*, 1997, 6, p. 18 ss.; M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1999, n. 3, p. 283ss.

⁴³⁹ T. TREU, *La partecipazione dei lavoratori all'economia delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, p. 786 ss.

⁴⁴⁰ E. GHERA, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2003, p. 431.

SEZIONE III

LA DISCIPLINA DEGLI INCENTIVI

SOMMARIO: 16. Gli incentivi di carattere fiscale ai piani di partecipazione azionaria dei lavoratori all'impresa ó 17. Il Fondo per incentivare la partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato ó 18. Il frammentato quadro normativo italiano.

16. Gli incentivi di carattere fiscale alla diffusione di piani di partecipazione azionaria dei lavoratori all'impresa

Chiudono il quadro normativo italiano in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori, in particolare, di partecipazione azionaria, le disposizioni di favore di carattere fiscale e contributivo (⁴⁴¹).

L'art. 51, 2° co., lett. g), TUIR, prevede, infatti, che non concorrano a formare il reddito da lavoro dipendente il valore delle azioni offerte alla generalità dei dipendenti per un importo non superiore complessivamente nel periodo d'imposta ad euro 2.065,83, a condizione che non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla percezione. Qualora, invero, le azioni siano cedute prima del predetto termine, l'importo che non ha concorso a formare il reddito al momento dell'acquisto è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione (⁴⁴²).

⁴⁴¹ La previsione di vantaggi fiscali e contributivi per l'azionariato dei dipendenti in Italia non è una novità sul piano comparato, cfr. L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 66, la quale nota la presenza di incentivi di questo tipo in Gran Bretagna per facilitare l'attuazione di schemi di partecipazione finanziaria individuale nelle modalità dell'Approved Profit Sharing e del SAYE.

⁴⁴² Le prime agevolazioni fiscali in Italia sono state introdotte dalla legge 8 agosto 1995, n. 335 il cui art. 2, comma 15 ha ampliato l'art. 12 della legge 153 del 1969 escludendo dalla retribuzione imponibile (e) la differenza fra il prezzo di mercato e quello agevolato praticato per l'assegnazione ai dipendenti, secondo le vigenti disposizioni, di azioni della società datrice di lavoro ovvero di società controllanti o controllate. Un nuovo intervento è seguito ad opera del d. lgs. 2 settembre 1997, n. 314 che attraverso l'art. 2, 3° co., lett. g), ha riformulato l'art. 48 del d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR), prevedendo che non concorresse a formare il reddito da lavoro dipendente il valore delle azioni, in caso di sottoscrizione di azioni ai sensi degli articoli 2349 e 2441, ultimo comma, del codice civile, anche se emesse da società che, direttamente o indirettamente, controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa (cfr. R. CARAGNANO, *Il codice della partecipazione*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 187). Rispetto alla disposizione precedente dunque la previsione venne ampliata alle società sorelle, mentre venne limitata alle ipotesi di cui agli articoli 2349 e 2441 ultimo comma, ossia alle ipotesi di emissione di nuove azioni a seguito di un aumento di capitale. La norma è stata, d'altra parte, criticata perché non prevedeva né limiti quantitativi né limiti temporali al possesso delle azioni, vd. L. GUAGLIANONE, *op. cit.*, p. 67, la quale indica come tale eccessiva deregolamentazione rendesse possibile l'evasione contributiva per la parte di retribuzione corrisposta

Tale disposizione di favore si applica solamente alle azioni emesse dall'impresa con la quale il contribuente intrattiene il rapporto di lavoro, nonché a quelle emesse da società che, direttamente o indirettamente, controllano la medesima impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa⁽⁴⁴³⁾, andando così specificamente ad incentivare il fenomeno dell'azionariato dei dipendenti, come in questa sede definito.

In materia è intervenuta la circolare INAIL n. 39 del 15 ottobre 2010, chiarendo che, ai fini dell'applicazione della disciplina citata, occorre distinguere tra *azioni offerte alla generalità dei dipendenti (stock granting)* e *azioni offerte a determinati dipendenti (stock-options)*.

Con la prima espressione, vengono individuate le azioni di nuova emissione sottoscritte dai dipendenti della società, emesse da quest'ultima ovvero da società che, direttamente o indirettamente, controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa⁽⁴⁴⁴⁾.

sottoforma di azioni e la trasformazione di quantità non definibili di retribuzione in capitale di rischio). È intervenuto, dunque, sul punto il d.lgs. 505 del 1999, il cui art. 13 ha modificato l'art. 48, 2° co. lett. g) TUIR, sostituendolo con *il valore delle azioni offerte alla generalità dei dipendenti per un importo non superiore complessivamente nel periodo d'imposta a lire 4 milioni, a condizione che non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla percezione; qualora le azioni siano cedute prima del predetto termine, l'importo che non ha concorso a formare il reddito al momento dell'acquisto è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione* e aggiungendo una norma di favore per l'assegnazione di *stock-options* alla lettera *g-bis*), che escludeva dalla base imponibile ai fini IRPEF la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente, a condizione che il predetto ammontare fosse almeno pari al valore delle azioni stesse alla data dell'offerta; se poi le partecipazioni, i titoli o i diritti posseduti dal dipendente avessero rappresentato una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria o di partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 10 per cento, la predetta differenza avrebbe concorso in ogni caso interamente a formare il reddito. In particolare, la prima delle due disposizioni di legge in esame ha eliminato le restrizioni riguardanti le modalità di assegnazione delle azioni ai dipendenti, introdotto un limite massimo all'ammontare dell'offerta, imposto limiti alla circolazione delle azioni, ma, soprattutto, stabilito che le azioni dovessero assegnate alla generalità dei dipendenti. In realtà si è già visto come l'interpretazione prevalentemente data degli articoli 2349 e 2441, 8 co. del codice civile consenta l'assegnazione delle azioni ad una parte dei dipendenti soltanto. La previsione di natura fiscale era dunque una novità sul piano legislativo. Essa era poi accompagnata dalla lett. *g-bis* del comma 2 dell'art. 48 TUIR che consentiva invece un'applicazione selettiva dello strumento delle *stock-options*: la scelta è quindi stata probabilmente dettata dalla volontà di differenziare la tradizionale disciplina dei piani di azionariato dei dipendenti da quella delle *stock-options* ai lavoratori, attribuendo ad essi finalità diverse: una funzione incentivante per i primi, una funzione premiale, e dunque selettiva, per le seconde. A partire dal 1° gennaio 2004 il contenuto dell'art. 48 TUIR è confluito nell'art. 51 TUIR, mentre la lett. *g-bis* è stata abrogata dal decreto legge 112, n. 2008 (Per una disamina più approfondita dell'esenzione fiscale per le *stock-options*, vd. R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 205 ss.).

⁴⁴³ Art. 51, comma 2-*bis* TUIR.

⁴⁴⁴ Il riferimento contenuto nella circolare ad azioni *di nuova emissione* sembra impedire l'applicazione dell'esenzione ad azioni proprie della società acquistate anche grazie alle agevolazioni di cui all'art. 2358 c.c.

Il valore di tali azioni è escluso dalla base imponibile alle seguenti condizioni:

- le azioni devono essere offerte alla generalità dei dipendenti;
- il loro valore non deve superare i 2.065,83 euro per ciascun periodo di imposta (superata tale soglia, rientra nella base imponibile la sola eccedenza);
- esse non devono essere riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi tre anni dalla assegnazione; se sono cedute prima di questo termine, l'importo che non ha concorso a formare reddito al momento dell'acquisto è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione.

Quanto alla seconda categoria citata, che impropriamente si riferisce alle *stock-options*, essa considera le azioni volte a premiare solo alcuni dipendenti con un ruolo chiave nell'azienda.

Il regime fiscale agevolato delle *stock-options*, previamente previsto dall'art. 48, 2° co., lett. g-*bis*), T.U.I.R., consisteva nell'esclusione dalla base imponibile in capo al lavoratore dipendente del reddito di natura derivante dall'assegnazione di azioni della società con la quale il lavoratore intratteneva il rapporto di lavoro o di altra società del gruppo⁽⁴⁴⁵⁾.

L'abrogazione della disposizione ricordata a partire dal 25 giugno 2008 ha, però, determinato l'abolizione del regime fiscale agevolato per le *stock-options*, con conseguente concorso nella base imponibile della differenza tra il valore di mercato delle azioni al momento di esercizio del diritto di opzione ed il prezzo pagato dal dipendente. Rimane, invece, per le *stock-options* l'esenzione contributiva totale senza condizioni⁽⁴⁴⁶⁾, che determina così la vigenza di una doppia disciplina in materia: una fiscale senza agevolazioni ed una contributiva con agevolazione piena, con conseguente eccezione al principio di armonizzazione delle basi imponibile fiscale e contributiva applicabile al reddito da lavoro dipendente.

Con il messaggio n. 25602 del 2010 l'INPS ha inoltre chiarito che *in assenza di una definizione legale di stock option il regime di esenzione possa trovare applicazione non*

⁴⁴⁵ Cfr. nt. 208.

⁴⁴⁶ www.inps.it: «Il comma 24-bis dell'art. 82 del d. l. n. 112/2008, mediante l'aggiunta della lettera g-bis) al comma 4 dell'art. 27 del D.P.R. 30 maggio 1955, n. 797 del Testo unico delle norme concernenti gli assegni familiari, ha inserito tra le tassative fattispecie di esclusione dalla base imponibile ai fini contributivi, una nuova esclusione per i redditi da lavoro dipendente derivanti dall'esercizio di piani di *stock option*».

soltanto ai piani che prevedano l'attribuzione di diritti di opzione ma anche a quelli che, in un'ottica di fidelizzazione dei dipendenti, prevedano, nel rispetto delle condizioni stabilite dai piani stessi, un'assegnazione di azioni anche a titolo gratuito. Pertanto, ai fini di applicabilità del regime esonerativo di carattere contributivo previsto per la seconda delle categorie richiamate, è necessario:

- che i piani di azionariato non siano generalizzati, ma riferiti a categorie di dipendenti o singoli dipendenti;
- che la loro attuazione sia subordinata al rispetto di alcune condizioni come *la previsione di un periodo minimo decorso il quale i dipendenti maturano il diritto di ricevere le azioni (vesting period), la permanenza in servizio dei dipendenti alla scadenza del periodo di vesting, il raggiungimento di determinati risultati aziendali prefissati dal piano, la previsione di un termine minimo per la cessione delle azioni assegnate*⁽⁴⁴⁷⁾;
- che il piano preveda esclusivamente l'assegnazione di titoli azionari; il regime di esenzione contributiva non si applica infatti ai piani di incentivazione che prevedono la corresponsione in denaro del valore delle azioni.

Dalle disposizioni esaminate emerge quindi una disciplina più dettagliata rispetto a quella presente nel codice civile e più attenta alle modalità esplicative dei piani in esame, in grado di cogliere la distinzione tra assegnazione individuale ed assegnazione generalizzata di azioni e di sottolineare la rilevanza di un periodo di *vesting* per fidelizzare il lavoratore all'impresa.

Accanto a queste disposizioni, l'articolo 1, commi 182 - 189, della l. 208/2015 (legge di stabilità per il 2016), ha poi introdotto una disciplina tributaria specifica, con un'imposta sostitutiva dell'IRPEF e delle addizionali regionali e comunali pari al 10%, entro il limite complessivo di 2000 euro lordi, applicabile ai lavoratori dipendenti del settore privato, per le somme erogate sotto forma di partecipazione agli utili dell'impresa oltre che per gli emolumenti retributivi dei lavoratori dipendenti privati di ammontare variabile e la cui corresponsione sia legata ad incrementi di produttività, redditività, qualità, efficienza ed innovazione, misurabili e verificabili ⁽⁴⁴⁸⁾.

⁴⁴⁷ INPS, messaggio n. 25602 del 2010.

⁴⁴⁸ L'art. 1, comma 182, della Legge di stabilità 2016 dispone che *«salva espressa rinuncia scritta del prestatore di lavoro, sono soggetti a una imposta sostitutiva dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e delle addizionali regionali e comunali pari al 10%, entro il limite di importo complessivo di 2.000 euro*

All'art. 1, comma 184 di tale legge, si prevedeva poi che *«Le somme e i valori di cui al comma 2 e all'ultimo periodo del comma 3 dell'articolo 51 del testo unico di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, non concorrono, nel rispetto dei limiti ivi indicati, a formare il reddito di lavoro dipendente, né sono soggetti all'imposta sostitutiva disciplinata dai commi da 182 a 191, anche nell'eventualità in cui gli stessi siano fruiti, per scelta del lavoratore, in sostituzione, in tutto o in parte, delle somme di cui al comma 182»*.

Si è così confermata l'applicabilità dell'art. 51, comma 2, lett. g) T.U.I.R. alle azioni offerte alla generalità dei dipendenti per un importo non superiore ad euro 2.065,83 per periodo d'imposta, a condizione che non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla percezione, anche qualora tali azioni siano sostitutive delle somme spettanti al lavoratore a titolo di partecipazione agli utili o premio di produttività.

Da ultimo, la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di bilancio 2017), all'art. 1, comma 159, lett. c, è nuovamente intervenuta sul tema, introducendo il comma 184-bis nell'art. 1 della citata l. 208/2015 e apportando alcune rilevanti modifiche per quanto concerne la sostituzione dei premi monetari nei *benefit* di cui all'art. 51, comma 2, lett. a), g), h), del T.U.I.R.

In particolare, per quanto qui rileva, si è disposto che *«il valore delle azioni di cui all'articolo 51, comma 2 lettera g) del testo unico delle imposte sui redditi (í), ricevute, per scelta del lavoratore, in sostituzione, in tutto o in parte, delle somme di cui al comma 182 del presente articolo, anche se eccedente il limite indicato nel medesimo articolo 51, comma 2, lettera g), e indipendentemente dalle condizioni dallo stesso stabilite»*.

L'intervento si pone così nel segno di una crescente incentivazione della partecipazione azionaria dei lavoratori all'impresa, che ha trovato ulteriore riscontro nelle previsioni di favore che si andranno ora ad affrontare ⁽⁴⁴⁹⁾.

lordi, i premi di risultato di ammontare variabile la cui corresponsione sia legata ad incrementi di produttività, redditività, qualità, efficienza ed innovazione, misurabili e verificabili sulla base di criteri definiti con il Decreto di cui al comma 188, nonché le somme erogate sotto forma di partecipazione agli utili dell'impresa». Le modalità di attuazione delle disposizioni richiamate sono state individuate con il decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, del 25 marzo 2016.

⁴⁴⁹ G. SEPIO ó G. SBARAGLIA, *Welfare aziendale e premi di produttività*, in *Il Fisco*, 2016, 45, p. 4367 ss.

17. Il Fondo per incentivare la partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato.

Accanto alle disposizioni citate, l'articolo 1, comma 180, della L. 147/2013 (legge di stabilità 2014) aveva previsto che: *«Ai fini dell'incentivazione di iniziative rivolte alla partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato rivolti a lavoratori dipendenti, è istituito presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali un apposito fondo cui sono assegnati 2 milioni di euro per l'anno 2014 e 5 milioni di euro per l'anno 2015, le cui modalità e criteri di utilizzo sono determinati con decreto del ministro del Lavoro e delle Politiche sociali, di concerto con il ministro dell'Economia e delle Finanze, da adottare, sentite le competenti Commissioni parlamentari, entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Ai maggiori oneri derivanti dalla disposizione di cui al presente comma, pari a 2 milioni di euro per l'anno 2014 e 5 milioni di euro per l'anno 2015, si provvede a valere sulle risorse di cui all'articolo 1, comma 482, della legge 24 dicembre 2012, n. 228».*

L'insediamento di un nuovo governo poco dopo l'entrata in vigore della norma ricordata ha tuttavia ritardato l'emanazione del decreto attuativo. Ciò, anche a fronte dell'intenzione del nuovo esecutivo di promuovere la partecipazione dei lavoratori all'impresa nel quadro di un disegno più ampio, mediante l'emanazione della nuova disciplina fiscale applicabile alla parte variabile delle retribuzioni, previamente ricordata⁽⁴⁵⁰⁾.

Il decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze previsto dall'articolo 1, comma 180, della L. 147/2013 è stato, dunque, emanato solamente in data 20 giugno 2016⁽⁴⁵¹⁾.

Detto decreto interministeriale ha, quindi, istituito presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali un fondo destinato ad incentivare iniziative rivolte alla partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato rivolti ai lavoratori dipendenti, sulle scorte del mal riuscito tentativo di

⁴⁵⁰ P. ICHINO, *op. cit.*

⁴⁵¹ Registrato alla Corte dei Conti in data 12 settembre 2016 e disponibile sul sito internet istituzionale del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, all'indirizzo www.lavoro.gov.it, sezione «Normativa». In materia, vd. F. AMBROSIO - G. MARIANETTI, «Azionariato dei dipendenti. Incentivi in cerca di chiarimenti», in IPSOA Quotidiano del 21 ottobre 2016.

costituzione di un *Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione* già effettuato nel 2003 (⁴⁵²).

Esso ha previsto che il Fondo incentivi le iniziative delle società che assegnino azioni ai loro dipendenti, attraverso l'erogazione di uno specifico beneficio, consistente nel riconoscimento a carico dell'Erario di una somma, pari al 30%, del valore dell'azione assegnata a titolo gratuito, o di un importo pari al 30% della differenza tra il valore

⁴⁵² La legge Finanziaria del 2004 (legge 24 dicembre 2003, n. 350) aveva previsto all'art. 4, commi 112-113-114-115 l'istituzione presso il ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali di un *Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese* con la finalità di sostenere programmi, predisposti per la attuazione di accordi sindacali o di statuti societari, finalizzati a valorizzare la partecipazione dei lavoratori ai risultati o alle scelte gestionali delle imprese medesime. Tale fondo, fornito di una dotazione iniziale di 30 milioni di euro doveva essere gestito da un Comitato paritetico composto da 10 membri, 8 di rappresentanza delle associazioni sindacali e dei datori di lavoro maggiormente rappresentative e 2 in rappresentanza del Ministero del Lavoro. L'Avv. Giuseppe Canizzaro, responsabile della divisione Emittenti Consob, in occasione dell'audizione della Consob alla Camera dei Deputati sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione e ai risultati dell'impresa in data 5 febbraio 2004 aveva prospettato tre possibili funzioni per questo fondo: 1) utilizzarlo per sovvenzionare gli sgravi fiscali spettanti ove le imprese avessero adottato uno statuto che prevedeva la partecipazione dei lavoratori agli utili o alla gestione delle imprese; 2) nel caso in cui fossero stati posti in essere piani di azionariato rivolti ai dipendenti i quali avessero previsto il trasferimento dei titoli azionari ad organismi di investimento collettivo, il Fondo sarebbe potuto intervenire, ad esempio, per contribuire alle spese dovute per le commissioni di ingresso, di uscita e di gestione degli strumenti apportati; 3) il fondo avrebbe potuto contribuire a sistemi di indennizzo dei lavoratori-risparmiatori operanti nella eventualità di un depauperamento delle partecipazioni azionarie da essi detenute ristorandoli dei danni patrimoniali subiti in conseguenza di violazioni della normativa speciale a tutela del risparmio. Secondo quanto previsto dalla legge, il 4 novembre 2004 un decreto del Ministero del lavoro e delle politiche sociali costituiva il Comitato paritetico, prevedendo che esso avrebbe deliberato annualmente il programma di interventi del Fondo speciale in modo da assicurare il migliore utilizzo delle risorse assegnate. Il Comitato avrebbe, inoltre, definito le modalità di selezione degli interventi di sostegno di programmi predisposti per l'attuazione di accordi sindacali o statuti societari finalizzati a valorizzare la partecipazione dei lavoratori ai risultati o alle scelte gestionali delle imprese. In esito alle procedure di selezione avrebbe, poi, approvato i programmi da sostenere, con i rispettivi piani finanziari e disposto l'erogazione dei finanziamenti. Al Comitato sarebbe anche spettato un costante monitoraggio sull'utilizzo del fondo speciale, il cui esito si prevedeva dovesse emergere dalla relazione annuale trasmessa dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali alle competenti commissioni parlamentari e al Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro. Significativamente, si richiedeva che i programmi dovessero essere conformi alla disciplina della Società Europea per poter ottenere i finanziamenti dal fondo. Il decreto stabiliva poi che, per ottenere il finanziamento, i programmi dovessero prevedere forme di partecipazione non meramente finanziaria, ma anche strutturata, con una preferenza per i progetti atti a favorire l'applicazione della normativa sui CAE, l'informazione e consultazione dei lavoratori e le pratiche conformi alla normativa sulla Società Europea. Sarebbero, dunque, stati valorizzati i progetti che prevedessero la partecipazione di rappresentanti dei lavoratori nei consigli di sorveglianza in base all'art. 2409-terdecies, lett. f) c.c. o negli organi di controllo delle società in base all'art. 148 T.u.f. Tra i progetti che rispettassero questi criteri, quelli presentati da imprese aderenti a programmi nazionali ed istituzionali di sviluppo della Responsabilità Sociale di Impresa sarebbero stati privilegiati (cfr., in materia, F. PASQUINI, *Partecipazione dei lavoratori: costituito il Comitato paritetico per la gestione del fondo speciale*, in *Dir. rel. ind.*, 2005, n. 2, p. 544 ss.). Sulla legittimità costituzionale dell'art. 4, commi 112-113-114-115 della Finanziaria del 2004 si è però pronunciata la Corte Costituzionale con la sentenza 16 giugno 2005, n. 231 in seguito al ricorso della Regione Emilia-Romagna. In tale sede i commi 113 e 114 sono stati dichiarati incostituzionali, in quanto non prevedevano alcuno strumento per garantire la collaborazione tra Stato e Regioni. Di fatto dunque il Fondo continuava ad essere previsto, pur rimanendo sulla carta a causa della dichiarazione di incostituzionalità delle relative modalità attuative.

dell'azione e l'importo di sottoscrizione offerto al lavoratore, nel caso di assegnazione a titolo oneroso.

L'importo del beneficio, in ogni caso, non può essere superiore a 10 euro per azione (⁴⁵³) ed il beneficio riconosciuto a ciascuna impresa nonché ai relativi lavoratori non può eccedere il 10% dell'ammontare del fondo (20% ove si tratti di un gruppo di imprese).

Ai sensi dell'art. 2 del decreto, possono accedere ai benefici erogati dal Fondo le società per azioni italiane, o comunitarie che stabiliscano (ai sensi dell'articolo 2508 c.c.) una o più sedi secondarie in Italia, purché possiedano un DURC in regola al momento dell'erogazione del finanziamento.

L'art. 4 stabilisce poi che la domanda sia inoltrata alla Direzione generale della tutela delle condizioni di lavoro e delle relazioni industriali del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, secondo i termini e le modalità indicate.

Quanto ai destinatari, è previsto che il beneficio si applichi limitatamente alle azioni assegnate ai dipendenti con qualifiche di operaio, impiegato e quadro, assunti a tempo indeterminato e che la sottoscrizione di azioni a titolo oneroso non possa eccedere il 20% della retribuzione netta omnicomprensiva annua del lavoratore.

Il decreto stabilisce poi che l'adesione del lavoratore a tali forme di incentivazione sia volontaria e non subordinata ad alcun obbligo, non debba essere fonte di discriminazioni e debba garantire ai lavoratori che aderiscono parità di trattamento in relazione alla categoria, al livello di inquadramento e all'anzianità di servizio.

Ulteriore condizione richiesta è che i piani di azionariato debbano prevedere, per accedere al finanziamento, una diversificazione dell'investimento e una fase di adeguata informativa ai lavoratori aderenti. Al momento della proposizione dell'assegnazione ai dipendenti, l'impresa è invero tenuta ad informarli sulle caratteristiche dell'operazione, nonché sulle agevolazioni fiscali e contributive legate al possesso delle azioni.

Agli oneri derivanti dalle disposizioni di cui al descritto decreto, si provvede, ai sensi dell'art. 5, nei limiti delle risorse assegnate al Fondo, pari a euro 1.818.872 per il 2014 e ad euro 39.245 per il 2015.

In data 8 novembre 2016 il Ministero del Lavoro ha, quindi, pubblicato un Avviso

⁴⁵³ Senato, Servizio Studi, Dossier n. 313, 11 aprile 2016: *«Per la determinazione del valore delle azioni si fa riferimento al proprio valore nominale, ovvero, nel caso di S.p.A. quotate in mercati regolamentati italiani o comunitari, al prezzo medio ponderato dell'ultimo semestre di quotazione».*

pubblico per la presentazione delle domande per accedere al Fondo (⁴⁵⁴), consentendo la presentazione entro il 10 marzo 2017 di richieste aventi ad oggetto le azioni collocate tra il 1° gennaio 2014 (data di entrata in vigore della disposizione che ha istituito il Fondo) ed il 28 febbraio 2017 ai lavoratori dipendenti con qualifica di operaio, impiegato e quadro, assunti a tempo indeterminato.

Alla data di stesura del presente elaborato, non è però noto il tasso di adesione all'iniziativa.

Non sono, tuttavia, mancate le prime critiche (⁴⁵⁵), volte in particolare a sottolineare che l'estremo ritardo con cui è stato emanato il decreto attuativo ha determinato una notevole riduzione della dotazione del Fondo, le cui risorse sono passate dai due milioni di euro per il 2014 e 5 milioni per il 2015 previsti dalla l. 147/2013 agli attuali euro 1.818.872,00 per il 2014 e ad euro 39.245,00 per il 2015, cifra irrisoria per gli obiettivi che si propone (⁴⁵⁶).

⁴⁵⁴ Pubblicato nella sezione "Amministrazione trasparente - Bandi di gara e contratti" del sito www.lavoro.gov.it.

⁴⁵⁵ M. STRAFILE, *Incentivate le azioni ai dipendenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 11.10.2016.

⁴⁵⁶ P. ICHINO, *op. cit.*: «L'articolo 1, comma 180, della L. 147/2013, nell'istituire il Fondo aveva inizialmente disposto uno stanziamento di 2 milioni di euro per il 2014 e 5 milioni di euro per il 2015; il ritardo nell'emanazione del decreto ha fatto sì che lo stanziamento sia stato successivamente ridotto, fino ad arrivare alle cifre indicate nel decreto in esame, per effetto degli interventi disposti a norma del d.l. n. 4/2014, del d.l. n. 66/2014 e della legge n. 190/2014.

Più precisamente:

- l'articolo 2, comma 1, lettera c), del d.l. 4/2014 (novellando l'articolo 1, comma 428, della legge n. 147/2013) ha disposto la costituzione di accantonamenti indisponibili sulle dotazioni finanziarie iscritte a legislazione vigente delle spese rimodulabili delle missioni di spesa di ciascun Ministero, per importi pari a 710 milioni di euro per l'anno 2014, a 1.028,8 milioni di euro per l'anno 2015, a 1.186,7 milioni di euro a decorrere dall'anno 2016, secondo quanto indicato nell'Allegato 3 (come modificato dallo stesso d.l. n. 4/2014), con una quota a carico del ministero del Lavoro e delle Politiche sociali pari a 21,5 milioni di euro per il 2014 e 6,4 milioni di euro per il 2015;

- l'articolo 16, comma 1, del d.l. n. 66/2014 ha disposto che tutti i ministeri dovessero ridurre le proprie dotazioni per una somma complessiva ulteriore (da sommare, cioè, alla riduzione imposta per lo stesso anno dal precedente d.l. n. 4/2014) pari a 240 milioni di euro per il 2014;

- conseguentemente, con i decreti del ministero dell'Economia e delle Finanze 34776 del 2014 e n. 55652 del 2014 sono state apportate riduzioni al Fondo per somme pari, rispettivamente, a 109.671 euro e 71.457 euro, per una riduzione complessiva pari a 181.128 euro (portando così la dotazione del Fondo ad una somma di 1.818.872 euro per il 2014);

- l'articolo 1, comma 287, della legge 190/2014 (legge di stabilità per il 2015) ha disposto una riduzione per quanto attiene le dotazioni del ministero del Lavoro interamente ascritte al Programma 1.7, capitolo 2190, relativo al Fondo, pari, per il 2015, a 4,6 milioni di euro (come risulta dalla I nota di variazione al bilancio del ministero del Lavoro e delle Politiche sociali, a fronte di una previsione 2015 pari a 4.639.245 euro), restando così a disposizione la somma davvero irrisoria di 39.245 euro.

Di fatto, dunque, la provvista di cui il decreto in esame regola l'utilizzazione si è ridotta a meno di due milioni di euro e ó stante il diverso orientamento del Governo su questa materia, di cui si è detto nel § I ó la provvista medesima non è destinata a essere aumentata.

La relazione illustrativa e la relazione tecnica allegate al provvedimento in esame informano, peraltro, che ó a seguito del ritardo accumulatosi nella sua emanazione ó al fine di evitare che le somme stanziante

Inoltre, si è sottolineato come nelle more dell'emanazione del decreto, sia parzialmente mutato il contesto normativo, che nel prevedere la detassazione al 10% riconosciuta ai premi di produttività ed alle somme erogate sotto forma di partecipazione agli utili delle imprese, *potrebbe relegare tali forme di remunerazione integrativa ad un ruolo secondario rispetto a strumenti maggiormente incentivati* ⁽⁴⁵⁷⁾.

A prescindere dalle ó pur fondate ó critiche, innegabile è la crescente attenzione da parte del legislatore verso il fenomeno della partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa, con conseguente ricerca di forme di incentivazione dell'istituto.

Tra l'altro, la considerazione prestata dal decreto interministeriale del 20 giugno 2016 alle modalità attuative dei piani di partecipazione azionaria, profilo sconosciuto alla disciplina codicistica, parrebbe riconducibile al recepimento di alcuni principi in materia dettati in sede comunitaria e, prima d'ora, mai statuiti a livello normativo interno.

Ci si riferisce, evidentemente, ai principi di volontarietà della partecipazione, di non discriminazione e di parità di trattamento nell'attuazione dei piani, di informazione del lavoratore sulle caratteristiche dell'operazione e di diversificazione dell'investimento ⁽⁴⁵⁸⁾.

18. Il frammentato quadro normativo italiano

Dall'analisi del quadro normativo italiano qui proposta, che trova giustificazione nel testo costituzionale, operatività nel codice civile, dettaglio nel Testo Unico della Finanza ed incentivazione nel Testo Unico delle Imposte sui Redditi oltre che in disposizioni occasionali, anche di carattere secondario, emerge in tutta evidenza l'assenza nel nostro ordinamento di una disciplina chiara, in grado di fornire all'imprenditore che si approci all'istituto indicazioni normative ordinate e comprensibili, prerequisite per una sua diffusione.

E' così messa in luce la frammentarietà dell'articolato normativo inerente l'azionariato

«finissero in economia», si è provveduto a impegnare lo stanziamento con il decreto 31 dicembre 2014 n. 8854, con cui la somma di 1.818.872 euro (per il 2014) è stata interamente impegnata in favore del ministero del Lavoro e delle Politiche sociali, con oneri gravanti sulla Missione 26 (Politiche del lavoro), Programma 26.6 (Politiche attive e passive del lavoro), capitolo 2190 (del CdR Tutela delle condizioni di lavoro e delle relazioni industriali), dello stato di previsione del Ministero per il 2014».

⁴⁵⁷ M. STRAFILE, *op. cit.*

⁴⁵⁸ Sul punto, vd. cap. I.

dei dipendenti, che conduce a sottolineare la necessità di un intervento che conferisca disciplina organica al fenomeno, nell'interesse di ambo le parti del rapporto di lavoro, nonché di una maggiore informazione in relazione alle modalità attuative dei piani di partecipazione finanziaria.

L'osservazione è oltremodo supportata dalla considerazione che le modalità di realizzazione dei piani di azionariato dei lavoratori configurate dalle disposizioni di carattere fiscale, contributivo ed incentivante superino il dettato delle previsioni codicistiche, con un'attenzione per gli aspetti funzionali e gli obiettivi dei piani di partecipazione dei lavoratori al capitale d'impresa auspicabile, in quanto emblematica di una progettualità del legislatore sconosciuta al resto dell'ordinamento.

E, si badi, che tale progettualità e chiarezza negli obiettivi è essenziale per lo sviluppo di un istituto idoneo a piegarsi ad una pluralità di finalità, prestandosi ad una caratterizzazione meramente retributiva così come a funzioni di allineamento degli interessi dei dipendenti con quelli degli altri azionisti e del *management*, ovvero di incremento della produttività e competitività dell'impresa o, ancora, di conferimento di maggiore *voice* ai lavoratori.

CAPITOLO IV

IL DIALOGO TRA DIRITTO INTERNO E DIRITTO EUROPEO

SOMMARIO: 1. Le prospettive aperte dal dialogo con il diritto europeo ó 2. Gli *Employee share ownership plans* (ESOP) ó 3. La possibile attuazione dell'ESOP in Italia ó 4. Azionariato dei dipendenti e gestione collettiva delle azioni ó 4.1 *Segue*: i fondi pensione ó 5. Le alternative all'ESOP quale meccanismo di successione aziendale: il *workers buyout* ó 6. Il dipendente ó azionista quale investitore di lungo periodo nel diritto europeo ó 7. Orizzonte di lungo periodo e investimento di lungo corso ó 7.1 Gli incentivi alla detenzione prolungata delle azioni ó 8. Brevi conclusioni

1. Le prospettive aperte dal dialogo con il diritto europeo

A fronte del frammentato quadro normativo interno e della scarsità, per numero ed incidenza, delle esperienze partecipative italiane, il confronto con gli studi e dagli interventi sviluppatosi in sede europea, cronologicamente ripercorsi nel primo capitolo del presente elaborato, potrebbe offrire nuovi spunti per il dibattito in tema di partecipazione finanziaria dei lavoratori.

Ciò, anche considerato che, come già rilevato, lo studioso di diritto societario italiano non può attualmente esimersi da un confronto con le linee di tendenza che ispirano il diritto comunitario, che forniscono definizioni, modelli di riferimento e obiettivi ai quali dovrebbe orientarsi il dibattito interno, nella prospettiva di una progressiva armonizzazione delle legislazioni nazionali e di una inevitabile concorrenza fra ordinamenti (⁴⁵⁹).

Diviene allora fondamentale comprendere quanto dell'approccio alla partecipazione finanziaria dei lavoratori adottato dalle Istituzioni Europee e dei modelli da queste

⁴⁵⁹ Cfr. anche P. ICHINO, *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in Riv. It. Dir. Lav., 2013, n. 4, p. 861 ss.: «La mia convinzione è che la peculiarità italiana in questo campo non potrà essere coltivata ancora a lungo: il processo di integrazione europea fa sì che è sempre più difficile per le culture nazionali isolarsi, evitare la contaminazione con quelle degli altri Paesi membri dell'Unione. Resteremo, probabilmente, un Paese refrattario a una disciplina nazionale generale che imponga una qualche forma di coinvolgimento (in senso proprio) dei lavoratori nella gestione aziendale, ma non potremo permetterci di mantenere un ordinamento di fatto ostativo alle pratiche partecipative, nel quale è addirittura vietata la presenza di dipendenti nel consiglio di sorveglianza quando l'impresa è governata secondo il modello duale (artt. 2409-octies a 2409-quaterdecies c.c.) e la partecipazione azionaria dei lavoratori al capitale dell'impresa non gode di alcun occhio di riguardo da parte del Fisco. Meglio dunque è a me sembra è in Italia limitarci a rimuovere gli ostacoli e a istituire qualche incentivo fiscale a favore delle pratiche partecipative, piuttosto che tentare di imporre un modello unico di coinvolgimento dei lavoratori nelle imprese».

ultime presi a riferimento per la discussione in materia sia stato recepito o sia comunque presente nell'ordinamento nazionale e quanto, invece, risulti mancante.

Ebbene, da un confronto tra il diritto interno e quello sovranazionale, emergono evidenti divergenze sia sotto il profilo dello strumentario giuridico a disposizione dei due legislatori sia sotto quello delle finalità che si intendono perseguire mediante i piani di azionariato dei dipendenti.

In particolare, quanto al primo profilo, si ravvisa un crescente interesse delle Istituzioni per i fenomeni di azionariato collettivo dei lavoratori, che prevedono l'intervento di intermediari specializzati nella gestione delle azioni dei dipendenti.

In tale ottica si è guardato specialmente all'*Employee share ownership plan* (ESOP), istituto di matrice statunitense, ma largamente diffuso anche nel Regno Unito ed in Irlanda, valorizzato sia quale strumento di gestione collettiva delle azioni e mezzo per influire sulle decisioni di impresa, che quale meccanismo idoneo a favorire la successione aziendale nelle piccole e medie imprese.

Tale strumento, sconosciuto al nostro ordinamento, risponde ad istanze però ben presenti anche a livello nazionale, che in esso hanno trovato riscontro, da un lato, nel dibattito sull'alternativa tra azionariato individuale e azionariato collettivo dei lavoratori, dall'altro, nella disciplina del *workers' buyout* di cui alla Legge Marcora.

Trattasi evidentemente di risposte alle medesime esigenze profondamente diverse tra loro e che, quindi, non potranno che essere vagliate nella piena consapevolezza dei differenti tessuti giuridici, culturali e imprenditoriali nelle quali si innestano.

Quanto, invece, al piano degli obiettivi perseguiti mediante i piani di partecipazione finanziaria, il riferimento è alla rilevanza attribuita in sede europea all'orizzonte temporale dell'investimento e alla collocazione del dipendente azionista in una categoria di investitori a medio o lungo termine, rappresentati come fondamentali per il rilancio dell'economia europea.

Sebbene, infatti, le esigenze di finanziamento delle imprese rappresentino temi cari anche al legislatore italiano degli ultimi anni, o scottato o dall'esperienza della recente crisi economico o finanziaria, non può dirsi che il ruolo della partecipazione finanziaria dei lavoratori nell'attendere a tale esigenza sia stato approfondito a livello interno.

D'altronde, l'impostazione richiamata non va esente da critiche, nella misura in cui confonde due piani non necessariamente coincidenti, ossia l'orizzonte di lungo periodo

del lavoratore con la detenzione prolungata delle azioni da parte di questi.

Si ritiene, dunque, utile approfondire gli aspetti brevemente esposti e le problematiche da essi sollevate, in un'ottica di dialogo tra diritto interno e diritto europeo.

2. Gli *Employee share ownership plans* (ESOP)

Già a partire dalla prima metà del decennio scorso le istituzioni comunitarie guardano con favore al passaggio dall'azionariato individuale ad un modello di azionariato su base collettiva, valutando positivamente alcune esperienze straniere nelle quali emerge la portata collettiva della partecipazione finanziaria dei lavoratori.

Si è così analizzata la legislazione francese, che prevede piani di risparmio alimentati da contributi volontari dei lavoratori, da apporti addizionali dell'impresa (*abondements*) e dai sistemi di partecipazione agli utili e ai guadagni, il cui capitale è convogliato nei *Fonds commun de placement d'entreprise* (FCPE), fondi finalizzati al rilevamento dell'impresa ad opera dei suoi lavoratori⁴⁶⁰.

Soprattutto, però, l'attenzione del legislatore europeo si è rivolta al modello degli *Employee Stock Ownership Plans* o *Employee Share Ownership Plans* (ora innanzi, ESOP)⁴⁶¹, di origine statunitense, diffusi anche negli stati europei di tradizione

⁴⁶⁰ R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Milano, Giuffrè, 2013. In Francia la partecipazione finanziaria è attuata tramite diversi istituti: *intéressement*, *participation aux résultats de l'entreprise* e *épargne salariale* (nelle forme di PEE e PERCO). Il primo istituto (art. L 3311 e ss. Code du Travail) è una forma di partecipazione ai guadagni con funzione premiale che lega il salario dei lavoratori ai risultati d'impresa. La *participation* (L. 3322 e ss. Code du Travail) garantisce alla totalità dei dipendenti la partecipazione ai risultati di impresa ed è obbligatoria per le imprese che impieghino più di 50 dipendenti. L'istituto è finanziato dalla *reserve special de participation* alla quale la società devolve parte degli utili e i diritti sulle somme accantonate sono temporaneamente indisponibili. L'*épargne salariale* nella forma del *plan d'épargne d'entreprise* (PEE) costituisce una forma di risparmio aziendale facoltativa che può essere alimentata dai contributi volontari dei lavoratori nei limiti di un quarto della retribuzione annuale, da un apporto addizionale dell'impresa (*abondements*) e dai sistemi di *intéressement* e *participation*. Le somme raccolte sono indisponibili per cinque anni (tranne quelle conferite a titolo di *intéressement*) e defiscalizzate. Infine il *plan d'épargne-retrait collectif* (PERCO) è uno strumento di lungo periodo il cui importo maturato è disponibile solo al pensionamento. Il PEE è obbligatorio se è applicato il modello della *participation* e, se un PEE ha operato per più di 5 anni, deve essere introdotto un PERCO. Il capitale dei piani di risparmio è convogliato nei *Fonds commun de placement d'entreprise* (FCPE) che lo investono in azioni della società o in altri fondi. Se si scelgono FCPE diversificati, la percentuale massima di investimento in azioni della società è del 33%, se si scelgono FCPE non diversificati, almeno il 33% delle somme deve essere investito in azioni della società.

⁴⁶¹ In materia, basti ricordare, *ex multis*, A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 59 ss.; H. C. BLACKISTON III ó L. E. RAPPAPORT ó L. A. PASINI, *ESOPs: what they are and how they work*, in *The Business Lawyer*, nov. 1989, p. 85; R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione*

anglosassone, nel Regno Unito in particolare ⁽⁴⁶²⁾).

L'ESOP, nato concettualmente nel 1956, ad opera dell'economista Louis Orth Kelso ⁽⁴⁶³⁾, ma riconosciuto ufficialmente solo con emanazione nel 1974 dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), una legge federale sul sistema pensionistico statunitense, è attualmente disciplinato negli Stati Uniti dalla *section 407 (d) (6)* dell'ERISA e nel Regno Unito nelle *sections 401 (a) e 4975 (e) (8)* dell'*Internal Revenue Code* (IRC).

Trattasi di un istituto di natura previdenziale, sostanzialmente riconducibile al modello dei fondi pensione, dal quale si differenzia, però, per l'impiego prioritario delle risorse finanziarie nell'acquisto di partecipazioni dell'impresa datrice di lavoro.

Tra le varie modalità nelle quali l'ESOP si esplica, quella più diffusa è caratterizzata dalla presenza di una società, la *Society Sponsor* o *Sponsoring Employer*, che apporta nuove azioni o conferisce denaro, in una quantità solitamente rapportata ai profitti, ad una società fiduciaria, *Employee Share Ownership Trust*, dalla stessa costituita a tale

dei lavoratori, Milano, Giuffrè, 2013; R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 3 ss.; H. HANSMANN, *When does worker ownership work? ESOPs, Law firms, codetermination and economic democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1797 ss.; C. S. MISHKIND ó D. E. KHOREY, *Employee stock ownership plans: fables and facts*, in *Employee Relations Law Journal*, summer 1985, p. 89 ss.; A. PENDLETON, *Employee Ownership, Participation and Governance: A Study of ESOPs in the UK*, Routledge, 2000; R. RUSSO, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: valutazioni comparative*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003.

⁴⁶² Nel Regno Unito i piani di partecipazione finanziaria dei dipendenti sono particolarmente sviluppati e si dividono in piani approvati e piani non approvati dall'*Inland Revenue*. I piani introdotti con l'*annual Finance Act* devono essere approvati e registrati presso l'*Inland Revenue*, godono di esenzioni fiscali e devono conformarsi alla legge, i piani non approvati sono più flessibili. Attualmente tutti i piani approvati sono piani di partecipazione al capitale. Tra i piani base diffusa si ricordano i *Share Incentive Plans* (SIP), introdotti dal *Finance Act* del 2000, e i *Savings-Related Share Options Schemes* (SRSO) o *Sharesaves* o *SAYE Schemes*, introdotti dal *Finance Act* del 1980. Nei *Share Incentive Plans* (SIP), la società costituisce un *trust* che serve da intermediario nell'allocazione delle azioni ai dipendenti, le quali possono essere assegnate gratuitamente (*free shares*, fino ad un valore massimo di £3,000 per dipendente all'anno), con sconti o a pagamento (*partnership shares*, per un massimo di £1,500 o del 10% del salario all'anno). I piani devono includere tutti i dipendenti e possono escludere solo quelli assunti da meno di 18 mesi, le stesse previsioni devono applicarsi a tutti i partecipanti. Se le *free shares* e le *partnership shares* sono detenute per più di 5 anni, non sono sottoposte alla *Income Tax* e alla *National Insurance*. Per ogni *partnership share* acquistata dal lavoratore la società può assegnargli due *matching shares* e i dividendi distribuiti delle azioni SIP possono essere reinvestiti in *dividends shares*. I *Savings-Related Share Options Schemes* (SRSO) o *Sharesaves* o *SAYE Schemes* sono, invece, piani che devono applicarsi a tutti i dipendenti dell'impresa, che sottoscrivono un contratto *Save as you earn* (SAYE) in cui danno il consenso al trattenimento di una quota mensile della retribuzione per 3, 5 o 7 anni in cambio di diritti di opzione per l'acquisto di azioni nel numero che saranno in grado di acquistare al prezzo di esercizio con i risparmi SAYE. Il prezzo di esercizio può essere fino al 20% inferiore a quello di mercato. Al termine del contratto SAYE il dipendente decide se esercitare le opzioni o venderle o monetizzare il diritto.

⁴⁶³ La spiegazione macroeconomica dell'istituto venne fornita nel 1958 in *The Capitalist Manifesto* di L. O. KELSO e J.A. MORTIMER.

scopo e con personalità giuridica autonoma ⁽⁴⁶⁴⁾.

Il *trust* utilizza i contributi per acquistare azioni della società e le amministra in nome e per conto dei dipendenti, ai quali non è solitamente richiesto di versare somme ulteriori, ma che ne ottengono la disponibilità solo alla cessazione del rapporto di lavoro (per dimissioni, licenziamento, raggiungimento dell'età pensionabile), momento in cui possono venderle allo stesso modo degli altri azionisti ⁽⁴⁶⁵⁾.

All'interno del *trust*, le azioni sono allocate in conti individuali dei dipendenti della società e l'attribuzione delle azioni ai singoli dipendenti avviene sulla base dell'anzianità di servizio e del livello retributivo.

Nella partecipazione agli ESOP vige il principio di non discriminazione, per cui tutti i dipendenti debbono parteciparvi, con un'eccezione per coloro che abbiano lavorato nell'impresa per meno di un anno e che abbiano meno di 21 anni ⁽⁴⁶⁶⁾.

Gli ESOP possono, poi, diversificare gli investimenti, ma sono tenuti, in virtù di uno specifico obbligo previsto dalla legge, ad investire *primarily* in azioni della società promotrice: si ritiene pertanto che almeno il 51% delle risorse *del fondo* debba essere investito in azioni della *Society Sponsor*.

Si è quindi rilevato che *l'ESOP si differenzia dai fondi pensioni 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*

⁴⁶⁴ R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 3 ss.

⁴⁶⁵ R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 232.

⁴⁶⁶ I dipendenti ricevono con cadenza annuale un *ESOP Statement* dal *trust*, nel quale sono indicati il numero delle azioni di cui sono titolari e il loro valore. All'aumentare dell'anzianità di servizio di ciascun dipendente, aumentano i diritti che egli può vantare nei confronti delle azioni collocate sul suo conto individuale: questo processo prende il nome di *vesting*. *Vesting* si riferisce dunque al periodo di tempo necessario al lavoratore per acquisire un diritto non confiscabile né riducibile al suo benefit. I lavoratori che escono dalla società prima di essere completamente *vested* perdono la quota di azioni per la quale non hanno maturato la totalità dei diritti. I dipendenti possono ottenere la piena titolarità delle azioni nel proprio conto (ossia essere *100 % vested*), tra i tre e i sei anni di partecipazione al piano. Il riferimento ai tre o sei anni dipende dalla previsione introdotta dal *Pension Protection Act* del 2006, il quale ha stabilito che in alternativa le azioni debbano essere completamente *vested* al terzo anno di partecipazione al piano (*three year cliff schedule*) ovvero che i diritti sulle stesse possano essere acquisiti gradualmente nel corso di sei anni (*six year graded schedule*). Dopo dieci anni di partecipazione all'ESOP e il raggiungimento dei 55 anni di età, la società deve offrire ai lavoratori partecipanti al piano la possibilità di diversificare il 25% *del conto individuale*. L'opzione continua fino al raggiungimento dei 60 anni, a quel punto il dipendente ha l'opzione *one-time* di diversificare il 50% *del proprio conto*. In occasione del termine del piano, del pensionamento, della morte o della disabilità del dipendente, egli riceve le azioni del proprio conto sulle quali ha acquisito i diritti, che la società sponsor deve ricomprare al *fair market value* se non esiste un mercato per le azioni.

in modo prioritario all'acquisto di azioni dell'impresa datrice di lavoro. Dall'altronde, la concentrazione dell'investimento in azioni della società risponde a una finalità di base sottesa a 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 ⁽⁴⁶⁷⁾.

La facoltà per le società che istituiscono ESOP di dedurre dall'imponibile fiscale l'equivalente della contribuzione azionaria e per i dipendenti partecipanti di non essere sottoposti a tassazione sulle relative somme finché i titoli permangono nel *trust*, ha garantito grande diffusione all'istituto, al punto che al modello più semplice qui ricordato se ne sono affiancati altri di crescente complessità.

Tra questi si ricordano il TRASOP (*Tax Reform Act Stock Ownership Plans*) ed il cosiddetto *Leveraged ESOP*.

Quanto al primo, si tratta di piani finanziati pariteticamente dai dipendenti e dalla società datrice di lavoro, per i quali vige il divieto del ricorso al credito e che vedono la società sponsor godere di un credito di imposta rapportato al valore delle somme erogate a favore dell'ESOP e da questo utilizzate per acquistare azioni della società sponsor da trasferire ai lavoratori ⁽⁴⁶⁸⁾.

Nello schema del *Leveraged ESOP*, invece, il fondo può ottenere prestiti esterni da banche o intermediari finanziari per comprare azioni della società di nuova emissione o già in circolazione, la società si rende garante del prestito e versa periodicamente al fondo somme (generalmente rapportate ai profitti) per ripagarlo.

Solo una volta ripagato il prestito, le azioni sono gratuitamente assegnate ai dipendenti in conti individuali e i relativi dividendi possono essere utilizzati per l'estinzione del debito.

Nel caso del *Leveraged ESOP*, sia gli interessi che il capitale di debito sono deducibili dal reddito d'impresa, ciò che ha contribuito al loro utilizzo quale strumento di finanziamento aziendale ⁽⁴⁶⁹⁾.

Lo sviluppo di varie forme di ESOP è andato, poi, di pari passo con un allontanamento dalla finalità di conseguire una maggiore cooperazione tra capitale e forza lavoro, che

⁴⁶⁷ R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione*, cit., p. 234.

⁴⁶⁸ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 235

⁴⁶⁹ R. RUSSO, *op. cit.*, p. 7.

aveva ispirato il suo riconoscimento nell'ERISA (⁴⁷⁰).

Le motivazioni che attualmente determinano la costituzione di ESOP sono, invero, le più varie: esso è alternativamente utilizzato quale strumento di riassetto della compagine sociale e di ricapitalizzazione, di stabilizzazione dell'assetto proprietario nel corso di privatizzazioni, di acquisizione di maggiore controllo sull'impresa, di ostacolo a *take over* ostili mediante la creazione di un nucleo stabile di azionisti (⁴⁷¹).

Il modello dei *Leveraged ESOP*, inoltre, ha svolto negli Stati Uniti una funzione fondamentale nelle operazioni di *employee buy-out* consentendo il passaggio del controllo della società nelle mani dei lavoratori in aziende in crisi: grazie allo strumento del *leverage* i dipendenti sono, infatti, stati in grado di acquisire gli strumenti finanziari sufficienti per detenere la titolarità del pacchetto di maggioranza nell'impresa. (⁴⁷²).

Occorre, invece, dare conto di come il legislatore tributario non abbia incentivato un utilizzo dell'ESOP in un'ottica di partecipazione alla gestione e di come raramente i piani assicurino ai dipendenti la possibilità di esercitare una qualche influenza nel controllo delle decisioni strategiche per la gestione dell'azienda (⁴⁷³).

Una quota consistente del capitale detenuto dagli ESOP è costituita, in genere, da azioni

⁴⁷⁰ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 237.

⁴⁷¹ R. RUSSO, *op. cit.*, pp. 7 ó 8; A. ALAIMO, *op. cit.*, p. 59ss.

⁴⁷² Ed è proprio in questa accezione che al modello degli ESOP si è guardato anche nell'Unione Europea, per favorire la successione aziendale nelle piccole e medie imprese, che attraverso gli ESOP potrebbe avvenire in maniera graduale e senza l'apporto di capitale proprio da parte dei dipendenti, così da non comportare rischi per questi ultimi, cfr. R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 241; R. SANTAGATA, *op. cit.*; R. CARAGNANO ó G. CARUSO, Relazione al convegno *La partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nella UE* 29 ottobre 2009, Cesos e Centro Inter-Universitario Berlin/Spalato, Libera Università di Berlino, Bollettino Adapt, 2 novembre 2009, p. 3.

⁴⁷³ Il trend è confermato dall'esperienza inglese, cfr. R. CARAGNANO ó G. CARUSO, *L'ESOP uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, numero 1 del 22 gennaio 2010, p. 4, le quali affermano altresì che *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 dell'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 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.*

sprovviste di diritti di voto e anche quando le azioni attribuiscono tale diritto, è raro che i voti relativi al capitale detenuto vengano esercitati direttamente dai dipendenti beneficiari del piano, venendo attribuiti di solito al fondo nominato dal *management* senza che sia necessario alcun tipo di consultazione con i dipendenti beneficiari e che venga garantita una presenza del sindacato nel consiglio di amministrazione in rappresentanza dei dipendenti azionisti (⁴⁷⁴).

Unica eccezione è quanto avviene in caso di approvazione di ESOP cd. democratici, costituiti per il salvataggio di imprese in crisi, con l'eliminazione della discrezionalità del *trust* nell'esercizio del diritto di voto (⁴⁷⁵): in tal caso, il voto viene, infatti, pilotato dai dipendenti azionisti tramite una preliminare votazione interna il cui esito fornisce ai *trustees* precise direttive (⁴⁷⁶).

3. La possibile attuazione dell'ESOP in Italia

Jens Lowitzsch, uno dei maggiori promotori dell'ESOP in sede europea, autore dell'ultimo Studio *“The promotion of employee share ownership and participation”* del 2014, ha in varie occasioni rimarcato che *“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”* (⁴⁷⁷), così riconducendo l'ESOP all'interno del *Building Block Approach*.

Sebbene diffuso principalmente nei paesi di tradizione angloamericana, tale istituto potrebbe in effetti trovare applicazione anche in Italia, anche considerata la mancanza nel nostro ordinamento di strumenti giuridici *ad hoc* per la gestione delle azioni dei dipendenti azionisti (⁴⁷⁸), alternativamente mediante *“un trapianto giuridico”* del medesimo ovvero imitandone *“gli effetti ricorrendo alla normativa già esistente”* (⁴⁷⁹).

⁴⁷⁴ R. SANTAGATA, *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Annali V, 2012.

⁴⁷⁵ L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, p. 120.

⁴⁷⁶ R. CARAGNANO e G. CARUSO, *L'ESOP uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, numero 1 del 22 gennaio 2010, p. 4.

⁴⁷⁷ J. LOWITZSCH, *ESOP, un veicolo per garantire la successione nelle PMI*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 10.

⁴⁷⁸ Cfr. cap. III, sez. II.

⁴⁷⁹ A. BORRONI, *La via italiana all'ESOP*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 17. La ricostruzione qui presentata si deve

La prima strada delineata, richiedendo la costituzione da parte dell'impresa interessata di un fondo in favore dei propri dipendenti in forma di *trust*, presuppone un'affermazione della legittimità in Italia dei *trust* cd. "interni" (⁴⁸⁰).

Come è noto, la Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai *trust* e sul loro riconoscimento del 1985, alla quale lo Stato italiano ha dato esecuzione con l. 16 ottobre 1989, n. 364, ha, invero, introdotto la possibilità di riconoscimento anche nel nostro ordinamento degli effetti giuridici di tale istituto, fornendo una definizione standard di *trust* con indicazione delle sue principali caratteristiche (⁴⁸¹) e degli effetti minimi che ad esso sono collegati (⁴⁸²).

Parte della dottrina è però parsa critica sulla possibilità di riconoscimento di *trust* cd. "interni" o ossia di *trust* costituiti da un *settlor* italiano, aventi ad oggetto beni situati all'interno del territorio nazionale, affidati ad un *trustee* italiano a favore di beneficiari italiani, ma disciplinati da una legge sostanziale straniera (⁴⁸³) o sostenendo che una

appunto a A. BORRONI, *op. cit.*, e a J. LOWITZSCH, *ESOP, un veicolo per garantire la successione nelle PMI*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 12.

⁴⁸⁰ A. BORRONI, *Inquadramento giuridico dell'ESOP nell'ordinamento italiano*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, n. 1, p. 251 ss.

⁴⁸¹ Art. 2: *«Ai fini della presente Convenzione, per trust s'intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente - con atto tra vivi o mortis causa - qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico.*

Il trust presenta le seguenti caratteristiche:

- a) i beni del trust costituiscono una massa distinta e non fanno parte del patrimonio del trustee;
 - b) i beni del trust sono intestati a nome del trustee o di un'altra persona per conto del trustee;
 - c) il trustee è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre beni secondo i termini del trust e le norme particolari impostegli dalla legge.
- Il fatto che il costituente conservi alcune prerogative o che il trustee stesso possieda alcuni diritti in qualità di beneficiario non è necessariamente incompatibile con l'esistenza di un trust.*

⁴⁸² Art. 11: *«Un trust costituito in conformità alla legge specificata al precedente capitolo dovrà essere riconosciuto come trust. Tale riconoscimento implica quanto meno che i beni del trust siano separati dal patrimonio personale del trustee, che il trustee abbia le capacità di agire in giudizio ed essere citato in giudizio, o di comparire in qualità di trustee davanti a un notaio o altra persona che rappresenti un'autorità pubblica.*

Qualora la legge applicabile al trust lo richieda, o lo preveda, tale riconoscimento implicherà, in particolare:

- a) che i creditori personali del trustee non possano sequestrare i beni del trust;
- b) che i beni del trust siano separati dal patrimonio del trustee in caso di insolvenza di quest'ultimo o di sua bancarotta;
- c) che i beni del trust non facciano parte del regime matrimoniale o della successione dei beni del trustee;
- d) che la rivendicazione dei beni del trust sia permessa qualora il trustee, in violazione degli obblighi derivanti dal trust, abbia confuso i beni del trust con i suoi e gli obblighi di un terzo possessore dei beni del trust rimangano soggetti alla legge fissata dalle regole di conflitto del foro.

⁴⁸³ Cfr., per primo, M. LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 546, ove si individua tale fattispecie quando tutti gli elementi soggettivi ed oggettivi siano legati ad un ordinamento che non qualifica lo specifico rapporto come trust (nel senso accolto dalla Convenzione), mentre esso è regolato da una legge

convenzione di diritto internazionale privato, quale è la Convenzione dell'Aja del 1985, non potrebbe consentire il riconoscimento di *trust* privi di profili di internazionalità diversi da quello della legge applicabile⁽⁴⁸⁴⁾.

Tuttavia, l'opinione maggioritaria⁽⁴⁸⁵⁾ si muove oggi nella direzione di una configurabilità di *trust* interni, in cui unico elemento di internazionalità sia costituito dalla legge regolatrice della fattispecie. E, ciò, sulla base di una pluralità di argomentazioni, tra le quali basti ricordare: a) l'art. 6 della Convenzione, che sancisce la libertà del disponente di poter scegliere la legge regolatrice del *trust*, purché sia legge che preveda l'istituto così come definito dall'art. 2 della Convenzione; b) il fatto che la Convenzione non contenga alcuna norma che ne limiti l'applicabilità alle sole fattispecie che presentino elementi di estraneità ulteriori rispetto alla scelta della legge regolatrice; c) l'interpretazione dell'art. 13 della Convenzione⁽⁴⁸⁶⁾ come norma di chiusura che consente agli Stati contraenti di non riconoscere il *trust* interno ove esso paia non meritevole di tutela.

Alla luce di tali osservazioni, pare legittimo il ricorso al *trust* interno per la eventuale attuazione di piani ESOP, senza che sia necessario ricorrere alle categorie civilistiche già note al nostro ordinamento.

Ove, tuttavia, si ritenga di perseguire la seconda strada sopra delineata, mediante l'utilizzo di istituti di diritto nazionale per la realizzazione dei medesimi effetti, potrà farsi ricorso, tra le altre, alla forma societaria, a quella dell'associazione o della fondazione.

Sul punto, si è sostenuto⁽⁴⁸⁷⁾ che modello di riferimento di diritto interno potrebbero essere i fondi pensione, in particolare i fondi pensione di origine negoziale, riservati a

straniera che gli attribuisce quella qualificazione.

⁴⁸⁴ Cfr., G. BROGGINI, *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, in AA.VV., *I trust in Italia oggi*, Milano, 1996; F. GAZZONI, *Tentativo dell'impossibile (osservazioni di un giurista non vivente, su trust e trascrizione*, in *Riv. Not.*, 2001, p. 11 ss.

⁴⁸⁵ M. LUPOLI, *Trusts in Italy: A Living Comparative Law Laboratory*, in *Trusts & Trustees*, 2012, n. 18, p. 384 ss.; ID., *The shapeless trust*, in *Vita not.*, 1995, p. 51 ss.; ID., *Gli atti di destinazione nel nuovo art. 2645-ter c.c. quale frammento di trust*, in *Riv. not.*, 2006, p. 475 ss.; P. MANES, voce *Trust interno*, in *Dig. Disc. Priv.*, sezione civile, agg. VIII, Torino, 2013, p. 769 ss.; L. F. RISSO ó D. MURITANO, *Il trust: diritto interno e Convenzione de l'Aja. Ruolo e responsabilità del notaio*, Studio approvato dal Consiglio Nazionale del Notariato, in CNN Notizie del 22 febbraio 2006.

⁴⁸⁶ Art. 13: *«Nessuno Stato è tenuto a riconoscere un trust i cui elementi importanti, ad eccezione della scelta della legge da applicare, del luogo di amministrazione e della residenza abituale del trustee, sono più strettamente connessi a Stati che non prevedono l'istituto del trust o la categoria del trust in questione»*.

⁴⁸⁷ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 198; L. LAMA, *TFR: possibile strumento di partecipazione?*, Dossier Adapt, 6, 21 aprile 2010, p. 27 ss.

particolari categorie di lavoratori e che possono nascere anche da contratti collettivi di natura aziendale (⁴⁸⁸).

In ogni caso, il fondo così istituito dovrebbe dunque essere finanziato mediante contributi provenienti da un accordo di partecipazione agli utili su base azionaria dei lavoratori, attuato secondo l'art. 2349 c.c., ovvero mediante il ricorso a prestiti bancari o aziendali concessi ex art. 2358 c.c. e potrebbe beneficiare di un aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 8, c.c.

Le azioni dovrebbero poi essere detenute collettivamente nel fondo in conti intestati ai lavoratori e assegnate a questi ultimi solo al seguito di un determinato periodo di *vesting*, dopo aver consentito alla società di ripagare eventuali prestiti tramite contributi diretti e dividendi sulle azioni nel fondo (⁴⁸⁹).

A coronamento del modello delineato potrebbero poi intervenire disposizioni di carattere fiscale volte ad incentivare la detenzione delle azioni nel fondo per un periodo di tempo minimo, secondo la logica già seguita dall'art. 51, comma 2, lett. g) del Testo Unico delle Imposte sui Redditi.

Al di là delle prospettazioni teoriche, occorre dar conto di come il modello ESOP abbia in realtà già trovato attuazione in Italia nella prassi delle relazioni industriali, senza però far ricorso alla tecnica del *trust*, presso le società italiane del gruppo Gucci.

Il 10 dicembre 1999 queste ultime si riunirono, infatti, con le associazioni sindacali e sottoscrissero un'intesa volta alla realizzazione di un ESOP, portato a termine con un accordo del 28 febbraio 2000 (⁴⁹⁰). Tanto, al fine di evitare una scalata ostile da parte del Gruppo francese LVMH, secondo una modalità di utilizzo dello strumento che, come si è detto, risulta piuttosto comune negli Stati Uniti (⁴⁹¹). In tale sede si stabilì che potessero partecipare all'ESOP, legittimo in Italia in base all'art. 104 T.u.f. in materia di *passivity rule*, operai, impiegati, intermedi quadri e dirigenti delle medesime.

⁴⁸⁸ Più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

⁴⁸⁹ A. BORRONI, *La via italiana all'ESOP*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 20.

⁴⁹⁰ Firmato da CGIL, CISL e UIL, le RSU e le società Guccio Gucci S.p.A., Gucci Logistica S.p.A., Gucci Italia S.p.A., Gucci Venezia S.p.A., Gucci Outlet S.r.l., Gucci Capri S.r.l.

⁴⁹¹ Per una spiegazione economica del ruolo degli ESOP nel contrastare i tentativi di scalata ostile, si veda M. PAGANO e P. F. VOLPIN, *Managers, Workers and Corporate Control*, in *The Journal of Finance*, vol. XL, n. 2, aprile 2006. Sul caso Gucci, si veda *The 30-Month fight for Gucci. A European takeover unlike any other*, *The M&A Journal*, vol. III, n. 1, disponibile in www.themandajournal.com; M. H. MOFFETT - K. RAMASWAMY, *Fashion Faux Pas: Gucci&LVMH*, in *Thunderbird International Business Review*, Vol. 45, Issue 2, 2003, p. 229; C. PERUZZI, *La Gucci mette Arnault nell'angolo*, *Il Sole 24 ORE*, 19 febbraio 1999.

L'accordo prevedeva che a questi ultimi fossero assegnate individualmente azioni con diritto di voto per una quota di capitale sociale di poco superiore al 30%. Tali azioni, intrasferibili per almeno tre anni, dovevano essere depositate in un deposito titoli intestato all'Associazione dei Dipendenti Azionisti, suddiviso in singoli sottodepositi titoli individuali aperti per ogni partecipante all'Associazione presso una banca depositaria. La partecipazione all'ESOP era dunque subordinata all'adesione dei dipendenti all'Associazione di Dipendenti Azionisti, il cui statuto avrebbe determinato le regole per la partecipazione degli associati nell'assemblea generale del gruppo.

Lo statuto dell'Associazione ha poi previsto la possibilità di avere rappresentanti nel consiglio d'amministrazione e nel collegio sindacale del gruppo e che *“al fine di realizzare l'obiettivo statutario della promozione di una partecipazione attiva e cosciente dei soci alla vita del Gruppo Gucci, in prossimità dei più rilevanti fatti societari il consiglio di amministrazione potrà consegnare a ciascun socio una relazione sugli stessi, nonché eventualmente convocare un'assemblea dell'associazione per la discussione di tali fatti”* (⁴⁹²).

Riuscito sotto il profilo finanziario, il piano non ha però dato i risultati sperati sotto il profilo dell'incidenza sulle decisioni, in quanto nessun dipendente ha esercitato il diritto di voto e la gestione dell'ESOP è stata affidata al *management* della società (⁴⁹³).

L'unica esperienza di ESOP in Italia ha così confermato come in tale modello prevalga la componente finanziaria su quella di democratizzazione dell'impresa, che già si è detto caratterizzare l'esperienza angloamericana.

4. Azionariato dei dipendenti e gestione collettiva delle azioni

Nonostante il mancato recepimento, sino ad ora, dell'istituto poc'anzi ricordato, non sono mancate in Italia le istanze volte a perseguirne le finalità, collocatesi nel dibattito dottrinale sull'alternativa tra azionariato individuale e azionariato collettivo alla quale già si è fatto cenno nel terzo capitolo e, in particolare, nella ricerca di una modalità idonea allo sviluppo dell'azionariato collettivo dei dipendenti.

Tale ricerca si è, più specificamente, soffermata sulla possibilità di costituire apposite società di investimento a capitale variabile, fondi di investimento, o fondi pensione, in

⁴⁹² www.filtea.cgil.it

⁴⁹³ R. CARAGNANO, *op. cit.*, pp. 198 ó 199.

grado di condizionare le scelte delle società da essi partecipate (⁴⁹⁴), alimentati dalla distribuzione di partecipazioni azionarie *ex artt. 2349 e 2441 c.c.* in ragione delle adesioni dei dipendenti ai piani di azionariato.

Ciò, anche alla luce della delega contenuta nella Legge Fornero, che, prevedeva la possibilità di stabilire mediante contrattazione collettiva *l'accesso privilegiato dei lavoratori dipendenti al possesso di azioni, quote del capitale dell'impresa, o diritti di opzione sulle stesse, direttamente o mediante la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, i quali abbiano tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle partecipazioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa*, nonché del successivo disegno di legge n. 1051/2015, ad essa conforme (⁴⁹⁵).

Nella prassi, poi, l'esigenza di una gestione collettiva delle azioni assegnate ai dipendenti ha condotto alla costituzione di associazioni di azionisti o apposite società, adattando al perseguimento degli obiettivi partecipativi gli strumenti già offerti dal diritto societario.

Alla prima fattispecie ha fatto, per esempio, ricorso la società Dalmine in occasione della propria privatizzazione: l'accordo aziendale del luglio 1998 tra la Società privatizzata, FIM, FIOM, UIM e le R.S.U. (⁴⁹⁶) prevedeva la deliberazione di un aumento del capitale sociale riservato *ex art. 2441, ult. co., c.c.* ai dipendenti assunti da almeno un anno con contratto a tempo indeterminato, previa prenotazione da parte di una percentuale minima di lavoratori (⁴⁹⁷). L'accordo stabiliva inoltre che la partecipazione dei dipendenti al capitale azionario sarebbe stata coordinata da un'Associazione di dipendenti azionisti (AssoDalmine), che avrebbe potuto designare un membro del consiglio di amministrazione della società per la durata dell'accordo se

⁴⁹⁴ R. WEIGMANN, *Azionariato dei dipendenti*, in *Dig. Disc. Priv.*, Utet, Torino, 1987.

⁴⁹⁵ Disegno di legge n. 1051/2015, art. 1, lett. g): *previsione dell'accesso privilegiato dei lavoratori dipendenti al possesso di azioni, quote del capitale dell'impresa, o diritti di opzione sulle stesse, direttamente o mediante la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, i quali abbiano tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle partecipazioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa*.

⁴⁹⁶ Contenuto nel Codice della Partecipazione, p. 589 ss.

⁴⁹⁷ Le azioni oggetto dell'operazione erano azioni ordinarie, con vincoli di intrasferibilità per 3 anni. Il prezzo delle stesse doveva essere pari alla media dei prezzi ufficiali di borsa registrati nei 60 giorni precedenti la delibera di aumento di capitale; si prevedeva una assegnazione minima di 10.000 azioni per tutti i dipendenti, con la possibilità per questi di richiedere un'ulteriore assegnazione fino ad un massimo di 100.000 azioni. Il pagamento poteva avvenire in maniera ordinaria, ovvero attraverso l'anticipo del TFR fino al 70% di quello maturato, o in alternativa mediante prestito bancario.

le azioni dei dipendenti ad essa conferite avessero raggiunto il 10% del capitale sociale⁽⁴⁹⁸⁾.

Particolarmente sviluppato è poi il fenomeno dell'associazionismo dei dipendenti nel settore bancario.

Si pensi al Gruppo Intesa San Paolo, ove l'Associazione Azionisti Dipendenti del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (ADBI) riunisce *50 dipendenti in servizio attivo del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo che siano anche azionisti di Intesa Sanpaolo S.p.A.*⁽⁴⁹⁹⁾. Tale Associazione, secondo quanto previsto dall'art. 2 del proprio Statuto, *ha lo scopo di promuovere una maggiore ed attiva partecipazione dei Dipendenti alla vita sociale, rafforzandone la capacità di intervenire nei processi decisionali dell'Azienda, anche riguardo alla distribuzione degli utili prodotti. Il coinvolgimento dei Soci nella gestione della Banca, nel ruolo di Azionisti Dipendenti, ha la finalità di mettere in evidenza il loro duplice interesse; infatti, se da un lato, come Lavoratori, sono interessati allo sviluppo dell'Azienda, perché da questo dipende il futuro dei posti di lavoro, dall'altro, come Azionisti, sono, anche, ugualmente interessati alla realizzazione degli utili (i) Gli iscritti non devono conferire le proprie azioni e, in sede societaria, non sono vincolati alle valutazioni dell'Associazione che, per gli argomenti riguardanti la gestione aziendale, avrà una funzione di riferimento e d'indirizzo. Partendo da tali presupposti, l'Associazione raccoglie le deleghe per il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee, così come previsto dalla normativa di legge tempo per tempo vigente*⁽⁵⁰⁰⁾.

⁴⁹⁸ L'accordo non ebbe però successo: solamente 215 dipendenti, su 3000 interessati, confermarono la sottoscrizione delle azioni. Tale cifra era inferiore al 2% del capitale sociale, soglia minima per le iniziative. Le ragioni del fallimento dell'operazione sono state individuate nella mancanza di incentivi all'acquisto, nella mancata previsione di premi per chi avesse mantenuto le azioni per un determinato periodo, ma soprattutto nel fatto che nel periodo in esame il titolo fosse ai massimi storici e in tali condizioni l'acquisto venne considerato sconveniente da parte dei dipendenti. L'accordo esaminato è consultabile nel Codice della Partecipazione, p. 610 ss. e in R. CARAGNANO, *op. cit.* Per approfondimenti sul caso Dalmine si veda anche M. AFFINITO ó M. DE CECCO ó A. DRINGOLI, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Donzelli, Roma, 2000.

⁴⁹⁹ Art. 4 dello Statuto dell'ADBI, disponibile in www.associazioneadbi.com.

⁵⁰⁰ Assai noto è poi, nel settore delle banche cooperative, che esulano dunque dal modello lucrativo preso in esame nella presente sede, il caso dell'Associazione degli Amici della Cooperativa Banca Popolare di Milano, associazione di dipendenti azionisti controllata dai sindacati interni, con un'influenza tale da nominare la maggior parte del consiglio di amministrazione e il Presidente dello stesso, sciolta il 29 novembre 2012 a seguito dell'avvio di un procedimento sanzionatorio da parte della Banca d'Italia, che ha poi condotto nel dicembre 2012 a comminare sanzioni per i vertici dell'Associazione. Alla data di stesura del presente elaborato, non sono ancora state costituite Associazioni di dipendenti azionisti del nuovo Banco BPM S.p.A., derivante dalla fusione tra Banco Popolare - Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano S.c.r.l.

La costituzione di un'adeguata società da parte dei lavoratori azionisti è invece stata la strada seguita da Metalcam s.p.a., che, con un protocollo d'intesa siglato con la R.S.U. aziendale il 18 gennaio 2007, ha previsto la possibilità per i propri dipendenti di acquistare azioni della Lavoro s.p.a., da essi costituita, la quale, a sua volta, avrebbe acquistato il 10% delle azioni Metalcam al prezzo di 15 milioni di euro⁽⁵⁰¹⁾. L'accordo lasciava allo statuto di Lavoro s.p.a. la scelta della composizione dei propri organi sociali, pur prevedendo che inizialmente il c.d.a. dovesse essere composto da tre soggetti, uno dei quali indicato dall'assemblea dei soci della Metalcam s.p.a., e riconosceva alla Lavoro s.p.a. il diritto di nominare un membro del consiglio di amministrazione in Metalcam s.p.a.

Non sono mancate, tuttavia, le critiche alle soluzioni qui prospettate.

Si è invero rilevato come l'associazione di azionisti, non assumendo la titolarità delle azioni e consentendo la possibilità del voto divergente, rischi di sminuire le possibilità di *voce* delle associazioni dei dipendenti azionisti nelle assemblee societarie. Tale modello peccerebbe, inoltre, della complessità cui è soggetta la raccolta delle deleghe di voto⁽⁵⁰²⁾.

Quanto alla possibilità che i dipendenti azionisti costituiscano a loro volta una società cui intestare le azioni della società in cui lavorano, tale soluzione, pur risolvendo il problema della determinazione della volontà comune e dell'esercizio del voto in assemblea, al contempo rischierebbe di determinare per il lavoratore la rinuncia ad

⁵⁰¹ Partecipanti al piano potevano essere solo dipendenti a tempo indeterminato della Metalcam s.p.a., compresi i dirigenti e gli amministratori. Ai dipendenti era data la possibilità di utilizzare il TFR maturato al 31 dicembre 2006 per acquistare le azioni della Lavoro s.p.a., prevedendo che tali somme sarebbero state impiegate per 1/3 nel capitale sociale di Lavoro s.p.a. e per 2/3 sarebbero state trasformate in prestito obbligazionario emesso dalla Lavoro s.p.a. da restituire con una cedola semestrale del 3% lordo. La raccolta delle somme necessarie per acquistare le azioni Metalcam era poi integrata da un prestito bancario. Il piano economico finanziario illustrato alle OO.SS. e alla R.S.U. prevedeva in via prioritaria il rimborso del debito bancario e il pagamento degli interessi sul capitale residuo, il pagamento delle cedole sul prestito obbligazionario e la restituzione del prestito obbligazionario una volta ripagato interamente il debito bancario e una quota di dividendo da staccare ai dipendenti soci della Lavoro s.p.a. Il piano doveva essere finanziato tramite il trasferimento del 10% dell'utile annuale prodotto dalla Metalcam s.p.a. alla Lavoro s.p.a.

⁵⁰² R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 295; A. ALAIMO, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, 2000, p. 10, in www.sole.unina.it; CISL, Audizione sul disegno di legge A.S. n. 1051, 17 marzo 2015: *«va ricordato che le esperienze contrattuali finora realizzate in tema di partecipazione finanziaria hanno confermato le difficoltà attuative dell'azionariato collettivo, proprio perché le associazioni dei dipendenti azionisti sono soggette alla rigida normativa vigente in materia di raccolta delle deleghe di voto, limitando l'effettivo potere di influenza dell'associazione stessa nell'assemblea degli azionisti. Occorre dunque aggiornare la strumentazione normativa esistente, per rendere praticabile ed esigibile il ruolo delle associazioni dei dipendenti azionisti e migliorando il collegamento fra queste e l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea degli azionisti»*.

azioni dotate di valore della società presso la quale opera in cambio di partecipazioni tendenzialmente prive di liquidità e valore intrinseco (⁵⁰³).

Altro strumento possibile sarebbe poi quello dei patti parasociali: i dipendenti azionisti potrebbero invero stipulare patti di sindacato per l'esercizio in comune del diritto di voto, superando così il problema della mancanza di una volontà collettiva e del voto divergente. A tal proposito, si è tuttavia osservato che detta possibilità risulterebbe difficilmente praticabile da parte di piccoli azionisti dispersi (⁵⁰⁴) e, comunque, presenterebbe inalterata la questione della necessità di una delega all'esercizio del voto in assemblea (⁵⁰⁵).

Da più parti si è quindi rilevato come le ipotesi prospettate, non progettate per la realizzazione di un collegamento tra le due forme partecipative non risultino adeguate allo scopo né accompagnate da idonei incentivi (⁵⁰⁶) e che sia dunque necessario trovare soluzioni specifiche e innovative che consentano di garantire che le potenzialità dell'azionariato collettivo dei dipendenti non siano compromesse dall'inadeguatezza delle modalità di realizzazione (⁵⁰⁷).

4.1 Segue: i fondi pensione

Tra le soluzioni citate, quella più simile al modello dell'ESOP e che ha raccolto maggior consenso in dottrina è rappresentata dal ricorso in chiave partecipativa ai fondi pensione, introdotti nel nostro ordinamento dal d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, ora disciplinati dal d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 (⁵⁰⁸) e, specialmente, in un'ottica di partecipazione al capitale d'impresa, ai fondi pensione chiusi o negoziali, strumenti di carattere collettivo riservati ai soli lavoratori contemplati dalle cosiddette "fonti istitutive", consistenti sostanzialmente in accordi di carattere sindacale o regolamenti di

⁵⁰³ R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 296.

⁵⁰⁴ E. GHERA, *ult. op. cit.*, p. 431.

⁵⁰⁵ R. MOLESTI, *op. cit.*, p. 296.

⁵⁰⁶ T. TREU, *Le proposte parlamentari sulla partecipazione*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, p. 93 ss.

⁵⁰⁷ G. BIANCHI ó M. BIANCHI, *L'azionariato dei dipendenti come strumento di democrazia economica: una sfida per le parti sociali*, 5 novembre 2010, in www.nelmerito.it.

⁵⁰⁸ Cfr., sul tema, M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1999, n. 3, p. 283 ss.; R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 196; G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1208 ss.; M. MESSORI, *Partecipazione azionaria e fondi pensione*, in *L'impresa al Plurale. Quaderni della partecipazione*, 2001, n. 7-8, p. 83 ss.; L. SPAGNUOLO VIGORITA, *Azionariato dei dipendenti: nozione e profili di diritto del lavoro*, in *Dir. Rel. Ind.*, 2000, n. 1, p. 3 ss.

enti o aziende.

Tali fondi, che possono assumere la forma dell'associazione non riconosciuta, ai sensi dell'art. 36 c.c., o dell'associazione riconosciuta e della fondazione, possono infatti organizzarsi, nel caso dei lavoratori dipendenti, come fondi di "categoria", "comparto" o "raggruppamento", distinguendosi così per categorie contrattuali, oppure come fondi di impresa, ente, gruppo di imprese o altra organizzazione produttiva, ossia costituendosi come fondi aziendali (⁵⁰⁹).

Un primo collegamento tra partecipazione finanziaria dei lavoratori e fondi pensione è stato in realtà già operato dal d.lgs. 299/99 sulla cartolarizzazione del TFR (⁵¹⁰), che ha previsto la possibilità per il lavoratore, a decorrere dal 1999 e per i tre anni successivi, di impiegare gli importi destinati al trattamento di fine rapporto per acquistare i titoli delle società in cui prestava la propria opera, ciò per il tramite dei fondi pensione.

Tale disciplina mirava, al contempo, ad accrescere le potenzialità del TFR, assicurando un rendimento superiore al vigente tasso di rivalutazione del medesimo (⁵¹¹), a finanziare le nuove forme pensionistiche e a procurare all'impresa risorse alternative alla disponibilità delle somme accantonate in conto di fine rapporto (⁵¹²).

Più precisamente, il decreto consentiva alle fonti istitutive dei fondi pensione di prevedere, in alternativa all'assegnazione al fondo dell'accantonamento annuale del TFR, l'attribuzione di strumenti finanziari aventi valore corrispondente, previo ottenimento del consenso scritto e specifico del lavoratore interessato.

Si permetteva così all'impresa di continuare a disporre delle somme accantonate, pur sotto diversa forma, al lavoratore di alimentare la formazione di una pensione complementare, al fondo pensione di godere dei rendimenti finanziari dei titoli depositati (⁵¹³).

In base a tale decreto, il lavoratore non disponeva del TFR cartolarizzato, ricevendone solo alla scadenza pattuita direttamente dal fondo pensione il controvalore.

⁵⁰⁹ E. RIGHINI, voce *Fondi pensione e forme pensionistiche complementari*, in *Enc. Dir., Annali II-2*, Giuffrè, 2008.

⁵¹⁰ T. DI TANNO, *La titolarizzazione del TFR per alimentare i fondi pensione*, in *Giur. Comm.* 1999, n. 4, p. 451 ss.: *«Né va sottaciuto che il passaggio di mano delle risorse in questione consente, su un piano di più ampio respiro, di trasferire al sistema dei fondi pensione un potere di indirizzo delle attività imprenditoriali da essi partecipate che i singoli lavoratori, individualmente presi, non hanno come puri e semplici titolari di diritti di credito verso le imprese debtrici di TFR»*.

⁵¹¹ L. ZOPPOLI, *op. cit.*

⁵¹² R. SANTAGATA, *op. cit.*

⁵¹³ R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 197; T. DI TANNO, *op. cit.*, in *Giur. Comm.* 1999, n. 4, p. 451 ss.

La disciplina regolava tre ipotesi:

- a) quella della società quotata, per la quale si prevedeva la possibilità di deliberare aumenti del capitale sociale riservati ai fondi pensione cui aderissero lavoratori dipendenti dell'emittente quotato o di società del gruppo dell'emittente quotato;
- b) quella della società non quotata, ma che intendesse presentare domanda di ammissione alla quotazione, per la quale si stabiliva la facoltà di deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni riservandole ai fondi pensione cui aderissero lavoratori dipendenti dell'emittente o di società del gruppo dell'emittente;
- c) quella della società non quotata alla quale era consentita l'emissione di obbligazioni, anche convertibili, od altro titolo *cum warrant* convertibile in partecipazioni al capitale sociale dell'emittente o di società del gruppo, a condizione che, con delibera dell'assemblea straordinaria, la società consentisse l'ingresso nel proprio capitale sociale di qualificati operatori finanziari (⁵¹⁴).

In ogni caso, l'operazione richiedeva una delibera della società emittente, una delibera del consiglio di amministrazione del fondo pensione ed il consenso del gestore del fondo alla ricezione degli strumenti finanziari, oltre, ovviamente, al consenso scritto del lavoratore.

La complessità dell'operazione di cartolarizzazione così configurata e lo stato di crisi delle relazioni industriali ispirate alla concertazione, impediva, però, una concreta applicazione delle disposizioni ricordate.

Successivamente, l'introduzione del meccanismo del silenzio assenso di cui al D.Lgs. n. 252/2005, prevedendo la triplice possibilità dell'adesione ad un fondo pensione con conferimento esplicito del TFR, della non adesione e mantenimento del TFR in azienda, della non manifestazione di volontà con conseguente conferimento tacito del TFR al fondo pensione collettivo di riferimento, superava le previsioni del d.lgs. 299/1999, slegando tuttavia l'utilizzo del TFR dall'ottica partecipativa.

Sebbene il rapporto tra TFR e fondi pensione sia stato intensificato, esso non determina, infatti, un investimento del lavoratore nella società presso la quale presta la propria opera e sfugge, così, alla nozione di partecipazione che si è voluta fornire nell'introduzione al presente elaborato.

⁵¹⁴ Ossia «le società di gestione del risparmio, le Sicav, le compagnie di assicurazione, le banche, i soggetti domiciliati in un Paese dell'Unione europea operanti come società di gestione come compagnie di assicurazione, come banche o come Sicav, i Fondi comuni di investimento», cfr. art. 1 d.lgs. 299/1999.

Allo stato, dunque, una valutazione dei possibili collegamenti tra azionariato dei dipendenti e fondi pensione pone, quanto meno, tre ordini di problemi: il primo, consistente nel dubbio se per la società emittente e per il lavoratore sia possibile contribuire al fondo pensione con valori mobiliari, emessi ai sensi degli artt. 2349 o 2441, 8° co., c.c.; il secondo, inerente la possibilità per un fondo avente come destinatari i lavoratori di una data impresa di investire le proprie disponibilità in titoli dalla medesima emessi; il terzo, dipendente dai primi due, relativo alla capacità dei lavoratori aderenti a fondi pensione di influire sulle decisioni della società che emette i titoli. Se non si consentisse ai rappresentanti dei lavoratori di intervenire sull'esercizio del diritto di voto, il modello del fondo pensione, seppur rilevante in quanto idoneo a minimizzare i rischi specifici dei portafogli finanziari dei singoli lavoratori, si presterebbe ad una valutazione in meri termini di valore dell'investimento e non di capacità di influire sulle decisioni d'impresa, auspicata da parte della dottrina⁽⁵¹⁵⁾.

Ebbene, quanto al primo aspetto, la letteratura, con rare eccezioni, sembra non essersi soffermata con particolare attenzione sulla possibilità di una contribuzione volontaria ai fondi pensione in forma di azioni.

Sul punto, la disciplina del d.lgs. 252/2005, e in particolare l'art. 8 in tema di finanziamento, non pare rappresentare un ostacolo a tale possibilità, non richiedendo espressamente una contribuzione in forma monetaria, anche considerato che, già in passato, si è consentita l'assegnazione di valori mobiliari al fondo pensione mediante la titolarizzazione del TFR.

Nulla vieta, dunque, di assegnare azioni ai dipendenti secondo la disciplina civilistica perché queste siano dai medesimi liberamente conferite ai fondi pensione quale ulteriore forma di contribuzione volontaria ovvero di consentire alla società di assegnare azioni ex artt. 2349 o 2441 c.c. direttamente ai fondi pensione⁽⁵¹⁶⁾.

D'altronde, in materia di contribuzione aggiuntiva da parte del lavoratore e dal datore di lavoro, largo spazio è lasciato a contratti collettivi e accordi aziendali, che ben

⁵¹⁵ R. CARAGNANO, *op. cit.*, *passim*; R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione. Esperienze e prospettive*, Franco Angeli, Milano, 2005, p. 306.

⁵¹⁶ Cfr. A. V. IZAR, *L'azionariato dei dipendenti tra diritto del lavoro e diritto societario*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 164; G. ACERBI, *op. cit.*; L. SALVATORE, *L'utilizzazione del trust al servizio dell'impresa*, in *Riv. Not.*, 2006, 1, p. 125 ss.: *«la disciplina sui fondi pensione, D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, all'art. 4, fa riferimento alla creazione di un patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, nell'ambito del patrimonio della stessa società, e si ritiene che tale patrimonio possa essere costituito anche da azioni spettanti ai dipendenti, sia per assegnazione gratuita che per offerta di sottoscrizione»*.

potrebbero individuare gli interventi più adatti a favorire lo sviluppo della partecipazione azionaria dei dipendenti.

Al più, nell'ipotesi esaminata si potrebbe porre un'esigenza di valutazione del valore dei titoli ad opera del gestore del fondo, che avrebbe la facoltà rifiutare il proprio consenso a ricevere tali strumenti finanziari, come già previsto nel d.lgs. 299/1999 (⁵¹⁷).

Quanto, invece alle possibilità di investimento in titoli emessi dall'impresa presso la quale lavorano i dipendenti aderenti al fondo, il decreto qui esaminato, nell'intenzione di limitare i rischi di un conflitto di interessi, stabilisce che il patrimonio del fondo non possa essere investito in azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati direttamente o indirettamente, per interposta persona o tramite società fiduciaria, o agli stessi legati da rapporti di controllo, in misura complessiva superiore al venti per cento delle risorse del fondo e, ove si tratti di fondo pensione di categoria, in misura complessiva superiore al trenta per cento.

Fermi questi limiti, la normativa prevede altresì che i fondi pensione aventi come destinatari i lavoratori di una determinata impresa non possano investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalla predetta impresa, o, allorché essa appartenga a un gruppo, dalle imprese appartenenti al gruppo medesimo, in misura

⁵¹⁷ Sul punto, in relazione alle previsioni del citato d.lgs. 299/1999, T. DI TANNO, *op. cit.*, affermava: «Ai gestori, come sopra individuati, è assegnato un compito, si diceva, assai delicato: quello di valutare la congruità del valore dello strumento finanziario proposto dall'emittente (impresa debitrice o partner finanziario della stessa che esso sia). Si tratta di un compito relativamente banale qualora lo strumento finanziario in questione sia già quotato presso una borsa valori (italiana od estera che essa sia). Assai più complesso qualora il medesimo non sia ancora quotato, pur sussistendo ragionevoli aspettative al riguardo. Ancora più complesso qualora detta quotazione non sia preventivamente con un accettabile grado di ragionevolezza. Tuttavia, è indiscutibile che queste circostanze incidono specificamente sull'individuazione del "congruo valore" e che minore è il grado di liquidità di un certo "titolo", maggiore sarà lo scotto da pagare da parte dell'emittente in termini di riduzione del valore dello stesso (scotto che potrà sostanzarsi, addirittura, nel puro e semplice rifiuto dello scambio, se i relativi contorni appariranno troppo evanescenti all'insindacabile giudizio del gestore). L'attestazione della congruità del valore dello strumento finanziario offerto in cambio del TFR, tuttavia, costituisce solo la prima parte dell'intervento del gestore. Costui, infatti, una volta asseritane la bontà - sotto il profilo dei valori oggettivi messi in campo - deve ancora verificare se la percezione del "titolo" in questione si concilia con le proprie strategie di investimento o anche, più banalmente, con la proporzione/diversificazione delle varie tipologie di titoli che il proprio (individuale) regolamento gli impone di seguire. Conseguentemente, da un lato, che il varo della normativa in questione potrà costituire una buona occasione per ridisegnare (con l'accordo dei mandanti, è ovvio) la composizione del portafoglio assegnato a ciascun gestore che tenga conto delle opportunità garantite dalla norma qui commentata. Dall'altro che, ove lo strumento finanziario offerto dall'emittente risulti soddisfacente sotto il profilo del valore intrinseco, ma non accoglibile in funzione delle strategie di investimento proprie del singolo gestore, questi possa negoziare l'opzione a ricevere il detto strumento prima ancora che lo stesso venga concretamente emesso ed assegnato. È questo il senso dell'ultima parte della lett. c) del comma 1, ove si specifica che la normazione delegata dovrà, altresì, prevedere "meccanismi idonei ad attribuire ai gestori le opzioni sugli strumenti finanziari ed a semplificarne la negoziazione"».

complessivamente superiore, rispettivamente, al cinque e al dieci per cento del patrimonio complessivo del fondo (art. 6, 13° co., d.lgs. 252/2015).

Si ritiene quindi che, nei limiti anzidetti, sia possibile uno sviluppo della partecipazione dei lavoratori al capitale d'impresa per il tramite dei fondi pensione, pur nel rispetto dell'esigenza di diversificazione del rischio dell'investimento.

Dovrebbe invece predicarsi particolare cautela nell'auspicare un aumento della soglia di investimento del 5 o 10% in ottica di promozione dell'azionariato tramite i fondi pensione, come proposto da un Autore, che sembra ispirarsi proprio al ricordato istituto dell'ESOP⁽⁵¹⁸⁾: la tutela dell'interesse previdenziale degli iscritti, della quale si fanno promotori i fondi pensione, difficilmente può conciliarsi con un aumento del profilo di rischio dell'investimento dettato dalla volontà di favorire dinamiche partecipative.

Ciò, a meno di non ammettere che il fondo pensione possa farsi portatore di interessi altri, quale, per esempio, quello alla gestione collettiva delle partecipazioni dei dipendenti azionisti, in un'ottica di maggiore influenza alle decisioni di impresa, accettando così il rischio di un eventuale pregiudizio per l'interesse previdenziale⁽⁵¹⁹⁾.

Tale tesi risulta, tuttavia, al momento ostacolata dalle previsioni del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 2 settembre 2014, n. 166, che, al proprio art. 3, comma 1, ha così statuito: *«(í) Nella gestione delle loro disponibilità i fondi pensione osservano i seguenti criteri: a) ottimizzazione della combinazione redditività - rischio del portafoglio nel suo complesso, attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, in coerenza con la politica d'investimento adottata; b) adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree geografiche (í)»*⁽⁵²⁰⁾.

Tanto considerato, occorre chiedersi se questi limiti all'investimento trovino

⁵¹⁸ M. BIAGI, *op. cit.*

⁵¹⁹ M. MARCHESI, *I fondi pensione*, in E. GABRIELLI ó R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Utet, Torino, 2011, p. 860: *«Certamente la finalità previdenziale, se non esclusiva, è prevalente rispetto ad ogni altra e plasma ogni fase e ogni aspetto della vita del fondo. In effetti un fondo pensione è veramente tale per erogare ai propri aderenti prestazioni previdenziali ó complementari»* rispetto al sistema obbligatorio.

⁵²⁰ Tale decreto, che ha abrogato e sostituito il previgente d.m. 21 novembre 1996, n. 703, all'art. 5, comma 2, ha confermato i limiti agli investimenti fissati dal d.lgs. 252/2005, affermando che *«I fondi pensione, tenuto conto anche dell'esposizione realizzata tramite derivati, non investono più del 5 per cento delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10 per cento in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo»*.

applicazione anche nell'ipotesi in cui i lavoratori contribuiscano al fondo conferendovi azioni. Sebbene pure in tal caso, infatti, si innesti un legame tra fondo pensione e società presso la quale lavorano i dipendenti ad esso aderenti, la fattispecie differisce da quella appena esaminata nella misura in cui prevede una contribuzione volontaria al fondo e non una scelta di investimento effettuata da quest'ultimo. Ciò rende quantomeno legittimo dubitare che anche in tale ipotesi si ponga l'esigenza di evitare il conflitto di interessi che fonda il divieto di investire ulteriori risorse in titoli emessi dall'impresa presso la quale lavorano i dipendenti aderenti al fondo.

Infine, in relazione alla possibilità per i lavoratori di incidere sulle decisioni della società emittente i titoli, la disciplina distingue tra fondi a contribuzione bilaterale o unilaterale a carico del datore di lavoro, per i quali si prevede il criterio di partecipazione paritetica dei rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro negli organi amministrativi e di controllo, dai fondi a contribuzione unilaterale dei soli lavoratori, ai quali si applica il criterio rappresentativo di partecipazione delle categorie e dei raggruppamenti interessati (⁵²¹).

Ai rappresentanti dei lavoratori nell'organo amministrativo del fondo è dunque effettivamente consentito di incidere sulle linee di indirizzo della gestione del patrimonio di quest'ultimo e sulla sua politica di investimento, ferma l'impossibilità di procedere ad una gestione diretta, che rimane riservata ad un gestore rientrante nell'elenco tassativo di intermediari finanziari autorizzati di cui all'art. 6, d.lgs. 252/2005.

Tra le ragioni della separazione di tali compiti vengono peraltro ricondotte, da un lato, l'esigenza di assicurare una gestione tecnicamente competente, a fronte di una composizione degli organi del fondo pensione che privilegia a tale aspetto quello della rappresentanza sindacale e di categoria (⁵²²), dall'altro, la volontà di garantire l'imparzialità della gestione del patrimonio. Si è, infatti, sostenuto che la presenza

⁵²¹ Art. 5, 1° co., d.lgs. 252/2005: «La composizione degli organi di amministrazione e di controllo delle forme pensionistiche complementari, escluse quelle di cui agli articoli 12 e 13, deve rispettare il criterio della partecipazione paritetica di rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro. Per quelle caratterizzate da contribuzione unilaterale a carico dei lavoratori, la composizione degli organi collegiali risponde al criterio rappresentativo di partecipazione delle categorie e raggruppamenti interessati. I componenti dei primi organi collegiali sono nominati in sede di atto costitutivo. Per la successiva individuazione dei rappresentanti dei lavoratori è previsto il metodo elettivo secondo modalità e criteri definiti dalle fonti costitutive».

⁵²² L. ENRIQUES, *La gestione delle risorse dei fondi pensione "negoziali" a contribuzione definita: finalità, effetti e limiti della disciplina*, in *Banca impresa società*, 1999, p. 193 ss.

all'interno degli organi del fondo di rappresentanti degli stessi soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive, fra cui soprattutto le imprese datrici di lavoro, possa indirizzare la gestione del fondo all'investimento in titoli emessi da tali imprese, a scapito di altre forme più sicure e redditizie di impiego (⁵²³).

Relativamente, poi, alla titolarità dei valori mobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo, essa spetta al fondo stesso, al quale compete, *in ogni caso* l'esercizio del relativo diritto di voto (art. 6, 8-9° co.).

Alla luce di quanto sin qui affermato, si può convenire sulla possibilità di utilizzare i fondi pensione come veicolo per una partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa. Ai positivi esiti di una partecipazione azionaria dei lavoratori al capitale delle imprese alle dipendenze delle quali prestano la propria opera, si sommerebbe, invero, il pregio di contribuire allo sviluppo di tale forma di previdenza complementare, con evidente vantaggio sia per i lavoratori che per i mercati.

Quanto ai primi, le ragioni dell'affermazione sono autoevidenti: il dissesto finanziario delle gestioni previdenziali e la conseguente ridotta effettività della tutela previdenziale pubblica conduce a ritenere fondamentale lo sviluppo di una forma di previdenza complementare privata che si affianchi alla prima.

Sul piano dei mercati, invece, la caratteristica dei fondi pensione di fungere da collettori di (potenzialmente) ampie quantità di risparmio a fronte del quale stanno prevedibili obblighi di restituzione esigibili in un momento lontano da quello in cui esso viene raccolto, li rende idonei ad investimenti di lungo e lunghissimo periodo (⁵²⁴).

5. Le alternative all'ESOP quale meccanismo di successione aziendale: il *workers buyout*

Gli schemi partecipativi ESOP sui quali ci si è soffermati, come ricordato, oltre che quale strumento di partecipazione finanziaria dei lavoratori e modello previdenziale, sono poi stati promossi dal legislatore europeo in quanto meccanismo di graduale successione aziendale e di pianificazione del ricambio generazionale nelle imprese a base familiare (⁵²⁵), nella convinzione che un'operazione di *buy-out* totale o parziale da

⁵²³ E. RIGHINI, *op. cit.*, p. 524 ss.

⁵²⁴ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 218.

⁵²⁵ Sul punto vedi cap. 1 e R. CARAGNANO, *Il codice della partecipazione*, *cit.*, p. 241 ss.

parte dell'ESOP costituisca il veicolo ideale per facilitare il trasferimento di proprietà e gestione nelle società che non hanno azioni quotate sui mercati regolamentati (⁵²⁶).

Sul punto, giova premettere che, contrariamente a quanto sembrano assumere gli interventi comunitari, l'utilizzo dell'ESOP quale veicolo di successione aziendale esula dal dibattito sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa.

L'errata impostazione deriva forse dalla letteratura straniera in materia di *employee ownership*, specialmente di matrice anglosassone, che spesso tratta congiuntamente ipotesi di *full ownership* e *partial ownership*, coinvolgendo nel dibattito anche le società cooperative (⁵²⁷).

Come già chiarito nell'introduzione del presente scritto, si ritiene tuttavia che la diversità dello scopo economico perseguito dalle società cooperative rispetto agli altri tipi societari ed il differente modello organizzativo adottato prospettino problematiche differenti, tali da rendere difficoltosa una trattazione unitaria dei fenomeni.

Tanto, anche considerato che, se si intende conferire al termine «partecipazione» il significato etimologico che gli è proprio, ossia di «prendere parte» (⁵²⁸), come si è cercato di fare in questa sede, devono escludersi dal perimetro di tale nozione le esperienze di *full ownership* dell'impresa da parte dei lavoratori (⁵²⁹) ovvero di acquisizione del controllo dell'impresa da parte di questi ultimi (⁵³⁰).

⁵²⁶ J. LOWITZSCH, *La partecipazione finanziaria per una nuova Europa sociale*, Berlino ó Roma, 2009, disponibile in www.cesos.org.

⁵²⁷ H. HANSMANN, *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1749 ss.; H. HANSMANN, *Worker Participation and Corporate Governance*, in *University of Toronto Law Journal*, 1993, p. 589 ss.

⁵²⁸ Così facendo, si riprende parzialmente l'accezione del termine adottata da P. MONTALENTI, Voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Enciclopedia del Diritto*, 1994: «il termine «partecipazione», spesso erroneamente contrapposto alla contrattazione, deve per contro essere assunto nella propria valenza etimologica di «prendere parte» ed impiegato quindi come termine neutro mirato a sintetizzare, di là dei giudizi di valore, tutti i fenomeni di influenza da parte dei lavoratori e/o delle organizzazioni sindacali nei confronti della gestione delle imprese». Tuttavia, proprio nell'ottica di maggior neutralità del termine, si ritiene che esso possa essere impiegato anche per riferirsi alle forme di partecipazione «economica» all'impresa, che tuttavia non si traducono necessariamente in fenomeni di influenza nei confronti della gestione.

⁵²⁹ Cfr. M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, sez. commerciale*, vol. IV, Utet, Torino, 1989, p. 241 ss., il quale bene rimarca come, la democrazia industriale non sia «solo e tanto «opposizione al governo dell'industria» (dell'impresa, dell'economia, dei servizi pubblici), ma è in specie «opposizione che non potrà mai andare al potere». Tale concetto è ripreso ed applicato da A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004, alla partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa.

⁵³⁰ A. FICI, *op. cit.*, «il due concetti sono antitetici da un punto di vista logico. Infatti, in tanto ha senso parlare di «partecipazione» in quanto vi sia qualcosa di separato in cui «si partecipa» o è data la possibilità di partecipare. La dottrina lo ha sottolineato con riguardo all'autogestione quale tecnica di democrazia industriale, escludendo che sia in gioco una questione di partecipazione dei lavoratori

Ciò posto, si ritiene tuttavia utile soffermarsi brevemente sulla questione sollevata dalle Istituzioni Europee, chiarendo che quello dell'ESOP non è che una delle modalità di realizzazione del *workers buyout* (WBO), definizione con la quale ci si riferisce a varie operazioni che coinvolgono una *ristrutturazione aziendale, un salvataggio o un processo di conversione, in base al quale i dipendenti acquistano la proprietà dell'intera azienda che li impiega o di una parte di essa*⁽⁵³¹⁾.

L'Italia vanta, infatti, numerose esperienze di WBO, sviluppatesi anche grazie ad una specifica normativa di favore, che ha supplito alla carenza dello schema dell'ESOP mediante il ricorso a quello cooperativo⁽⁵³²⁾.

Ci si riferisce, evidentemente, al sostegno economico alla conversione previsto dal legislatore italiano sin dagli anni Ottanta, quando è stata emanata la legge 27 febbraio 1985, n. 49 (cd. Legge Marcora)⁽⁵³³⁾, con la quale si è promossa la costituzione di

quando manchi un potere decisionale cui opporsi. Ma tale ragionamento va esteso alla partecipazione finanziaria. Di partecipazione finanziaria dei lavoratori può dunque parlarsi solo quando vi sia coinvolgimento dei lavoratori nei risultati economici della stessa, risultati cui sono ammessi a concorrere dai proprietari (e gestori) dell'impresa, poco rilevando invece che si tratti di impresa capitalistica o cooperativa (come diremo subito). In presenza invece di autogestione, di impresa di proprietà dei lavoratori, l'appropriazione da parte dei lavoratori dei benefici economici non dipende dalla partecipazione economica, ma semplicemente dal fatto che sull'impresa insiste il loro diritto di proprietà (e dunque di controllo) () nel sistema italiano, il modello per eccellenza di impresa autogestita dai lavoratori è la cooperativa di lavoro ()

⁵³¹ M. VIETA ó S. DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, 2015, p. 2, disponibile in www.euricse.eu. M. VIETA, *Workers buyout*, in *The co-operative firm. Keywords*, A. BERNARDI - S. MONNI (a cura di), Roma-Tre Press, 2016, distingue sul piano comparato tre tipi di WBO: il *labour conflict WBO*, derivante da occupazioni di imprese in crisi (come accaduto in Argentina), il *Employee Share Ownership Plan WBO*, che utilizza il ricordato strumento dell'ESOP, ed il *negotiated WBO*, ove si assiste ad una negoziazione tra lavoratori e proprietari con la mediazione dell'autorità pubblica.

⁵³² E. DI TOMASO, *Il workers buyout: i dipendenti salvano l'azienda*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2014, il quale sottolinea: *«Nel contesto italiano, in assenza dello strumento dell'ESOP, per le operazioni di WBO si fa generalmente ricorso alle società cooperative: tale scelta è determinata dai vantaggi collegati alle caratteristiche di tale tipo di società, quali: -l'assenza dell'obbligo di capitale sociale minimo (fatta eccezione per quanto previsto da leggi speciali per le cooperative di credito e le cooperative di assicurazione), nonché la variabilità dello stesso capitale sociale, che permette più agevolmente l'ingresso e l'uscita di soci dalla società; -il principio di voto capitarario nelle deliberazioni dell'assemblea sociale, che permette di garantire un trattamento paritario di ciascun socio, a prescindere dal valore delle quote o del numero di azioni possedute, coerentemente con lo spirito solidaristico che fa spesso da collante alle iniziative di WBO; -l'obbligo di nominare il collegio sindacale solo in casi limitati (cfr. art. 2543 c.c.); -da ultimo, ma non per ordine di importanza, la possibilità di godere delle agevolazioni fiscali previste per le cooperative a mutualità prevalente in genere, nonché quelle previste nello specifico a favore delle cooperative di produzione e lavoro (cfr. art. 11 d.P.R. n. 601/1973). Il ricorso alla società cooperativa nel contesto delle operazioni di WBO è reso, quindi, ancora più congeniale dalla possibilità di affiancare, ai soci cooperatori, soci finanziatori della società cooperativa»*.

⁵³³ In materia, P. VERRUCOLI, *Prime osservazioni sulla legge 27 febbraio 1985, n. 49 (proposta Marcora e Foncooperö)*, in *Riv. coop.*, 1985, p. 167 ss.; M. BIAGI, *Cooperative e relazioni industriali della crisi; prime note alla legge 27 febbraio 1985, n. 49*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1985, I, p. 287 ss.; F. CAVAZZUTI, *Il socio lavoratore fra disciplina speciale e codice civile*, in *Giur. Comm.*, 2004, n. 2, p. 229 ss.; A.

cooperative da parte di lavoratori licenziati, cassaintegrati o dipendenti di aziende in crisi o sottoposte a procedure concorsuali attraverso un fondo di rotazione per il finanziamento di progetti presentati da società cooperative, chiamato Foncooper, ed un Fondo Speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli occupazionali (⁵³⁴).

Con l'intervento dell'art. 7, 5° co., l. 23 luglio 1991, n. 223, è poi stata introdotta la possibilità per il lavoratore di richiedere all'INPS l'anticipo dell'indennità di mobilità, che, insieme al trattamento di fine rapporto, rappresenta spesso per il lavoratore la prima risorsa utilizzata per l'acquisto delle partecipazioni nell'impresa.

Le previsioni della legge Marcora hanno tuttavia subito una battuta di arresto negli anni Novanta, quando la Commissione Europea ha avviato una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia per violazione delle norme sugli aiuti di stato (⁵³⁵).

L'erogazione dei finanziamenti, sospesa dal 1995 al 2000, è ripartita solamente con l'approvazione della legge 5 marzo 2001, n. 57, di riforma della Legge Marcora, che ha abrogato l'art. 14 di detta legge e previsto, in luogo dell'originario sistema di contribuzione pubblica a fondo perduto, la partecipazione del Ministero delle Attività Produttive al capitale delle società finanziarie costituite per *"assumere partecipazioni temporanee di minoranza nelle cooperative (i) con priorità per quelle costituite da*

PANDOLFO - M. RISPOLI FARINA - V. SANTORO, (a cura di), *Commentario alla legge 27 febbraio 1985, n. 49*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1986, p. 490 ss.; F. VIGIANI, *La riforma della Marcora: una proposta*, in *Riv. coop.*, 1992, p. 20 ss.; F. DANDOLO, *Giovanni Marcora e la legge sulla partecipazione dei lavoratori nella gestione delle imprese in crisi (1981-1985)*, in *Storia economica*, 2006, p. 263; C. PICOZZA, *La Marcora come job creation?*, in *Politica ed economia*, 1986, p. 31.

⁵³⁴ Il primo fondo, all'epoca costituito presso la Sezione Speciale per il Credito alla Cooperazione e gestito dalla Coopercredito Spa del Gruppo BNL, attualmente gestito a livello regionale, è finalizzato alla promozione e allo sviluppo della cooperazione attraverso la concessione di finanziamenti agevolati per le cooperative che realizzino programmi di investimento finalizzati ad aumentare la produttività, l'occupazione e la manodopera attraverso l'incremento e/o l'ammodernamento dell'apparato produttivo, dei servizi tecnici, commerciali e amministrativi dell'impresa ovvero programmi destinati alla ristrutturazione e riconversione degli impianti. Il Fondo Speciale, invece, costituito presso la Sezione Speciale per il Credito alla Cooperazione e gestito dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato, ora dal Ministero dello Sviluppo Economico, prevede l'erogazione di contributi a fondo perduto non direttamente all'ente di salvataggio, ma a società finanziarie, partecipate almeno all'80% da cooperative di produzione e lavoro, che utilizzano tali fondi per assumere partecipazioni nelle cooperative di salvataggio in misura almeno pari all'ammontare dei contributi. La legge prevedeva poi che la misura dei contributi a fondo perduto non potesse eccedere il limite di tre annualità dell'onere di cassa integrazione speciale per ogni lavoratore associato alla cooperativa, il quale, per un pari periodo, perdeva il diritto ad usufruire dei sussidi previdenziali previsti in ipotesi di interruzione del rapporto di lavoro. Inoltre, l'art. 14, stabiliva che *«le cooperative costituite per le finalità di cui al presente articolo, le quali abbiano in gestione anche parziale le aziende, possono esercitare il diritto di prelazione nell'acquisto delle medesime»*. Nel 1986, dunque, è stata costituita per iniziativa di AGCI, Confcooperative e Legacoop la società finanziaria «Cooperazione Finanza Impresa» (CFI). Cfr., in materia, M. VIETA ó S. DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, 2015, disponibile in www.euricse.eu.

⁵³⁵ Comunicazione della Commissione ai sensi dell'art. 93, par. 2, del trattato CE, pubblicata sulla G.U. delle Comunità europee del 9 ottobre 1997.

lavoratori provenienti da aziende in crisi" e per "concedere alle cooperative stesse finanziamenti e agevolazioni finanziarie in conformità alla disciplina comunitaria in materia, per la realizzazione di progetti di impresa".

Successivamente, con l'art. 11, commi 2 e 3, del d.lgs. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito in legge 21 febbraio 2014, n. 9, il legislatore ha poi riconosciuto, da un lato, il diritto di prelazione per l'affitto o l'acquisto dell'azienda, di un ramo d'azienda o di un complesso di beni e rapporti della medesima impresa a favore delle cooperative di lavoratori dipendenti di un'impresa sottoposta a procedura concorsuale; dall'altro, il diritto dei soci o lavoratori che ne facciano richiesta di ottenere, all'atto dell'aggiudicazione dell'affitto o della vendita, l'anticipazione in un'unica soluzione delle somme altrimenti destinate alla loro integrazione salariale per il caso di interruzione del rapporto di lavoro (⁵³⁶).

Se ciò non bastasse, da ultimo, il decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 4 dicembre 2014 (⁵³⁷) ed il decreto direttoriale 16 aprile 2015 hanno istituito un regime di aiuti volti a promuovere nascita e sviluppo di imprese cooperative di piccola e media dimensione, mediante la concessione di finanziamenti agevolati per la nascita sul territorio nazionale di cooperative costituite in misura prevalente da lavoratori provenienti da aziende in crisi, cooperative sociali o che gestiscono aziende confiscate alla criminalità organizzata, nonché per la nascita, lo sviluppo o la ristrutturazione di cooperative del Sud Italia.

Il quadro che emerge dalla regolamentazione sommariamente descritta, sulla quale si ritiene superfluo, in questa sede, soffermarsi ulteriormente, individua, allora, anche nel nostro ordinamento una disciplina di favore per il *workers buyout*, che ha condotto a circa 300 salvataggi di imprese tra il 1985 ed il 2015, 49 dei quali tra 2011 e 2015 (⁵³⁸), che hanno interessato prevalentemente proprio le piccole e medie imprese di interesse

⁵³⁶ La relazione di accompagnamento del disegno di legge n. 1920, di conversione del d.l. n. 145/2013 ha in proposito precisato che *«La norma si rende necessaria al fine di sostenere soluzioni della crisi o dell'insolvenza di imprese, privilegiando, a parità di condizioni con altri eventuali soggetti concorrenti, le società cooperative costituite da lavoratori dipendenti dalle stesse imprese sottoposte alla procedura concorsuale, consentendo ai medesimi soci lavoratori di capitalizzare l'indennità di mobilità senza passare per il licenziamento e la conseguente messa in mobilità che costituiscono invece il presupposto per l'applicazione del predetto articolo 7, comma 5»*. In materia, vd. G. DI CECCO, *Il diritto di prelazione previsto dalla disciplina italiana del workers buyout a favore delle cooperative costituite dai lavoratori delle imprese in crisi*, in *Fall.*, 2016, n. 6, p. 633 ss.

⁵³⁷ Pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 116/2015.

⁵³⁸ I. VESENTINI, *Quando i dipendenti salvano l'azienda: sempre più casi in Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2016.

per il legislatore sovranazionale, e, in particolare, aziende aventi da 10 a 49 dipendenti (quasi il 70%), da 50 a 249 dipendenti (poco più del 22%) e con meno di 10 dipendenti (quasi il 7,5%) (⁵³⁹).

Sebbene considerato più come istituto di diritto concorsuale, necessario per il superamento di una situazione di crisi, che di pianificazione della successione aziendale, come sembrerebbe auspicare il legislatore europeo, la disciplina delineata, che ricorre ad uno schema, quello cooperativo, già noto al nostro ordinamento, può forse soddisfare più agevolmente dell'ESOP le esigenze rappresentate in sede comunitaria. Ciò, anche considerato che il *target* preso a riferimento dal legislatore europeo è quello delle piccole e medie imprese, per le quali potrebbe risultare particolarmente oneroso dotarsi delle competenze necessarie per l'implementazione di un piano siffatto.

6. Il lavoratore ó azionista quale investitore di lungo periodo nel diritto europeo

Un'altra linea di tendenza che ha ispirato le istituzioni europee in relazione al fenomeno della partecipazione finanziaria dei lavoratori è ancora scarsamente approfondita a livello interno e si colloca, come ricordato, sul piano degli obiettivi che possono essere perseguiti per suo tramite: trattasi della collocazione del lavoratore azionista tra gli investitori di lungo periodo.

L'Unione Europea, la Commissione in particolare, negli ultimi quindici anni ha infatti definito una serie di interventi al fine di migliorare le pratiche di governo societario con l'obiettivo di rafforzare l'economia reale, promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee, rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi.

Tale piano di riforma, che ha preso le mosse dal Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società ed il rafforzamento del governo societario del 2003 (⁵⁴⁰), ha vissuto una forte accelerazione a partire dal 2010, in risposta alla recente crisi economica ó finanziaria (⁵⁴¹), utilizzando quale paradigma di riferimento per analizzare il "dopo crisi" quello basato sulla distinzione tra visione di breve e visione di lungo

⁵³⁹ M. VIETA ó S. DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, 2015, disponibile in www.euricse.eu

⁵⁴⁰ Commissione Europea, Comunicazione "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire", COM(2003)284, con la quale la Commissione ha trasmesso al Consiglio e al Parlamento europeo il "Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario".

⁵⁴¹ S. ALVARO ó B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici*, Consob, aprile 2013.

periodo (⁵⁴²), con la conseguente valorizzazione di strategie di investimento *long - term*. Detta impostazione, che non ha mancato di sollevare critiche, anche considerata l'assenza di una visione condivisa in relazione alla definizione di "lungo periodo" (⁵⁴³), si basa sulla convinzione che la presenza in una società di investitori di medio o lungo termine consenta all'amministrazione della medesima di perseguire una politica imprenditoriale non meramente finanziaria, a beneficio della società e dei suoi *stakeholders* (⁵⁴⁴).

La richiamata chiave di lettura ha così inciso sotto vari profili sulla visione europea di una corretta *corporate governance* (⁵⁴⁵): il Libro Verde della Commissione Europea "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario" (⁵⁴⁶) del 2011 ha infatti espresso la consapevolezza derivante dalla crisi finanziaria della rottura del modello dell'azionista che partecipa alla sostenibilità a lungo termine dell'impresa (⁵⁴⁷), rilevando il generale disinteresse degli azionisti per il governo delle società (⁵⁴⁸).

⁵⁴² F. DENOZZA, *ult. op. cit.*, p. 7.

⁵⁴³ In materia, si vedano, tra gli altri, ASSONIME, *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*, 2015, in www.assonime.it; M. EREDE e G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 931 ss.; J. FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, EGCI Law Working Paper n. 200/2013, p. 9 ss.; G. GRANDE e G. GUAZZAROTTI, *Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2014, p. 238; K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, working paper, August 2015, p. 26, in www.ssrn.com; A. KECKES e S. MANSI e P-A. NGUYEN, *Can Firms Do Well for Shareholders by Doing Good for Stakeholders? The Importance of Long-Term Investors*, aprile 2013, www.ssrn.com; M. M. SALTER, *Short Termism At Its Worst: How Short-Termism Invites Corruption.. and What to Do About it*, Harvard University, E.J. Safra Center for Ethics Working paper, 2013, n. 5, p. 4 ss.

⁵⁴⁴ U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo e maggiorazione del voto: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio-lungo termine?", in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss.

⁵⁴⁵ Intesa, secondo la definizione comunitaria, come sistema di gestione e controllo della società ovvero all'insieme dei rapporti che collegano tra loro l'organo di amministrazione, gli azionisti e gli altri *stakeholders* Commissione Europea, Libro Verde "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", Bruxelles, 5.4.2011, COM(2011) 164 definitivo, p. 2.

⁵⁴⁶ Commissione Europea, Libro Verde "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", Bruxelles, 5.4.2011, COM(2011) 164 definitivo, p. 2.

⁵⁴⁷ La "finanziarizzazione" dell'economia, a parere della Commissione, ha infatti favorito l'assunzione di partecipazioni societarie da parte di azionisti non interessati agli obiettivi a lungo termine delle imprese, sollecitando, al contrario, un'eccessiva assunzione di rischi da parte delle società con prospettive di investimento brevi. Il tentativo di adeguare gli interessi dell'organo amministrativo alle nuove categorie di azionisti avrebbe poi amplificato l'assunzione di rischi, contribuendo a un'eccessiva remunerazione dei dirigenti, basata sul valore a breve termine delle azioni delle relative imprese.

⁵⁴⁸ Ci si è così interrogati sull'efficacia di regole di *corporate governance* basate sulla presunzione di un controllo effettivo degli azionisti, e sulla reale tutela degli interessi degli azionisti di minoranza nelle società con presenza di un azionista dominante o di controllo, cfr. S. ALVARO e B. LUPINI, *op. cit.*, p. 35.

In seguito, il *Piano d'azione sul diritto delle società e sul governo societario*⁽⁵⁴⁹⁾, approvato dalla Commissione Europea il 12 dicembre 2012, ha stabilito quali obiettivi delle future iniziative della Commissione Europea per modernizzare il diritto societario il rafforzamento della trasparenza, il coinvolgimento degli azionisti ed il sostegno alla crescita delle imprese e alla loro competitività, prevedendo altresì una revisione della Direttiva *Shareholders' rights* (la Direttiva sui diritti degli azionisti 2007/36/CE).

Il Libro Verde *Finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, pubblicato dalla Commissione Europea nel 2013⁽⁵⁵⁰⁾, la Comunicazione della Commissione Europea sul finanziamento dell'economia europea del marzo 2014⁽⁵⁵¹⁾ e la Risoluzione del Parlamento Europeo del febbraio 2014 sul medesimo tema⁽⁵⁵²⁾ hanno dunque espressamente sottolineato le esigenze di investimento a lungo termine fronteggiate dall'Unione e la conseguente necessità di finanziamento a lungo termine prevedibile per sostenere le riforme economiche strutturali e tornare ad una duratura tendenza alla crescita economica⁽⁵⁵³⁾.

Gli atti richiamati hanno così auspicato ad una maggiore partecipazione a lungo termine degli azionisti, proponendo l'attuazione di incentivi sotto forma di diritti di voto supplementari nei consigli di amministrazione, azioni aggiuntive e dividendi più elevati. Nell'aprile 2014 la Commissione ha, poi, avanzato una proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE in relazione a taluni elementi della relazione sul governo societario⁽⁵⁵⁴⁾ al fine di incentivare un maggiore attivismo degli azionisti orientato al lungo periodo. Detta proposta è stata approvata in prima lettura dal Parlamento Europeo in data 14

⁵⁴⁹ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario ó una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili (COM/2012/0740 final).

⁵⁵⁰ Commissione Europea, Libro Verde *Finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, COM (2013) 150 final.

⁵⁵¹ *Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, COM(2014) 168 final.

⁵⁵² *Risoluzione del Parlamento europeo del 26 febbraio 2014 sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, P7_TA(2014)0161.

⁵⁵³ In questo quadro, le modalità di gestione delle attività sono state presentate come essenziali ai fini del finanziamento a lungo termine, in quanto in grado di allineare gli incentivi dei gestori, degli investitori e delle imprese su strategie a lungo termine, attenuando le preoccupazioni sulla propensione al breve termine, sulle speculazioni e sui rapporti di agenzia.

⁵⁵⁴ COM/2014/0213 final - 2014/0121 (COD).

marzo 2017.

Nel panorama così delineato si è sottolineato il ruolo che i lavoratori potrebbero ricoprire nel miglioramento del governo societario, in quanto soggetti interessati nel lungo periodo alle sorti dell'impresa nella quale prestano la propria opera.

Già con il ricordato Libro Verde sulla Corporate Governance del 2011, la Commissione ha, infatti, affermato di ritenere la partecipazione azionaria dei dipendenti uno strumento tendente ad accrescere l'impegno e la motivazione dei dipendenti, ad aumentare la produttività e a ridurre le tensioni sociali, nonché in grado di contribuire in modo significativo ad aumentare la percentuale di azionisti che investono a lungo termine nelle società.

Il principio è stato ribadito dal Piano d'Azione sul diritto delle società e sul governo societario del 2012 ⁽⁵⁵⁵⁾, dalla Comunicazione della Commissione Europea sul finanziamento dell'economia europea del marzo 2014 e, infine, dallo studio *“The promotion of employee ownership and participation”* pubblicato nell'ottobre 2014, già diffusamente affrontato nel primo capitolo.

Nella posizione del Parlamento Europeo definita in prima lettura il 14 marzo 2017 sulla proposta di revisione della direttiva azionisti, al considerando 14 di quest'ultima si afferma inoltre che *“Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione”* ⁽⁵⁵⁶⁾.

⁵⁵⁵ Cfr., sul punto, cap. 1.

⁵⁵⁶ Posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura il 14 marzo 2017 in vista dell'adozione della direttiva (UE) 2017/1 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, P8_TC1-COD(2014)0121. Sempre nell'ottica di una migliore *governance* societaria, il considerando 28 della proposta prevede, poi, che *“Gli amministratori contribuiscono al successo a lungo termine della società.*

Tanto considerato, occorre domandarsi se non sia opportuno anche a livello nazionale promuovere l'azionariato dei dipendenti proprio con l'obiettivo di sviluppare quella categoria di investitori di lungo corso alla quale ci si è poc'anzi riferiti e sulla quale il legislatore nazionale ha recentemente soffermato la propria attenzione.

7. Orizzonte di lungo periodo e investimento di lungo corso

Come ricordato, l'interesse ad una detenzione prolungata delle azioni e al perseguimento di obiettivi di lungo periodo è condiviso anche dal legislatore nazionale, che, tra l'altro, ha imposto agli amministratori delle società quotate *l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio - lungo periodo* (art. 1 del Codice di Autodisciplina) ed introdotto, pur in momenti temporalmente distinti, «*un frammento di δ statuto normativo* volto ad agevolare la presenza di investitori di medio - lungo termine»⁽⁵⁵⁷⁾.

Ci si riferisce, chiaramente, agli artt. 127-*quater* e *quinquies* T.u.f., che consentono all'autonomia statutaria delle società quotate di prevedere, rispettivamente la δ maggiorazione del dividendo e la δ maggiorazione del voto⁽⁵⁵⁸⁾.

La forma e la struttura della remunerazione degli amministratori sono questioni che rientrano essenzialmente nella competenza della società, dei suoi consigli, degli azionisti e, ove del caso, dei rappresentanti dei dipendenti. È quindi importante rispettare la diversità dei sistemi di governo societario nell'Unione, che rispecchiano le opinioni dei vari Stati membri riguardo al ruolo delle società e degli organismi responsabili di definire la politica di remunerazione e le remunerazioni dei singoli amministratori. Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società.

⁵⁵⁷ U. TOMBARI, *op. cit.*

⁵⁵⁸ In materia si vedano, *ex multis*, M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 2, p. 266; A. BUSANI ó M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si δ pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Soc.*, 2014, n. 10, p. 1048 ss.; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 921 ss.; C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.* 2015, n. 5, p. 779 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giur.*, 2015, n. 2, p. 153 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 3, p. 491 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 2-3, p. 448 ss.; E. MARCHISIO, *La δ maggiorazione del voto (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio δ stabile o trucage del socio di controllo?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, n. 1, p. 78 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio δ unazione, un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, n. 5, p. 921 ss.; G. A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino,

Le due norme sono, infatti, accomunate dal riconoscimento di un premio per l'azionista di lungo corso, che non determina la creazione di una categoria speciale di azioni, ma un beneficio di carattere individuale e non trasferibile in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito dell'azione, al punto che si parla, in proposito, di inserimento di elementi personalistici nella società per azioni quotata (⁵⁵⁹).

2011, p. 289 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 231 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum* (nt. 98), p. 650 ss.; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 1, p. 134 ss.; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Soc.*, 2015, n. 10, p. 1073 ss.; U. TOMBARI, *La maggiorazione del dividendo e la maggiorazione del voto: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss.

⁵⁵⁹ Più specificamente, l'art. 127-*quater* T.u.f., introdotto dal d.lgs. n. 27 del 27.1.2010, consente allo statuto di disporre una maggiorazione non superiore al 10 per cento del dividendo alle azioni detenute dal medesimo azionista per il periodo continuativo indicato nella statuto, e comunque non inferiore ad un anno o al minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale. Ciò, a condizione che lo stesso azionista non detenga una partecipazione superiore allo 0,5 per cento del capitale della società o alla minor percentuale statutariamente stabilita e che durante il periodo rilevante non abbia esercitato, neppure temporaneamente, un'influenza dominante, individuale o congiunta con altri soci tramite un patto parasociale, ovvero un'influenza notevole sulla società. L'art. 127-*quinquies* T.u.f., introdotto dal d.l. n. 91 del 24.6.2014, invece, prevede che lo statuto possa prevedere l'attribuzione di un voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a due anni. La maggiorazione non consegue automaticamente al mero decorso del termine stabilito, ma richiede un'iniziativa del socio, che richieda l'iscrizione in un apposito elenco. La disposizione si distacca dunque nettamente da quella del novellato art. 2351, 4° co., c.c., che prevede la possibilità per lo statuto delle società chiuse di creare azioni con diritto di voto plurimo, fino ad un massimo di tre voti, anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Pur rappresentando anch'essa un superamento del principio *one share - one vote*, l'ultima norma richiamata determina infatti la creazione di una categoria speciale di azioni, del tutto slegata dalla finalità di premiare l'azionariato stabile della società. Ciò non toglie che lo statuto di una società chiusa possa introdurre clausole c.d. fidelizzanti, che riconoscano ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, a condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuativamente il possesso delle stesse per un determinato arco temporale minimo, liberamente determinabile dallo statuto. Conf. massima n. 48/2014 del Consiglio Notarile di Firenze, disponibile in www.consiglionotarilefirenze.it: *1. È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, subordinandolo alla condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuativamente il possesso delle stesse per un arco temporale minimo, la cui durata è liberamente determinabile dallo statuto. 2. È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, contempli il diritto dei titolari di tali azioni di rinunciare al voto plurimo in occasione di ogni assemblea, prevedendo che, in caso di mancata rinuncia, le azioni per le quali sia stato esercitato il diritto di voto plurimo siano intrasferibili per un certo arco temporale, decorrente dalla data dell'assemblea, la cui durata non può superare cinque anni. 3. È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo. Il punto è sostanzialmente pacifico in dottrina, anche in forza della collocazione del voto plurimo nell'ambito delle variazioni del voto ex art. 2351 c.c., cfr. C. F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*; M. BIONE, *op. cit.*, il quale peraltro afferma: «che, ovviamente, nelle sole società chiuse, possa crearsi una categoria speciale di azioni caratterizzata al tempo stesso dall'attribuzione di un voto plurimo e da una partecipazione più che proporzionale alla ripartizione degli utili è conclusione difficilmente confutabile a seguito dell'ormai codificato principio di atipicità delle categorie speciali».*

A fronte di tali previsioni, in dottrina vi è chi ha ricordato la possibilità, sempre nell'ottica dell'incentivazione dell'investimento di medio - lungo termine, di collocare *loyalty shares*, ulteriori azioni ordinarie attribuite, solitamente in via gratuita, al socio che conservi la propria partecipazione per un periodo di tempo predeterminato (⁵⁶⁰).

Si è, pertanto, parlato dell'introduzione di una nuova classe di azionisti, quella degli investitori di medio o lungo termine, che non sostituisce, ma si affianca, alla distinzione tra azionisti di maggioranza e di minoranza (⁵⁶¹).

Contrariamente a quanto avvenuto in sede europea, nella categoria (⁵⁶²) così idealmente configurata non è, però, stato collocato il dipendente o azionista, il cui ruolo nel governo societario non risulta esser stato approfondito dal legislatore e dalla dottrina nazionali.

Sebbene tale lacuna paia imputabile più alla mancanza di una vera cultura della partecipazione dei lavoratori, presente invece in altri stati europei, ed alla conseguente scarsa attenzione prestata dal legislatore al fenomeno che ad una precisa scelta in tale direzione, deve, tuttavia, chiarirsi che l'esaltazione del dipendente o azionista quale investitore di lungo corso necessita di alcune precisazioni, in assenza delle quali detta tesi risulta, almeno in parte, criticabile.

L'interesse dei dipendenti per la sopravvivenza della società nel lungo periodo, determinata dalla volontà di conservare il proprio posto di lavoro, seppur confermata dagli studi che analizzano il ruolo dei lavoratori quali *stakeholders* dell'impresa, anche nella prospettiva di una loro partecipazione agli organi sociali (⁵⁶³), non necessariamente coincide con una detenzione delle azioni per un periodo di tempo prolungato da parte dei medesimi (⁵⁶⁴).

⁵⁶⁰ Tale alternativa, largamente utilizzata nel processo di privatizzazione sostanziale che ha interessato l'imprenditoria italiana negli anni Novanta, determina l'incremento quantitativo del numero delle azioni di titolarità del socio, differentemente da quanto previsto dagli art. 127-*quater* e *quinquies* T.u.f., che intervengono sui diritti attribuiti alla singola azione con effetti incrementativi dei medesimi in funzione del comportamento tenuto dal suo titolare. Più approfonditamente, A. MORINI, *Appunti sulle loyalty shares*, in *Giur. Comm.*, 2016, n. 5, p. 690 ss.

⁵⁶¹ U. TOMBARI, *op. cit.*

⁵⁶² Il termine è qui utilizzato in senso atecnico.

⁵⁶³ K. GREENFIELD, *The Place of Workers in Corporate Law*, in *Boston College Law Review*, 1998, vol. 39, p. 309; T.H. HODGE, *The treatment of employees as Stakeholders in European Union: Current and Future Trends*, in *Siracuse Journal International Law*, 2010, vol. 38, p. 92 ss.; F. VELLA, *Il governo dell'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in C. ZOLI (a cura di), *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, Giappichelli, Torino, 2015.

⁵⁶⁴ Vd. F. DE NOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizzonti del diritto*

Contrasta con tale assunto la tendenziale avversione al rischio del lavoratore: in condizioni favorevoli, l'interesse alla monetizzazione dell'investimento potrebbe condurre il lavoratore azionista ad un rapido disinvestimento, come è, peraltro, avvenuto in seguito all'acquisizione di quote di capitale da parte dei dipendenti nel corso delle privatizzazioni italiane degli anni Novanta.

L'esperienza insegna, quindi, che la piena coincidenza tra i due piani descritti, quello dell'orizzonte di lungo periodo e quello dell'investimento di lungo corso, non possa esser raggiunta senza che il lavoratore sia consapevole di poter effettivamente incidere sulle sorti dell'impresa partecipata, come sembrerebbe confermare la letteratura economica (⁵⁶⁵), e senza la previsione di meccanismi incentivanti alla detenzione prolungata delle azioni.

7.1 Gli incentivi alla detenzione prolungata delle azioni

L'allineamento dell'orizzonte di lungo periodo con la detenzione delle azioni per un periodo prolungato può, dunque, essere perseguita mediante l'utilizzo di incentivi.

Nella direzione delineata si muove, per esempio, l'art. 51 TUIR, che richiede il possesso continuato per almeno tre anni dalla percezione delle azioni per poter accedere all'esenzione fiscale e contributiva prevista dalla norma.

Nella prassi, poi, il medesimo obiettivo ha condotto all'attribuzione di ulteriori azioni gratuite a chi detiene il possesso delle azioni acquistate a titolo oneroso per un determinato periodo di tempo, come avvenuto nel processo di privatizzazione delle imprese pubbliche (⁵⁶⁶) o come recentemente accaduto presso il gruppo Unicredit, nell'ambito del "Piano Let's Share" per il 2017, che ha previsto per i dipendenti

commerciale, 2015, n. 1, p. 12: «non è infatti detto che i soci che conservano a lungo la proprietà delle azioni di una certa società siano sempre, necessariamente, interessati ai piani di lungo periodo della società stessa. Anche per loro può arrivare, in qualsiasi momento, l'ora in cui è più opportuno arraffare qualcosa e vendere, piuttosto che continuare ad aspettare».

⁵⁶⁵ Cfr. cap. II.

⁵⁶⁶ Si pensi alle privatizzazioni di Credito Italiano, Banca Commerciale Italiana, Istituto Mobiliare Italiano e Istituto Nazionale per le Assicurazioni (INA), che hanno riservato *tranche* di azioni ai dipendenti e agli *ex* dipendenti di tali imprese, prevedendo l'attribuzione gratuita di un'azione ogni dieci per chi avesse conservato la titolarità delle azioni possedute per tre anni. I lavoratori, in quanto categoria sociale omogenea, rappresentavano infatti «una solida e conosciuta base azionaria» in grado di contribuire al contenimento dei rischi derivanti da un azionariato eccessivamente fluttuante e l'assegnazione di *bonus shares* era finalizzata a contrastare l'immediato realizzo dei titoli per realizzare *capital gain* di breve periodo. Cfr. sul punto cap. III.

partecipanti uno sconto immediato del 25% sul prezzo di acquisto delle azioni ordinarie sotto forma di azioni gratuite soggette a divieto di alienazione per un anno (⁵⁶⁷).

L'introduzione degli art. 127 *quater* e *quinquies* T.u.f., che consente allo statuto delle società quotate di prevedere la maggiorazione del diritto di voto o del dividendo per l'azionista che detenga le azioni per il termine stabilito, offre, ora, tali ulteriori modalità di incentivazione all'investimento di lungo corso anche per il dipendente ó azionista, facendo leva sulla possibilità di accrescere la propria influenza sulle decisioni per il tramite della maggiorazione del voto ovvero su interessi di natura prettamente economica del destinatario, per quanto riguarda la maggiorazione del dividendo.

In proposito, deve però chiedersi se sia consentito allo statuto prevedere clausole di maggiorazione del dividendo o del voto riservate ai soli dipendenti ó azionisti (che, ovviamente, rispettino i requisiti temporali di detenzione delle azioni stabiliti agli artt. 127 *quater* e *quinquies* T.u.f.).

La questione solleva una serie di problematiche, che ineriscono al rapporto tra disciplina della maggiorazione del dividendo o del voto e principio di parità di trattamento *ex art.* 92 T.u.f. (⁵⁶⁸), norma che stabilisce che *«Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni»*.

Ebbene, in primo luogo, diviene fondamentale comprendere quale significato attribuire al concetto di *«identiche condizioni»*, espressione dalla quale si desume che l'art. 92 T.u.f. *«pone un principio non di uguaglianza assoluta fra i soci (principio che sarebbe incompatibile con le regole fondamentali dell'organizzazione societaria), ma di uguale trattamento per chi si trova in identiche situazioni fattuali, così legittimando, l'applicazione di condizioni differenziate in presenza di circostanze eterogenee»* (⁵⁶⁹).

⁵⁶⁷ Il piano stabilisce che durante il periodo di vincolo, ai partecipanti sia concesso di alienare in qualsiasi momento le azioni acquistate, perdendo però le *free shares* relative alla quota di azioni vendute, cfr. www.unicreditgroup.eu.

⁵⁶⁸ Sull'interpretazione di questa norma cfr., G. MONTEDORO, *sub art.* 92, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE (a cura di) *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Cedam, Padova, 1998, p. 853 ss.; S. PROVIDENTI, *Disposizioni generali sugli emittenti*, in L. LACAITA - V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari. Società quotate - Intermediari - Mercati - Opa - Insider trading. Commento al d.lgs. n. 58 del 1998*, Milano, 1998, p. 32 ss.; P. MASI, *sub Art.* 92, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della Finanza*, II, Torino, Utet, 2001, p. 750 ss.; M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 899 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 180 ss.

⁵⁶⁹ U. TOMBARI, *«Maggiorazione del dividendo e «maggiorazione del voto»: verso uno «statuto*

Sul punto, deve darsi conto di come non si sia raggiunta in dottrina unanimità di vedute, essendosi distinta una concezione di õparità deboleö (⁵⁷⁰), secondo la quale l'espresione *õidentiche condizioni*ö determinerebbe un dovere di garantire la parità di trattamento ai titolari di strumenti finanziari appartenenti ad una medesima categoria e che si trovino, fra loro, in identiche condizioni, attribuendosi rilievo anche alle õqualitàö del portatore, da una di õparità forteö, che considera come unico criterio per individuare i soggetti a favore dei quali opera la parità di trattamento quello della titolarità di strumenti finanziari con le stesse caratteristiche, senza alcun riferimento ad altre qualità degli investitori (⁵⁷¹).

Altri hanno invece adottato una interpretazione più flessibile, ritenendo operante il principio di parità di trattamento a favore di tutti i portatori degli strumenti finanziari di una determinata tipologia, indipendentemente da ogni altra caratteristica, ma anche a tutela di chi, pur possedendo strumenti finanziari diversi, possa, in determinate situazioni, trovarsi in *õidentiche condizioni*ö (⁵⁷²).

Quanto alla compatibilità della maggiorazione del voto o del dividendo con il principio di parità di trattamento (⁵⁷³), la dottrina pare sostanzialmente concorde nel sostenere che il possesso delle azioni per un determinato periodo di tempo, costituendo una circostanza che può essere soddisfatta da tutti i soci, escluda di per sé una violazione del principio di parità di trattamento (⁵⁷⁴), ma ha mostrato opinioni contrastanti in merito alla possibilità di riservare la maggiorazione del dividendo o del voto ad una o più categorie di azioni.

Vi è, invero, chi ha rilevato come l'attribuzione del diritto alla maggiorazione ad

normativoö per l'investitore di medio-lungo termine?, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss.

⁵⁷⁰ S. FABRIZIO, *sub art. 92*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 547 ss.

⁵⁷¹ V. R. DRAGANI ó V. SEMINARA, *Gold-plating e semplificazione regolamentare: le novità introdotte dalla Delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012*, in *Riv. Soc.*, 2013, n. 6, p. 1281 ss.

⁵⁷² M. VENTORUZZO, *sub art. 92*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1999.

⁵⁷³ N. DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it; E. MARCHISIO, *La õmaggiorazione del votoö (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio õstabileö o trucage del socio di controllo?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, n. 1, p. 78 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 231 ss.; U. TOMBARI, *õMaggiorazione del dividendoö e õmaggiorazione del votoö: verso uno õstatuto normativoö per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss.

⁵⁷⁴ N. DE LUCA, *op. cit.*; E. MARCHISIO, *op. cit.*; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio õun'azione un votoö: tra azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, n. 5, p. 921 ss.

azionisti selettivamente individuati risulti incompatibile sia con il principio di parità di trattamento *ex art. 92 T.u.f.*, sia con il dettato dell'*art. 127-sexies*, 3° comma, T.u.f., che impedisce alle società quotate che conservino azioni a voto plurimo emesse ante quotazione di prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni o maggiorazioni *ex art. 127-quinquies T.u.f.*, sia con la volontà del legislatore di considerare la maggiorazione del voto *„un beneficio accessibile indistintamente a tutti gli azionisti, e legato al ricorrere di circostanze che possono essere soddisfatte da tutti i soci“* (⁵⁷⁵).

La lettura esposta, tuttavia, non convince.

Innanzitutto, in quanto il principio di cui all'*art. 92 T.u.f.* non vieta la previsione di diversi diritti per strumenti finanziari di differente tipologia: se così fosse non sarebbe nemmeno possibile creare speciali categorie di azioni.

La lettura dell'*art. 127-sexies*, 3° comma, T.u.f. riportata è, poi, una evidente forzatura del dato letterale di una disposizione che si riferisce ad una ipotesi del tutto peculiare.

Infine, dalla volontà del legislatore di consentire l'introduzione di un beneficio accessibile a tutti gli azionisti non pare possa desumersi un vincolo di tal fatta all'autonomia statutaria: *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*.

Se è vero, come è vero, che la scelta di prevedere la maggiorazione del dividendo o del diritto di voto è rimessa alla citata autonomia statutaria e che in nessun comma dei, pur dettagliati, *artt. 127-quater e quinquies T.u.f.* si nega la possibilità di riconoscere tale diritto solo a determinate categorie di azioni, non si vede allora per quale ragione tale facoltà dovrebbe essere sottratta alla decisione assembleare.

⁵⁷⁵U. TOMBARI, *„Maggiorazione del dividendo e maggiorazione del voto: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio-lungo termine?“, in Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss. *Contra* E. MARCHISIO, *op. cit.*: *„È da ritenere legittima la clausola che riservi la maggiorazione sul voto ex art. 127-quinquies t.u.f. ad una o più specifiche categorie di azioni, come pure quella che attribuisca a classi diverse differenti percentuali di maggiorazione del voto. Stante la normale operatività dell'art. 2351, comma 2°, c.c. per le azioni quotate e la possibilità di emissione di azioni prive del diritto di voto ex art. 145, comma 1°, t.u.f. (anzi: stante addirittura la possibilità di conservare le azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione ex art. 127-sexies, comma 2°, t.u.f.), non si vede perché, accertata la liceità dell'esclusione del diritto di voto o della sua moltiplicazione, dovrebbe invece considerarsi illecita la (diversa) maggiorazione del diritto di voto già esistente. La stessa regola di tendenziale libertà nella determinazione del contenuto delle azioni fa ritenere possibile, almeno così ci sembra, anche la creazione di categorie di azioni il cui elemento di specialità sia rappresentato proprio (e solo) dalla possibilità di maggiorazione del voto prevista dall'art. 127-quinquies t.u.f., quando, ovviamente, in concreto ne ricorrano i presupposti (primo fra tutti, di possesso ininterrotto per il periodo previsto). Al contrario, va da sé che l'emissione di categorie di azioni differenziate sulla base della (mera) diversa spettanza dei diritti di voto non determina, in sé e per sé, l'applicazione della disciplina dettata dall'art. 127-quinquies t.u.f.ö.*

Ciò che, invece, parrebbe effettivamente vietato dal dettato normativo, è la creazione di categorie speciali di azioni caratterizzate dalla sola previsione del beneficio della maggiorazione del dividendo o del voto, poiché gli articoli 127-*quater*, 4° comma e 127-*quinqües*, 5° comma, T.u.f. affermano chiaramente: *Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*.

Posto che l'attribuzione di azioni ai lavoratori in esecuzione di un piano di azionariato dei dipendenti, pur creando un gruppo di portatori di interessi specifici, in condizioni non identiche a quelle degli altri azionisti, non configura di per sé una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c. (⁵⁷⁶), si ritiene allora che l'attribuzione dei benefici di cui agli art. 127-*quater* e *quinqües* T.u.f. ai soli dipendenti ó azionisti, ove le azioni di questi non costituiscano categoria speciale, possa trovare un ostacolo non tanto (o non solo) nel principio di parità di trattamento, quanto, piuttosto, nel citato divieto di creare speciali categorie di azioni caratterizzate dalla sola maggiorazione del dividendo o del voto.

L'attribuzione ai soli dipendenti ó azionisti del beneficio della maggiorazione del dividendo o del voto, quando le azioni ad essi attribuite non costituiscano categoria speciale, parrebbe infatti comportare un'elusione del divieto di creare categorie di azioni che si distinguano per la mera previsione della maggiorazione del dividendo o del voto, espressamente previsto dagli articoli 127-*quater*, 4° comma e 127-*quinqües*, 5° comma, T.u.f.

Quanto sin qui considerato non toglie, tuttavia, rilievo alla possibilità per gli azionisti ó dipendenti di società con azioni quotate di beneficiare delle previsioni della maggiorazione del dividendo e del voto.

Quest'ultima, in particolare, potrebbe risultare particolarmente attraente per i lavoratori, specie se abbinata a politiche di azionariato collettivo, in quanto idonea ad attribuire maggiore *voce* a tale categoria di *stakeholders*.

⁵⁷⁶ Cfr. cap. III.

8. Brevi conclusioni

L'ambiguità mostrata dalle Parti Sociali, la complessità ed interdisciplinarietà del fenomeno, la scarsa chiarezza sugli obiettivi prefissati per i piani in esame, la frammentarietà dell'articolato normativo nazionale ed una scarsa cultura della partecipazione hanno sino ad ora frenato un effettivo sviluppo dell'azionariato dei dipendenti nel nostro Paese.

Ciò, nonostante il fenomeno sia sempre più diffuso negli altri Stati europei⁽⁵⁷⁷⁾ e la dottrina economica abbia dimostrato l'utilità sotto vari profili di un'incentivazione del modello partecipativo, al fine, tra l'altro, di ridurre i problemi di agenzia ed accrescere la competitività delle imprese⁽⁵⁷⁸⁾.

La crescente attenzione mostrata dalle istituzioni europee per la partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa, anche nell'ambito di politiche per il miglioramento della *governance* societaria, rendono, però, ora inevitabile un nuovo approfondimento di tali tematiche a livello interno.

La discussione non potrà, quindi, che svilupparsi sulla base dei principi stilati a livello comunitario, come già ha dimostrato di fare il legislatore italiano, che negli ultimi interventi in materia ha dato voce ai criteri di volontarietà della partecipazione, non discriminazione nell'attuazione dei piani, corretta informazione del lavoratore ed

⁵⁷⁷ M. MATHIEU, *Annual Economic Survey of Employee Share Ownership in European Countries*, European Federation of Employee Share Ownership, 2016, in www.efesonline.org: *“The stake held by employees in large European companies continued its rise. It had never been so high before, with 3.20% in 2016 (↑) and 325 billion Euro. Even through the European crisis, employee ownership demonstrates again and again its status as a formidable engine of participation and development. Assets per person have doubled since 2009, with 42.000 € per person (and 23.000 € if executive directors are excluded) (...)The development of employee share ownership has continued in large European companies in 2016. Still more and more of European companies organized employee share plans. In 2016, 94% of all large European companies had employee share ownership, on which 86% had employee share plans of all kinds, while 53% had “broad-based” plans for all employees, and 63% had stock option plans. Finally, 28% of all large European companies launched new employee share plans in 2016, not very different from previous years (↑)However, the imbalance has continued to widen between European countries. Some European countries have chosen for stronger incentive policies, promoting employee share ownership and long term savings as an investment for the future. The UK, Austria and Norway chose to double the fiscal incentives for employee share ownership, considering that it is a key element of recovery, while Spain, Denmark, Romania and Poland have also to be mentioned in this way. Instead of that, some other countries have chosen to reduce public spending and to support household consumption, while incentives for long term savings and for employee share ownership were sacrificed (France, Greece, The Netherlands). Meanwhile, Germany maintained its reluctance to promote employee share ownership. The following graph shows the growing divorce between continental Europe and the UK. While 28% of employees held shares of their company last year in the UK, a sharp drop below 20% was observed on the continent (↑)ö.*

⁵⁷⁸ Cfr. cap. II.

adeguata diversificazione degli investimenti di quest'ultimo.

Tante sono, però, le questioni sollevate in sede europea e che, ancora, rimangono irrisolte nel nostro ordinamento, prime fra tutte, la ricerca di modelli per una gestione collettiva delle azioni attribuite ai dipendenti, i diritti di rappresentanza negli organi sociali ad essi ricollegati, la visione della partecipazione finanziaria dei lavoratori quale risorsa previdenziale integrativa a livello individuale, il ruolo del lavoratore ó azionista nel miglioramento del governo societario.

Affrontare tali problematiche richiede, tra l'altro, un notevole sforzo di dialogo con le organizzazioni sindacali, che potrebbe essere facilitato assicurando un ruolo centrale alla contrattazione collettiva nella realizzazione dei piani, rimarcando il principio di non sostituibilità della partecipazione finanziaria alla retribuzione fissa dei dipendenti e prendendo le distanze da modelli che propongono lo scambio tra azioni dell'impresa e diritti fondamentali dei lavoratori, come avvenuto in Inghilterra con l'introduzione dell'*Employee - Shareholder Status* nel 2013 (⁵⁷⁹).

Fermi questi criteri, l'azionariato dei dipendenti può prestarsi ad una lettura nell'ottica di un nuovo modello di impresa, orientata al lungo periodo e più attenta alle istanze degli *stakeholders* che con essa si relazionano (⁵⁸⁰).

⁵⁷⁹ Section 205a ERA, introdotto dalla *Clause 31* del 2013 *Growth and Infrastructure Bill*, in vigore a partire dal 1 settembre 2013, commentata da J. PRASSL, *Employee Shareholder ó Statusö: Dismantling the Contract of Employment*, in *ILJ*, 2013, n. 4, p. 313 ss.; R. JEARY, *Employee owner status - Business democracy or Beecroft by the back door?*, in www.ier.org.uk, 24.10.2012; N. COUNTOURIS - M. FREEDLAND - J. PRASSL, *Turning Employees into ó ownersö? The falsest promise yet*, in www.ier.org.uk, 12.10.2012; S. SONNATI, *Lo stallo del salario variabile: le reti di impresa ed il recupero dell'á autonomia individuale in forma assistita come tecniche di implementazione della retribuzione di risultato*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2015, n. 4, p. 617 ss.; M. BIASI, *On the Uses and Misuses of Worker Participation: Different Forms for Different Aims of Employee Involvement*, in *The International Journal of Comparative Labour Law and Industrial Relations*, 2014, n. 4, p. 459 ss. Come correttamente rilevato dall'ultimo degli autori citati: *ó Whereas German example demonstrates that employee involvement does not imply any loss of workers' rights nor a trade-off between their ó voice' rights and other rights in the workplace, the Employee Shareholder scheme embodies the idea of a trade-off between employees' basic individual rights and their ownership of a small portion of the firm's capital. If individual share ownership on the part of employees is associated with an individual loss of rights, the scheme does not provide either voice nor exit chances as response mechanisms on the part of employees. On the contrary, the ó exit strategies' tends to favour employers rather than the employees. In conclusion, limited employee share ownership with an extensive loss of rights turns to be a mere ó risk shift, away from the [] trade-off between dependence and protection, rather than an instrument of emancipation of the workforce or, in other words, a new sign of subordination of labour to capital, paradoxically close to the traditional idea of ó status' (p. 480 ó 481).*

⁵⁸⁰ A questo proposito, occorre specificare che l'adozione dell'ampostazione ricordata non implica necessariamente una collocazione nell'alveo delle teorie istituzionaliste dell'impresa, cfr. F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: ó Contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelicó*, in *Giur. Comm.*, 2013, n. 3, p. 500: *ó In sostanza, o si ha il coraggio di affermare che la società per azioni è un organismo con un proprio interesse (cui la logica contrattuale non può essere evidentemente applicata:*

Perché tale modello trovi piena attuazione risulta, tuttavia, necessario un intervento legislativo condiviso con le Parti Sociali, che, pur lasciando alla partecipazione dei dipendenti il necessario carattere di facoltatività, garantisca un quadro chiaro ed omogeneo di norme di semplice implementazione e, sulla scorta di quanto statuito a livello europeo, diffonda la cultura della partecipazione ancora carente nel nostro Paese⁽⁵⁸¹⁾.

non si fanno contratti tra lo stomaco e il cervello) oppure si riconosce che non esistono interessi diversi da quelli delle varie parti coinvolte (soci, lavoratori, creditori, clienti, ecc.) e allora la logica del contratto si fa prepotentemente avanti. La mia conclusione, perciò, è che, essendo la società per azioni una istituzione, nel senso chiarito pocanzi di insieme di regole, e non un organismo, l'ampostazione contrattualista ci dice una cosa più che ragionevole. Ci dice, cioè, che queste regole devono essere concepite in modo da contemperare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti e che quindi dovrebbero avere possibilmente gli stessi contenuti che questi stessi soggetti avrebbero dato loro, se avessero potuto formularle una per una, dopo averle tutti insieme contrattate. Ed ecco che il nexus of contract fa nuovamente capolino; M. LIBERTINI, Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello istituzionalismo debole, in Giur. Comm., 2014, n. 4, p. 669 ss.: «A prescindere dalla rilevanza giuridica che si voglia attribuire o negare agli interessi degli stakeholder, l'impresa può essere ugualmente concepita e governata come un'istituzione, così come può essere concepita e governata come un contratto di collaborazione fra i soci fondatori (e i loro aventi causa) o, ancora, come un nexus of contracts (í) se si muove dall'idea che la società sia nexus of contracts, è logicamente possibile allargare l'area degli interessi rilevanti, fino a includere fra questi gli interessi di diverse categorie di stakeholder. Se una proposta istituzionalistica può essere preferita, sul piano sistematico, è solo perché essa consente, a mio avviso, di giungere ad una migliore ricostruzione complessiva delle norme sul sindacato degli atti di esercizio dei poteri interni (í)».

⁵⁸¹ G. BIANCHI ó M. BIANCHI, *L'azionariato dei dipendenti come strumento di democrazia economica: una sfida per le parti sociali*, in www.nelmerito.it, 5.11.2010: «Il rapporto tra il ruolo della legge e quello della contrattazione collettiva in materia rimane un nodo irrisolto. Una legge «leggera» può creare alcune condizioni di sostegno soprattutto in materia di partecipazione finanziaria, ma non può certo condizionare la libera iniziativa contrattuale che deve adattarsi alle singole storie aziendali. Un ruolo invasivo della legge solleverebbe, poi, problemi di non facile soluzione in materia di una individuazione dei soggetti preposti al controllo degli adempimenti di legge e dei beneficiari delle agevolazioni previste. Sul modello delle esperienze straniere la legge può prevedere nuovi strumenti legali (quali specifiche forme di trust o di fondi comuni) per favorire la partecipazione collettiva dei lavoratori azionisti e per incentivarne l'adesione, ma rimane aperto il problema della intensità degli stimoli fiscali e dei rischi connessi ad un eccesso di coinvolgimento dei lavoratori nei rischi di impresa».

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale*. Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1470 ss.
- A. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1210 ss.
- P. O. ACHARD ó V. CASTELLO, *Partecipazione finanziaria e incentivazione del management: le stock option*, Franco Angeli, Milano, 2000
- G. ADDESSI, *Articolo 2349 c.c.: azioni ai dipendenti?*, in *Riv. soc.*, 1985, p. 1255 ss.
- M. AFFINITO ó M. DE CECCO ó A. DRINGOLI, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Donzelli, Roma, 2000
- G. A. AKERLOF, *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, vol. 84, n. 3, p. 488 ss.
- A. ALAIMO, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, in www.sole.unina.it.
- A. ALAIMO, *Il coinvolgimento dei lavoratori nell'impresa: informazione, consultazione e partecipazione*, in S. SCIARRA e B. CARUSO (a cura di), *Il lavoro subordinato*, Torino, Giappichelli, 2009
- A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998
- A. A. ALCHIAN ó H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in *The American Economic Review*, 1972, vol. 62, n. 5, p. 777 ss.
- S. ALVARO ó B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici*, Consob, aprile 2013
- C. ALVISI, *Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, in F. GALGANO ó F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2009
- G. AMARI (a cura di), *I consigli di gestione e la democrazia industriale sociale in Italia. Storia e prospettive*, Ediesse, Roma 2014
- C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, disponibile in www.associazionepreite.it

- F. AMBROSIO - G. MARIANETTI, *“Azionariato dei dipendenti. Incentivi in cerca di chiarimenti”*, in IPSOA Quotidiano, 21 ottobre 2016
- C. ANGELICI, *sub Art. 2349*, in P. SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1992
- L. ANGIELLO, *La retribuzione*, in *Comm. Schlesinger*, Giuffrè, Milano, 2003
- F. ANNUNZIATA, *sub Art. 114-bis. Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziaria esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, in M. FRATINI ó G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2012
- G. ANTONELLI ó G. CAINELLI ó N. DE LISO ó R. LEONCINI ó S. MONTRESOR, *Economia*, Torino, Giappichelli, 2009
- A. APOSTOLI, *La forza propulsiva dell'art. 46 della Costituzione al di là della sua sostanziale in attuazione*, in C. ZOLI (a cura di), *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, Giappichelli, Torino, 2015
- G. ARRIGO ó G. CASALE, *La partecipazione dei lavoratori. Rassegna comparata di nozioni e normative*, Eidos, Roma, 2011
- C. ASSANTI ó F. GALGANO ó G. GHEZZI ó C. SMURAGLIA, *La democrazia industriale. Il caso italiano*, Zanichelli, Bologna ó Roma, 1980
- ASSONIME, *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*, 2015, in www.assonime.it
- L. AUTUORI, *sub art. 2349*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI ó F. GHEZZI ó M. NOTARI (a cura di) *Commentario alla riforma della società*, Egea - Giuffrè, Milano, 2008
- L. AUTUORI, *sub Art. 146. Assemblea speciale*, in P. MARCHETTI ó L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999
- E. AVANZI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: gli indirizzi dell'Unione Europea*, in A.V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003
- M. R. AXELROD, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books, 1984
- O. AZFAR ó S. DANNINGER, *Profit-sharing, employment stability, and wage growth*, in *Industrial & Labor Relations Review*, 2003, vol. 54, n. 3, p. 619 ss.
- G. BAGLIONI, *Democrazia impossibile? I modelli collaborativi nell'impresa: il difficile cammino della partecipazione tra democrazia ed efficienza*, Il Mulino, Bologna, 1995

G. BAGLIONI - M. CASTRO - M. FIGURATI - M. NAPOLI - D. PAPARELLA, *Oltre la soglia dello scambio. La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Idee e proposte*, CESOS, 2000

G. BALP, *sub Art. 141. Associazione di azionisti*, in P. MARCHETTI ó L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999

P. BALZARINI, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura di attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 941 ss.

A. BARONE, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna*, in *Riv. dir. impr.*, 1992, p. 53 ss.

J. M. BARRON ó K. P. GJERDE, *Peer pressure in an agency relationship*, in *Journal of Labor Economics*, 1997, vol. 15, n. 2, p. 234 ss.

A. BASSI, *Cooperazione e mutualità. Contributo allo studio della cooperativa di consumo*, Jovene, Napoli, 1976

A. BASSI, *Le società cooperative*, Utet, Torino, 1995

S. BENARTZI, *Excessive extrapolation and the allocation of company stock to retirement accounts*, in *Journal of Finance*, 2001, vol. 56, n. 5, p. 1747 ss.

R. BENASSI, *sub art. 2441*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310.*, Vol. II, CEDAM, Padova, 2005

E. BERNARDI ó C. GANDINI, *sub Art. 2358 Altre operazioni sulle proprie azioni*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2009

M. BIAGI, *Cooperative e rapporti di lavoro*, Franco Angeli, Milano, 1983

M. BIAGI, *Cooperative e relazioni industriali della crisi; prime note alla legge 27 febbraio 1985, n. 49*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1985, I, p. 287 ss.

M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1999, n. 3, p. 283 ss.

M. BIAGI (a cura di), *Retribuzione e redditività*, Maggioli, Rimini, 1990

G. BIANCHI ó M. BIANCHI, *L'azionariato dei dipendenti come strumento di democrazia economica: una sfida per le parti sociali*, 5 novembre 2010, in www.nelmerito.it.

M. BIASI, *Il nodo della partecipazione dei lavoratori in Italia. Evoluzioni e prospettive nel confronto con il modello tedesco ed europeo*, Egea, Milano, 2014

M. BIASI, *On the Uses and Misuses of Worker Participation: Different Forms for Different Aims of Employee Involvement*, in *The International Journal of Comparative*

Labour Law and Industrial Relations, 2014, 4, p. 459 ss.

M. BIASI, *Retribuzione di produttività, flessibilità e nuove prospettive partecipative*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2014, 3, p. 337 ss.

K. BIEDENKOPF, W. STREEK, H. WISSMANN, *Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung. Bericht der wissenschaftlichen Mitglieder der Kommission mit Stellungnahmen der Vertreter der Unternehmen und der Vertreter der Arbeitnehmer*, 2006

M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: notarelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 2, p. 266 ss.

M. BIONE, *Le azioni*, in G. E. COLOMBO ó G. B. PORTALE, *Trattato delle Società per Azioni*, II, 1, UTET, Torino, 1991

H. C. BLACKISTON III ó L. E. RAPPAPORT ó L. A. PASINI, *ESOPs: what they are and how they work*, in *The Business Lawyer*, nov. 1989, p. 85 ss.

M. BLAIR ó D. KRUSE ó J. BLASI, *Is employee ownership an unstable form? Or a stabilizing force?*, in T. KOCHAN - M. BLAIR, *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 2000

M. M. BLAIR ó L. A. STOUT, *A team production theory of corporate law*, in *Virginia Law Review*, 1999, vol. 85, n. 2, p. 248 ss.

J.R. BLASI ó M. CONTE ó D. KRUSE, *Employee stock ownership and corporate performance among public companies*, in *Industrial and Labour Relations Review*, 1996, vol. 50, n. 1, p. 60 ss.

J. R. BLASI ó R. B. FREEMAN ó C. MACKIN ó D. L. KRUSE, *Creating a bigger pie? The effects of employee ownership, profit sharing and stock options on workeplace performance*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broadóbased stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 139 ss.

J.R. BLASI ó D.L. KRUSE ó A. BERNSTEIN, *In the company of owners: the truth about stock options (and why every employee should have them)*, New York, Basi Books, 2003

J. R. BLASI ó D.L. KRUSE ó H. M. MARKOVITZ, *Risk and lack of diversification under employee ownership*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broadóbased stock ó options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 77 ss.

M. BOCCI, *La partecipazione dei lavoratori agli utili: contributo allo studio di una*

nuova forma di finanziamento dell'assistenza sociale, Roma, 1941

M. J. BONELL, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1999

M. J. BONELL, *Partecipazione operaia e diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983

G. BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, in *Commentario Scialoja ó Branca*, Libro V, Del lavoro (artt. 2511 ó 2545), Zanichelli, Bologna, 1999

L. BORDOGNA e F. GUARRIELLO, *Aver voce in capitolo: società europea e partecipazione dei lavoratori nell'impresa*, Roma, 2003

A. BORRONI, *Inquadramento giuridico dell'ESOP nell'ordinamento italiano*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, n. 1, p. 251 ss.

A. BORRONI, *La via italiana all'ESOP*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 17 ss.

H. R. BOWEN, *Social responsibilities of the businessman*, Harper&Row, New York, 1953

G. BROGGINI, *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, in AA.VV., *I trust in Italia oggi*, Milano, 1996

S. BROWN ó J. G. SESSIONS, *Attitudes, expectations, and sharing*, in *Labour*, 2003, vol. 17, n. 4, p. 543 ss.

A. BRYSON ó R. B. FREEMAN, *How does shared capitalism affect economic performance in the UK?*, CEP Discussion Paper No. 885, disponibile in www.lse.ac.uk

A. BRYSON ó R. B. FREEMAN, *How does shared capitalism affect economic performance in the United Kingdom?*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 201 ss.

V. BUONOCORE, *Diritto della cooperazione*, Il Mulino, Bologna, 1997; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, Utet, Torino, 2013

A. BUSANI ó M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Soc.*, 2014, n. 10, p. 1048 ss.

V. CALANDRA BONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 5, p. 867 ss

G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, Utet, Torino, 2013

- M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, n. 4, p. 702 ss.
- P. CAPPELLI ó D. NEUMARK, *Do "high performance" work practices improve establishment ó level outcomes?*, in *Industrial and Labor Relations Review*, 2001, vol. 54, n. 4, p. 737 ss.
- S. CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Bologna, 2003, n. 1, p. 135 ss.
- A. CAPRARÀ, *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Cedam, 2008
- R. CARAGNANO, *Il Codice della Partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Giuffrè, 2011
- R. CARAGNANO, *La riforma in una prospettiva di relazioni industriali: la delega sulla partecipazione*, in M. MAGNANI ó M. TIRABOSCHI, in *La nuova riforma del lavoro. Commentario alla legge 28 giugno 2012, n. 92*, Giuffrè, Milano, 2012
- R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 3 ss.
- R. CARAGNANO ó G. CARUSO, *Relazione al convegno "La partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nella UE" 29 ottobre 2009*, Cesos e Centro Inter-Universitario Berlin/Spalato, Libera Università di Berlino, Bollettino Adapt, 2 novembre 2009
- R. CARAGNANO ó A. STOCORO, *Articolo 4, commi 62-63 ó Informazione, consultazione dei lavoratori e democrazia economica. La legge delega sulla partecipazione: luci, ombre e prospettive de jure condendo*, in *Lavoro: una riforma sbagliata. Ulteriori osservazioni sul DDL n. 5256/2012, Disposizioni in materia di riforma del mercato del lavoro in una prospettiva di crescita*, P. RAUSEI ó M. TIRABOSCHI (a cura di), Adapt Labour Studies e-book series n. 2
- E. J. CARBERRY, *Employee ownership and shared capitalism: new directions in research*, Cornell University IRL School, 2011
- V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, óvoti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 164 ss.
- F. CARINCI - L. MARIUCCO, *Verso una nuova legge costituyente. La riforma delle regole del gioco*, in *Riv. giur. lav.*, 1989, I, p. 247 ss.
- P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Soc.*, 2010, p. 7 ss.
- M. CARRIERI, *La democrazia economica dimezzata: la parabola svedese 1975 ó 1990*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 1991

A. B. CARROLL, *Corporate Social Responsibility. Evolution of a Definitional Construct*, in *BUSINESS & SOCIETY*, Settembre 1999, Vol. 38, n. 3, p. 268 ss.

F.-A. CARULLO, *La partecipazione dei lavoratori nel disegno della Costituzione italiana*, in *Riv. dir. lav.*, 1979, I, p. 436 ss.

P. CENDON, *sub Art. 2349*, in *Commentario al Codice Civile. Artt. 2325-2362: Società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2010

HÓL. CHEN ó YÓS. HUANG, *Employee stock ownership and corporate R&D expenditures: evidence from Taiwan's informationótechnology industry*, in *Asia Pacific Journal of Management*, 2006, vol. 23, n. 3, p. 369 ss.

M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Giuffrè, Milano, 2006

M. CIAN ó C. SANDEI, *Commento all'art. 2351*, in *Comm. Gabrielli*, Torino, 2015

CNEL Documenti, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche. Aspetti giuridico - normativi ed economico-finanziari*, Roma, 1997

R. H. COASE, *The nature of the firm*, in *Economica*, Nov. 1937, p. 4 ss.

R. H. COASE, *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Econ.*, 1960, p. 1 ss.

R. H. COASE, *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995

M. CORTI, *Il caso della società europea: la via italiana alla partecipazione di fronte alle sfide europee*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2006, n. 6, p. 1393 ss.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del codice del commercio. Testo e note illustrative*, Egeria, Roma, 1925

CONSOB, *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell'impresa*, in *Quaderni di finanza*, 1995, n. 9

N. COUNTOURIS - M. FREEDLAND - J. PRASSL, *Turning Employees into óownersó? The falsest promise yet*, in www.ier.org.uk, 12.10.2012

F. CORSI ó F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, XV ed., Giuffrè, Milano, 2011

M. CORTI, *La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l'esperienza comparata*, Vita e Pensiero, Milano, 2012

M. CORTI - A. SARTORI, *L'accordo sulla crescita della produttività e della competitività, il secondo decreto «crescita» e la legge anticorruzione*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2013, n. 1, p. 3 ss.

M. CORTI, *Le nuove frontiere della partecipazione dei lavoratori in Francia*, in *Dir.*

Rel. Ind., 2014, p. 284 ss.

R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, IX ed., Giappichelli, Torino, 2014

G. COTTINO, *Diritto societario*, II ed., Cedam, Padova, 2011

V. COURET ó A. HIRIGOYEN, *L'actionnariat des salariés*, Presses Universitaires de France, Parigi, 1990

B. CRAIG - J. PENCAVEL, *The behavior of worker cooperatives: The plywood companies of the Pacific Northwest*, in *American Economic Review*, 1992, n. 82, p. 1083 ss.

G. CRESPI, *Per il foro milanese i diritti di opzione non sono da ritenersi retribuzione*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2011, n. 2, p. 414 ss.

R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 921 ss.

R. A. DAHL, *La democrazia economica*, Il Mulino, Bologna, 1989

C. D'ALONZO, *Altre operazioni sulle proprie azioni. (art. 2358 c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010

M. D'ANTONA, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. giur.*, XXII, Treccani, Roma, 1990

G. D'ATTORRE, *sub Art 2376*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, tomo II, Utet, Torino, 2010

F. DANDOLO, *Giovanni Marcora e la legge sulla partecipazione dei lavoratori nella gestione delle imprese in crisi (1981-1985)*, in *Storia economica*, 2006, p. 263 ss.

K. DAVIS, *Can business afford to ignore social responsibilities?*, in *California Management Review*, 2, 1960, p. 70 ss.

K. DAVIS ó R. L. BLOMSTROM, *Business and its environment*, McGraw-Hill, New York, 1966

L. DE ANGELIS, *Riflessioni sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Ricerche giuridiche*, 2012, p. 11 ss.

G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 6, p. 1298 ss

N. DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it

- I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, Cedam, Padova, 2011
- R. DEL PUNTA, *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto del lavoro*, in *Lav. e dir.*, 2006, n. 1, p. 41 ss.
- C. DELL'ARINGA ó M. RICCIARDI ó C. MARIGNANI, *La partecipazione dei lavoratori in cooperativa*, www.fondazionebarberini.it
- F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Giuffrè, Milano, 2002
- F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: il Contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelicò*, in *Giur. Comm.*, 2013, n. 3, p. 480 ss.
- F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, n. 1
- V. DI CATALDO, *Alla ricerca di una maggiore concorrenza tra le imprese europee. Armonizzazione delle regole e concorrenza tra ordinamenti: due strumenti da combinare*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2015, n. 2-3, p. 274 ss.
- R. DI PIETRA, *La disclosure dei compensi agli amministratori nei bilanci delle società italiane quotate*, Cedam, Padova, 2012
- T. DI TANNO, *La titolarizzazione del TFR per alimentare i fondi pensione*, in *Giur. Comm.*, 1999, n. 4, p. 451 ss.
- E. DI TOMASO, *Il workers buyout: i dipendenti salvano l'azienda*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2014
- A. DIMUNDO, *sub art 2349*, in V. LO CASCIO, *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003
- C. DOUCOULIAGOS, *Worker participation and productivity in labor-managed and participatory capitalist firms: A meta-analysis*, in *Industrial and Labour Relations Review*, 1995, vol. 49, n. 1, p. 58 ss.
- U. DRAETTA e F. POCAR, *La società europea. Problemi di diritto societario comunitario*, Egea, Milano, 2002
- V. R. DRAGANI ó V. SEMINARA, *Gold-plating e semplificazione regolamentare: le novità introdotte dalla Delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012*, in *Riv. Soc.*, 2013, n. 6, p. 1281 ss.
- R. DRAGO ó G.T. GARVEY, *Incentives for helping on the job. Theory and evidence*, in *Journal of Labour Economics*, 1998, vol. 16, n. 1, p. 1 ss.

- A. DUBE ó R. B. FREEMAN, *Complementarity of shared compensation and decision ó making systems. Evidence from the american labour market*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and BroadóBased Stock Options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 167 ss.
- K. M. EISENHARDT, *Agency theory: an assessment and review*, in *The Academy of Management Review*, 1989, vol. 14, n. 1, p. 57 ss.
- L. ENRIQUES, *European Corporate Law: Is it Harmonized?*, nel volume degli Atti del convegno di Venezia, 13-14 novembre 2015
- L. ENRIQUES, *La gestione delle risorse dei fondi pensione "negoziali" a contribuzione definita: finalità, effetti e limiti della disciplina*, in *Banca impresa società*, 1999, p. 193 ss.
- M. EREDE ó G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 931 ss.
- W. M. EVAN ó R. E. FREEMAN, *A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism*, in *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall, Englewood Cliffs (NJ), 1988, p. 75 ss.
- S. FABRIZIO, *sub art. 92*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 547 ss.
- E. F. FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *J. Pol. Econ.*, 1980, p. 288 ss.
- E. FEHR ó S. GACHTER, *Cooperation and punishment in public goods experiments*, in *American Economic Review*, 2000, vol. 90, n. 4, p. 980 ss.
- F. FENGHI, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 966 ss.
- L. FERLUGA, *La tutela del socio lavoratore tra profili lavoristici e societari*, Giuffrè, Milano, 2005
- G. FERRI, *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. Not.*, 2015, 4, p. 761 ss.
- G. FERRI, *Partecipazione agli utili*, in *Enc. Dir.*, XXXII, Giuffrè, Milano, 1982
- G. FERRI JR e M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali di diritto societario europeo*, Giuffrè, Milano, 2010
- R. FERRUCCI, voce *Consiglio di gestione*, in *Enc. Dir.*, IX, 1961

- A. FERRUCCI ó C. FERRENTINO, *Società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici*, II ed., Tomo I, Giuffrè, Milano, 2012
- L. FICARI, *Società europea, diritti di informazione e partecipazione dei lavoratori alla gestione*, Giuffrè, Milano, 2006
- A. FICI, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori nelle società cooperative in Italia*, Franco Angeli, Milano, 2004
- D. FICO, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Giuffrè, Milano, 2010
- F. FIMMANÒ, *L'armonizzazione comunitaria del diritto societario*, Simone, Napoli, 1991
- P. FIORIO, sub *Art. 2349*, in G. COTTINO ó G. BONFANTE ó O. CAGNASSO ó P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna
- F. FONTANA ó S. BOZZI (a cura di), *Il ruolo delle stock option e degli altri strumenti a base azionaria*, Luiss University Press, Roma, 2008
- C. FORMICA, *Delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi. Sez. I. Le novità della disciplina azionaria*, in A. MAFFEI ALBERTI, *Il nuovo diritto delle società*, vol. I, Cedam, Padova, 2005
- C. FORMICA ó C. LOLLI, sub *Art. 2376*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Cedam, Padova, 2005
- S. FORTUNATO, sub *Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349 c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010
- G. FRÈ, sub *Art. 2349*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, Zanichelli, Bologna, 1997
- S. FREEMAN, *Effects of ESOP adoption and employee ownership: Thirty years of research and experience*, Graduate Division, School of Arts and Sciences, Center for Organizational Dynamics, University of Pennsylvania, Working Paper n. 7, 2007
- R.B. FREEMAN, *The road to shared capitalism and economic justice*, Robbins Lectures, London School of Economics, 1999
- R. B. FREEMAN ó D.L. KRUSE ó J. R. BLASI, *Worker responses to shirking under shared capitalism*, in D. L. KRUSE ó R.B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock ó options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 77 ss.

- J. FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, EGCI Law Working Paper, 2013, n. 200, p. 9 ss.
- D. FUDENBERG ó E. MASKIN, *The Folk theorem in repeated games with discounting or with incomplete information*, in *Econometrica*, 1986, vol. 54, n. 3, p. 533 ss.
- J. E. GAMBLE, *ESOPs: Financial performance and federal tax incentives*, in *Journal of Labor Research*, 1998, vol. 19, n. 3, p. 529 ss.
- J. E. GAMBLE, *Management commitment to innovation and ESOP stock concentration*, in *Journal of Business Venturing*, 2000, vol. 15, n. 566, p. 433 ss.
- S. GATTI, *sub Art. 137*, in G. ALPA ó F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, Cedam, 1998
- F. GAZZONI, *Tentativo dell'impossibile (osservazioni di un giurista ònon viventeö, su trust e trascrizione*, in *Riv. Not.*, 2001, p. 11 ss.
- E. GHERA, *Azionariato dei lavoratori e democrazia economica*, *Riv. it. dir. lav.*, 2003, p. 413 ss.
- E. GHERA, *L'azionariato dei lavoratori dipendenti*, in *ADL*, 1997, n. 6, p. 18 ss.
- G. GHEZZI, *sub Art. 46*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Zanichelli, Bologna, 1980
- F. GHEZZI, *sub Art. 137*, in P. MARCHETTI ó L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Giuffrè, tomo II, Milano, 1999
- M. GHIDINI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese e agli utili. La retribuzione mediante partecipazione agli utili*, in *Dir. Fall.* 1980, I, p. 425 ss.
- C. F. GIAMPAOLINO, *sub Art. 147-bis. Associazioni di categoria*, in M. FRATINI ó G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2012
- C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, n. 5, I, p. 779 ss.
- J. H. GITTELL ó R. SEIDNER ó J. WIMBUSH, *A relational model of how highóperformance work systems work*, in *Organization Science*, 2010, vol. 21, n. 2, p. 490 ss.
- G. GIUGNI, *Diritto sindacale*, Cacucci, Bari, 2006
- W. N. GOETZMANN ó A. KUMAR, *Equity portfolio diversification*, in *Review of Finance*, 2008, vol. 12, n. 3, p. 433 ss.

- G. GRANDE ó G. GUAZZAROTTI, *Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2014
- K. GREENFIELD, *The Place of Workers in Corporate Law*, in *Boston College Law Review*, 1998, vol. 39, p. 309 ss.
- L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003
- P. GUALTIERI, *Dirigenti e capitali di impresa: i piani di stock options*, Il Mulino, Bologna, 1993
- L. GUATRI ó S. VICARI, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto*, EGEA, Milano, 1994
- M. GUERRINI, *sub art. 244*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, vol. II, Utet, Torino, 2009
- G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, p. 153 ss.
- C. GULOTTA, *Le relazioni industriali nelle imprese multinazionali: i diritti di informazione e di consultazione dei lavoratori nell'Unione europea e nel diritto internazionale*, Giuffrè, Milano, 2002
- M. HANDEL ó M. GITTLEMAN, *Is there a wage payoff to innovative practices?*, in *Industrial Relations*, 2004, vol. 43, n. 1, p. 67 ss.
- M. HANDEL ó D. LEVINE, *Editors' introduction: the effects of New Work practices on workers*, in *Industrial Relations*, 2004, vol. 43, n. 1, p. 1 ss.
- H. HANSMANN, *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1749 ss.
- H. HANSMANN, *Worker Participation and Corporate Governance*, in *University of Toronto Law Journal*, 1993, p. 589 ss.
- E. R. HARDEN ó D. L. KRUSE ó J. R. BLASI, *Who has a better idea?*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 225 ss.
- T.H. HODGE, *The treatment of employees as Stakeholders in European Union: Current and Future Trends*, in *Siracuse Journal International Law*, 2010, vol. 38, p. 92 ss.
- B. HOLSTROM, *Moral hazard in teams*, in *The Bell Journal of Economics*, 1982, vol. 13,

n. 2, p. 324 ss.

K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, working paper, August 2015, n. 26, in www.ssrn.com

M. A. HUSELID, *The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance*, in *The Academy of Management Journal*, 1995, vol. 38, n. 3, p. 635 ss.

P. ICHINO, *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2013, n. 4, p. 861 ss.

L. IMBERTI, *Il socio lavoratore di cooperativa. Disciplina giuridica ed evidenze empiriche*, Giuffrè, Milano, 2012

U. INZERILLO - M. MESSORI, *Le privatizzazioni bancarie in Italia*, in *Le privatizzazioni italiane*, DE NARDIS (a cura di), Il Mulino, Bologna, 2000

A. V. IZAR, *I principi costituzionali sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in A. V. IZAR (a cura di), *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 100 ss.

A. V. IZAR, *L'azionariato dei dipendenti tra diritto del lavoro e diritto societario*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 164 ss.

J. P. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, 2010, p. 406 ss.

R. JEARY, *Employee owner status - Business democracy or Beecroft by the back door?*, in www.ier.org.uk, 24.10.2012

M. C. JENSEN ó W. H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, p. 305 ss.

D. C. JONES ó P. KALMI ó M. MÄKINEN, *The productivity effects of stock option schemes: evidence from Finnish panel data*, in *Journal of Productivity Analysis*, 2010, vol. 33, n. 1, p. 67 ss.

D. C. JONES ó T. KATO, *The productivity effects of employee stock ó ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data*, in *The American Economic Review*, 1995, vol. 85, n. 3, p. 391 ss.

B. JOSSA, *Autogestione, cooperazione e partecipazione agli utili*, Il Mulino, Bologna, 1988

E. C. A. KAARSEMAKER, *Employee ownership and human resource management: A*

theoretical and empirical treatise with a digression on the Dutch context, Doctoral Dissertation, Radboud University Nijmegen, Netherlands, 2006;

E. C. A. KAARSEMAKER, *Employee ownership and its consequences: Synthesis ó generated evidence for the effects of employee ownership and gaps in the research literature*, University of York, 2006

E. KANDEL ó E.P. LAZEAR, *Peer pressure and partnerships*, in *The Journal of Political Economy*, 1992, vol. 100, n. 4, p. 801 ss.

P. KARDAS ó A. SCHARF ó J. KEOGH, *Wealth and income consequences of ESOPs and employee ownership: a comparative study from Washington State*, in *Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 1998, vol. 10, n. 4, p. 3 ss.

T. KATO, *Determinants of the extent of participatory employment practices: Evidence from Japan*, in *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 2006, vol. 45, n. 4, p. 579 ss.

A. KECKES ó S. MANSI ó P-A. NGUYEN, *Can Firms Do Well for Shareholders by Doing Good for Stakeholders? The Importance of Long-Term Investors*, aprile 2013, www.ssrn.com

T. B. KLOS ó B. NOOTEBOOM, *Agentóbased computational transaction cost economics*, in *Journal of Economic Dynamic and Control*, 2001, vol. 25, n. 3 ó 4, p. 503 ss.

R. R. KRAAKMAN ó P. DAVIES ó H. HANSMANN ó G. HERTIG ó K. J. HOPT ó H. KANDA ó E. B. ROCK ó L. ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 29 ss.

D. KRUSE, *Profit sharing: Does it make a difference?*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, 1993

D. KRUSE ó J. BLASI, *Employee ownership, employee attitudes and firm performance: A review of the evidence*, in *Human resources management handbook*, part 1, ed. D. LEWIN ó D. J. B. MITCHELL ó M. A. ZAIDI, Greenwich, CT, JAI Press, p. 131 ss.

D. L. KRUSE ó R.B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broadóbased stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010

D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Do workers gain by sharing? Employee outcomes under employee ownership, profit sharing and broadóbased stock options*, in D. L. KRUSE ó R. B. FREEMAN ó J. R. BLASI, *Shared capitalism at work. Employee ownership, profit and gain sharing, and broad ó based stock options*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 2010, p. 257 ss.

S. LAFORGIA, *La cooperazione e il socio lavoratore*, Giuffrè, Milano, 2009

- L. LAMA, *TFR: possibile strumento di partecipazione?*, Dossier Adapt, 6, 21 aprile 2010, p. 27 e ss.
- M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.* 2015, n. 3, I, p. 491 ss.
- J. LAMPEL ó A. BHALLA ó J. PUSHKAR, *Model growth: Do employee-owned businesses deliver sustainable performance?*, Employee Ownership Association, Londra, 2010
- S. LAPPONI ó G. NATALUCCI, *Il socio lavoratore*, Giuffrè, Milano, 2012
- R. LENER, *Voice dei non soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2015, n. 2, p. 10480 ss.
- S. LEONARDI, *La partecipazione dei lavoratori in una prospettiva storica: i Consigli di gestione*, in *Lav. e dir.*, 1997, p. 469 ss.
- G. LEOTTA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., Utet, Torino, 2008
- M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello istituzionalismo debole*, in *Giur. Comm.*, 2014, n. 4, p. 669 ss.
- D. T. LIVINGSTON ó B. HENRY JAMES, *The effect of employee stock ownership plans on corporate profits*, in *The Journal of Risk and Insurance*, 1970, vol. 47, n. 3, p. 491 ss.
- A. LOLLI, *Delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi. Sez. II. Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI, vol. I, Cedam, Padova, 2005
- J. LOWITZSCH, *La partecipazione finanziaria per una nuova Europa sociale*, Berlino ó Roma, 2009, disponibile in www.cesos.org
- F. LUNARDON (a cura di), *Informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori: D. Lgs. 6 febbraio 2007, n. 25*, Ipsoa, Milano, 2008
- M. LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, Milano, 2001
- M. LUPOI, *Trusts in Italy: A Living Comparative Law Laboratory*, in *Trusts & Trustees*, 2012, n. 18, p. 384 ss.
- M. LUPOI, *The shapeless trust*, in *Vita not.*, 1995, p. 51 ss.
- M. LUPOI, *Gli atti di destinazione nel nuovo art. 2645-ter c.c. quale frammento di trust*, in *Riv. not.*, 2006, p. 475 ss.
- U. MANARA, *Delle società e delle associazioni commerciali ó Parte generale*, vol. I,

Torino, 1902, p. 198 ss.

P. MANES, voce *Trust interno*, in *Dig. Disc. Priv.*, sezione civile, agg. VIII, Utet, Torino, 2013, p. 769 ss.

M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Soc.*, 2013, 11, p. 1191 ss.

G. MARASÀ (a cura di), *Le cooperative prima e dopo la riforma del diritto societario*, Cedam, Padova, 2004; P. VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958

M. MARCHESI, *I fondi pensione*, in E. GABRIELLI ó R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Utet, Torino, 2011, p. 859 ss.

P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 2-3, p. 448 ss.

E. MARCHISIO, *La òmaggiorazione del votoö (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio òstabileö o trucege del socio di controllo?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, n. 1, p. 78 ss.

H. M. MARKOWITZ, *Foundations of portfolio theory*, in *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, p. 469 ss.

H. M. MARKOWITZ, *Portfolio selection*, in *The Journal of Finance*, 1952, vol. 7, n. 1, p. 77

J. MARSCHAK ó R. RADNER, *Economic theory of teams*, Yale University Press, 1972

F. MARTORANO, *sub art 2349 c.c.*, in M. SANDULLI ó V. SANTORO, *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003

P. MASI, *sub Art. 92*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della Finanza*, II, Torino, Utet, 2001, p. 750 ss.

M. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2013, p. 746 ss.

M. MATHIEU, *Annual Economic Survey of Employee Share Ownership in European Countries*, European Federation of Employee Share Ownership, 2016, in www.efesonline.org

M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1316 ss.

S. MAZZAMUTO ó A. GARILLI ó G. BELLAVISTA, *Democrazia economica e democrazia industriale: la nuova frontiera della partecipazione*, in *Un progetto per il Diritto del Lavoro*, Ediesse, Roma, 1991

- D. McDONNELL ó E. MACKNIGHT ó H. DONNELLY, *Democratic enterprise: Ethical business for the 21st century*, a Cooperative Education Trust, Scotland, 2012
- J. E. MEADE, *Forme diverse di economia della partecipazione*, in F. A. GRASSINI (a cura di), *Salari e produttività. Un dibattito sulle tesi del premio Nobel Meade*, Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, 1987, p. 23 ss.
- S.G. MEDEMA ó R.O. ZERBE, *The Coase theorem*, in *Encyclopedie of Law and Economics*, University of Ghent ó Edward Elgar, 1996 ó 2000
- E. MENEGATTI, *La delega sulla partecipazione dei lavoratori: verso un nuovo modello di relazioni industriali?*, in F. CARINCI ó M. MISCIONE (a cura di), *Commentario alla Riforma Fornero*, Suppl. a DPL n. 33, 15 settembre 2012
- L. MENGONI, *La rappresentanza dei lavoratori sul piano dell'impresa nel diritto italiano*, in C.E.C.A., *La rappresentanza dei lavoratori sul piano dell'impresa nei diritto dei Paesi membri della C.E.C.A.*, Lussemburgo, 1959
- L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 692 ss.
- M. MESSORI, *Partecipazione azionaria e fondi pensione*, in *L'impresa al Plurale. Quaderni della partecipazione*, 2001, n. 7-8, p. 83 ss.
- A. MIGNOLI, *La partecipazione agli utili spettante ai prestatori di lavoro*, in *Riv. Soc.*, 1965, p. 445 ss.
- G. MIGNONE, *sub Art. 2351, comma 5*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, Bologna, Zanichelli, 2004
- G. MIGNONE, *sub Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, 6°co., c.c.)*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, vol. I, Utet, Torino, 2010
- P. MILGROM ó J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, Prentice ó Hall, 1992
- M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Conferimenti in natura, versamenti dei soci, prestazioni accessorie*, in G. E. COLOMBO ó G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, UTET, Torino, 2004, p. 9 ss.
- M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in G. E. COLOMBO ó G. PORTALE (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, Vol. 1, III ed., Torino, Utet, 2004
- C. S. MISHKIND ó D. E. KHOREY, *Employee stock ownership plans: fables and facts*, in *Employee Relations Law Journal*, summer 1985, p. 89

M. H. MOFFETT - K. RAMASWAMY, *Fashion Faux Pas: Gucci&LMVH*, in *Thunderbird International Business Review*, Vol. 45, Issue 2, 2003, p. 229 ss.

R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione. Esperienze e prospettive*, Franco Angeli, Milano, 2005

P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, Relazione al XVIII Convegno di studio su *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Courmayeur 19 ó 20 settembre 2014

P. MONTALENTI (a cura di), *Operai ed Europa. La partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1981

P. MONTALENTI, Voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, Utet, Torino

M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 899 ss.

G. MONTEDORO, *sub art. 92*, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE (a cura di) *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Cedam, Padova, 1998, p. 853 ss.

P. MORANDI, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Cedam, Milano, 2003

A. MORINI, *Appunti sulle loyalty shares*, in *Giur. Comm.*, 2016, n. 5, p. 690 ss.

C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate* 2015, n. 5, p. 863 ss.

G. D. MOSCO, *Commento all'art. 2380 bis c.c.*, in G. NICCOLINI ó A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario, Volume II artt. 2380 ó 2448 c.c.*, Jovene editore, 2004

F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 180 ss.

S. MUSSO, *La partecipazione nell'impresa responsabile. Storia del Consiglio di gestione Olivetti*, Il Mulino, Bologna, 2009

M. NAPOLI, *La discussione parlamentare sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese: la via del sostegno tributario*, in *Dir. Rel. Ind.*, 2010, p. 72 ss.

M. NAPOLI (a cura di), *L'impresa di fronte all'informazione e consultazione dei lavoratori. Commentario sistematico al d. lgs. n. 25/2007*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, n. 4, p. 876 ss.

- A. NICITA ó V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, 2005
- M. NOTARI, *sub Art 2376*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (a cura di), *Assemblea*, in *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 256 ss.
- M. NOTARI ó A. GIANNELLI, *sub Art 2346, comma 6*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI ó F. GHEZZI ó M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea - Giuffrè, Milano, 2008
- D.M. NUTI, *Cosa intendiamo per democrazia economica*, in *Politica ed economia*, 1991, n. 7 ó 8, p. 49 ss.
- P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese* (Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005), Milano, 2006
- M. PAGANO ó P. F. VOLPIN, *Managers, Workers and Corporate Control*, in *The Journal of Finance*, vol. XL, n. 2, aprile 2006
- A. PANDOLFO - M. RISPOLI FARINA - V. SANTORO, (a cura di), *Commentario alla legge 27 febbraio 1985, n. 49*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1986, p. 490 ss.
- F. PANTANO, *Azionariato dei lavoratori*, in E. GRAGNOLI ó S. PALLADINI, *La retribuzione*, Utet, Torino, 2012, p. 773 ss.
- R. PAPETTI, *La disciplina dei piani di acquisto di azioni per i dipendenti nel nuovo regolamento CONSOB in materia di emittenti*, in *Giur. comm.*, 1999, n. 1, p. 675 ss.
- U. PAPI, *Il lavoratore alla gestione della impresa*, Vallardi, Milano, 1983
- C. PASQUARIELLO, *sub art. 2349*, in *Commentario delle società*, Tomo I, UTET, Torino, 2009
- F. PASQUINI, *Partecipazione dei lavoratori: costituito il Comitato paritetico per la gestione del fondo speciale*, in *Dir. rel. ind.*, 2005, n. 2, p. 544 ss.
- E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2016
- M. PEDRAZZOLI, *Democrazia industriale e subordinazione. Poteri e fattispecie nel sistema giuridico del lavoro*, Giuffrè, Milano, 1985
- M. PEDRAZZOLI, voce *Democrazia industriale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, sez. commerciale, vol. IV, Utet, Torino, p. 241 ss.

- A. PENDLETON, *Employee Ownership, Participation and Governance: A Study of ESOPs in the UK*, Routledge, 2000
- A. PENDLETON ó A. ROBINSON, *Employee stock ownership, involvement, and productivity: an interactionóbased approach*, in *Industrial and Labor Relations Review*, 2010, vol. 64, n. 1, p. 3 ss.
- G. PERA, *Sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 1977, n. 1, p. 109 ss.
- G. PERONE, *sub Art. 141*, in N. ABRIANI ó M. STELLA RICHTER, *Codice ipertestuale commentato delle società*, tomo II, Utet, Torino, 2010
- C. PERUZZI, *La Gucci mette Arnault nell'angolo*, *Il Sole 24 ORE*, 19 febbraio 1999
- C. PICOZZA, *La óMarcoraö come job creation?*, in *Politica ed economia*, 1986, p. 31 ss.
- A. PILATI, *Prospettive comunitarie della partecipazione dei lavoratori*, in *Lav. e dir.*, 2001, p. 63 ss.
- A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, n. 2, p. 1273 ss.
- A. POMELLI, *Sull'óndipendenza dei consiglieri di sorveglianza nei gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 970 ss.
- G. PORTALE, *I conferimenti in natura atipici nelle s.p.a. Profili critici*, in *Quad. giur. comm.*, 1974, p. 28 ss.
- E. POUTSMA, *Recent trends in employee financial participation in the European Union*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Dublino, 2001
- J. PRASSL, *Employee Shareholder óStatusö: Dismantling the Contract of Employment*, in *ILJ*, 2013, n. 4, p. 313 ss.
- J. W. PRATT ó R. J. ZECKHAUSER, *Principals and agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, 1991
- G. PRESTI ó M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale. Vol. 2: Le società*, 5 ed., Zanichelli, Bologna, 2011
- S. PROVIDENTI, *Disposizioni generali sugli emittenti*, in L. LACAITA - V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari. Società quotate - Intermediari - Mercati - Opa - Insider trading. Commento al d.lgs. n. 58 del 1998*, Milano, 1998, p. 32 ss.
- E. RASMUSEN, *Moral hazard in risk ó averse team*, in *The Rand Journal of Economics*, 1987, vol. 18, n. 3, p. 428 ss.

- G. A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 289 ss.
- S. R. RHODES ó R. M. STEERS, *Conventional vs. workeróowned organizations*, in *Human Relations*, 1981, vol. 24, p. 1013 ss.
- E. RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari*, in P. RESCIGNO (a cura di), *Impresa e lavoro*, vol. III, Utet, Torino, 2011, p. 439 ss.
- E. RIGHINI, voce *Fondi pensione e forme pensionistiche complementari*, in *Enc. Dir., Annali II-2*, Giuffrè, 2008
- L. F. RISSO ó D. MURITANO, *Il trust: diritto interno e Convenzione de l'Aja. Ruolo e responsabilità del notaio*, Studio approvato dal Consiglio Nazionale del Notariato, in CNN Notizie del 22 febbraio 2006
- A. ROBINSON ó H. ZHANG, *Employee share ownership: safeguarding investments in human capital*, in *British Journal of Industrial Relations*, 2005, vol. 43, n. 3, p. 469 ss.
- M. ROCCELLA e T. TREU, *Diritto del Lavoro dell'Unione Europea*, Cedam, Padova, 2016
- S. RODOTÀ, *Proprietà e democrazia*, in *Repertorio di fine secolo*, Laterza, Bari, 1992
- R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in *Soc.*, 2001, n. 2, p. 147 ss.
- S. ROSS, *The economic theory of agency: the principal's problem*, in *American Economic Review*, 1973, vol. 63, n. 2, p. 134 ss.
- G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in P. MARCHETTI (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, in *RDS, Monografie e raccolte di studi*, 1995
- M. ROSSI, *sub Art. 132*, in N. ABRIANI, *Codice delle Società*, Utet, Torino, 2016
- R. RUSSO, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: valutazioni comparative*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003
- R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 31 ss.
- A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 231 ss.
- M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio d'unazione, un votoö: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, n. 5, p. 921 ss.

- V. SALAFIA, *Azioni offerte ai dipendenti delle s.p.a.*, in *Soc.*, 2012, n. 10, p. 1048 ss.
- V. SALAFIA, *Delibera di emissione di azioni a favore dei dipendenti e controllo degli atti. Corte di appello di Torino 23 gennaio 2001*, in *Soc.*, 2001, n. 4, p. 428 ss.
- V. SALAFIA, *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Soc.*, 2016, n. 8-9, p. 966 ss.
- M. SALTER, *Short Termism At Its Worst: How Short-Termism Invites Corruption.. and What to Do About it*, Harvard University, E.J. Safra Center for Ethics Working paper, n. 5, 2013, p. 4 ss.
- L. SALVATORE, *L'utilizzazione del trust al servizio dell'impresa*, in *Riv. Not.*, 2006, n. 1, p. 125 ss.
- R. SANTAGATA, voce *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enciclopedia del Diritto*, Giuffrè, Annali V, 2012
- P. SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, p. 770 ss.
- D. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in P. ABBADESSA ó G. B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, 2009
- G. SBISÀ, *sub Art. 2358 (Altre operazioni sulle azioni proprie)*, in *Società per azioni*, tomo I, VI ed., in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile, Scialoja ó Branca*, Zanichelli, Bologna ó Roma, 1997
- R. SCARABINO, *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, Le fonti, Milano, 2006
- P. SCHLESINGER, *L'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 188 ss.
- G. SEPIO ó G. SBARAGLIA, *Welfare aziendale e premi di produttività*, in *Il Fisco*, 2016, n. 45, p. 4367 ss.
- F. SILVA, *Ronald H. Coase e «The nature of the firm»*, in *Econ. e Pol. Industriale*, 1991, p. 249 ss.
- V. SIMI (a cura di), *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, Maggioli, Rimini, 1982
- S. SONNATI, *Lo stallo del salario variabile: le reti di impresa ed il recupero dell'autonomia individuale in forma assistita come tecniche di implementazione della retribuzione di risultato*, in *Riv. It. Dir. Lav.*, 2015, n. 4, p. 617 ss.
- A. SOPPE e R. HOUWELING, *Delen in modernen ondernemen. Financiële*

werknemersparticipatie in Nederland [Sharing in modern companies. Employee financial participation in the Netherlands], IvO Center for Financial Law & Governance / Erasmus Universiteit Rotterdam, 2014

L. SPAGNUOLO VIGORITA, *Azionariato dei dipendenti: nozione e profili di diritto del lavoro*, in *Dir. Rel. Ind.*, 2000, n. 1, p. 3ss.

M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. Soc.*, 2015, n. 1, p. 134 ss.

A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub Art. 2349*, in G. NICCOLINI ó A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario. Artt. 2325 ó 2379 ter*, vol. I, Jovene, Napoli, 2004

M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, Egea, 2011, p. 649 ss.

J. STIGLITZ, *Democratic development as the fruit of labour*, in *Perspectives on Work*, 2000, vol. 4, n. 1, p. 31 ss.

J. E. STIGLITZ, *Peer monitoring and credit markets*, in *World Bank Economic Review*, 1990, vol. 4, n. 3, p. 351 ss.

M. STRAFILE, *Incentivate le azioni ai dipendenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 11.10.2016

C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Soc.* 2015, n. 10, p. 1073 ss.

U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 5, p. 981 ss.

U. TOMBARI, *ōMaggiorazione del dividendoö e òmaggiorazione del votoö: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, n. 3, p. 303 ss.

U. TOMBARI, *Partecipazione dei lavoratori all'impresa azionaria: quali strumenti oggi?*, 26 novembre 2010, in www.nelmerito.it.

T. TREU, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1988, n. 1, p. 785 ss.

T. TREU, *Le forme retributive incentivanti*, in *Riv. it. dir. lav.* 2010, n. 4, p. 637 ss.

T. TREU, *Le proposte parlamentari sulla partecipazione*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, p. 93 ss.

V. TROIANO, *I dipendenti azionisti*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 304 ss.

G. TROISE, *sub Articolo 2443. Delega agli amministratori*, in M. SANDULLI ó M. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, tomo II, Giappichelli, Torino, 2003

R. T. TROPLONG, *Comentario del contratto di società in materia civile e commerciale*, Capasso, Napoli, 1843

A. TURSI, *Responsabilità sociale dell'impresa, «etica d'impresa» e diritto del lavoro*, in *Lav. e dir.*, 2006, n. 1, p. 72 ss.

A. VALLEBONA, *Il lavoro in cooperativa*, in *Riv. It. Dir. Lav.* 1991, n. 1, p. 291 ss.

F. VELLA, *Il governo dell'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in C. ZOLI (a cura di), *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, Giappichelli, Torino, 2015

F. VELLA, *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giur. Comm.*, 2013, n. 6, p. 1140 ss.

M. VENTORUZZO, *sub art. 92*, in P. MARCHETTI ó L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1999

M. VENTORUZZO, *sub Art. 132*, in P. MARCHETTI - L. A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1999

M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.* 2015, n. 3, p. 512 ss.

P. VERRUCOLI, *Prime osservazioni sulla legge 27 febbraio 1985, n. 49 (proposta Marcora e òFoncooperò)*, in *Riv. coop.*, 1985, p. 167 ss.

I. VESENTINI, *Quando i dipendenti salvano l'azienda: sempre più casi in Italia*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2016

M. VIETA, *Workers' buyout*, in *The co-operative firm. Keywords*, A. BERNARDI - S. MONNI (a cura di), Roma-Tre Press, 2016

M. VIETA ó S. DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, 2015, disponibile in www.euricse.eu

F. VIGIANI, *La riforma della òMarcoraö: una proposta*, in *Riv. coop.*, 1992, p. 20 ss.

M. VITALETTI, *La retribuzione variabile: tecniche e modelli nel sistema della contrattazione collettiva*, Aracne, Roma, 2010

C. VIVANTE, *La partecipazione dei lavoratori agli utili delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1918, I, p. 260 ss.

C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, III ed., Milano, 1906

- C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. 1, I ed., Torino, 1983
- V.S. WEBB ó B. WEBB, *Industrial Democracy*, Longmans, Green and co., London, 1902
- R. WEIGMANN, voce *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto*, Disc. Priv., Sez. comm., IV ed., vol. II, Torino, 1987
- R. WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in *Soc.*, 2003, p. 270 ss.
- L. M. WEITZMAN, *L'economia della partecipazione: sconfiggere la stagflazione*, Laterza, Roma, 1985
- O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York, 1985
- N. WILSON ó M. J. PEEL, *The impact of absenteeism and quits of profit-sharing and other forms of employee participation*, *Industrial and Labor Relations Review*, 1991, n. 44, p. 454 ss.
- S. ZAMAGNI, *L'ancoraggio etico della responsabilità sociale d'impresa e la critica alla RSI*, Università di Bologna, Working Paper 1, ottobre 2004, p. 3 ss.
- A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2006, n. 5, p. 738 ss.
- C. ZOLI, *I diritti di informazione e di cd. consultazione: il d.lgs. 6 febbraio 2007, n. 25*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2008, n. 1, p. 161 ss.
- C. ZOLI, *Retribuzione (impiego privato)*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., XXII, Torino, 1996
- L. ZOPPOLI, voce *Partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'azienda*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, 2011
- L. ZOPPOLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in AA. VV., *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, Atti delle giornate di studio di diritto del lavoro. Aidlass Lecce, 27-28 maggio 2005, Milano, 2006
- L. ZOPPOLI (diretto da), *Retribuzione incentivante e rapporti di lavoro: l'applicazione degli accordi sugli incentivi nel settore industriale*, Giuffrè, Milano, 1994