



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

**SAF • Scuola di Alta Formazione**

# L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option?

La nascita, lo sviluppo e la situazione attuale dal punto di vista economico, societario, contabile, fiscale e previdenziale

nr. **22.** Vito  
Marraffa

Commissione  
Finanza e Controllo di Gestione

*i quaderni*



SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE





---

# L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option?

La nascita, lo sviluppo e la situazione attuale dal punto di vista economico, societario, contabile, fiscale e previdenziale

nr. **22.** Vito  
Marraffa

Commissione  
Finanza e Controllo di Gestione

## I Quaderni della Scuola di Alta Formazione

### Comitato Istituzionale:

Diana Bracco, Marcello Fontanesi, Mario Forchetti, Giuseppe Grechi, Luigi Martino, Nicola Mastropasqua, Lorenzo Ornaghi, Carlo Palumbo, Angelo Provasoli.

### Comitato Scientifico:

Giancarlo Astegiano, Giuseppe Bernoni, Franco Dalla Sega, Felice Martinelli, Luigi Martino, Guido Marzorati, Renzo Nisi, Lorenzo Pozza, Patrizia Riva, Massimo Saita, Stefania Totaro.

### Comitato Editoriale:

Claudio Badalotti, Aldo Camagni, Ciro D'Aries, Francesca Fieconi, Carlo Garbarino, Cesare Gerla, Luigi Martino, Francesco Novelli, Patrizia Riva, Gian Battista Stoppani, Alesandra Tami, Dario Velo, Cesare Zafarana.

### Commissione Finanza e Controllo di Gestione:

*Delegato del Consiglio:* Johannes Guigard.

*Presidente della Commissione:* Carlo Arlotta.

*Componenti:* Franco Abbate, Maurizio Arena, Giorgio Benin, Franco Bertoletti, Sara Bertolini, Alessandra Bestiani, Ruggero Bonghi, Giampaolo Bonilauri, Alberto Borroni, Simone Bottero, Giuliana Cassioli, Caterina Cerenzia, Vincenzo Cocco, Riccardo Coda, Elisabetta Coda Negozio, Edoardo Currò, Guido Daccò, Gabriele Dal Negro, Giulio D'Amico, Claudio De Maio, Francesco Dell'Elmo, Mario Fiocca, Gabriella Fiordelisi, Franco Carlo Maria Formenti, Gianluca Gabellini, Alberto Gafforio, Natale Galimi, Roberto Gaslini, Luca Giuseppe Gianello, Edoardo Ginevra, Roberta Goldoni, Clara Guidali, Marco Fabio Gulisano, Oreste Lanfranchi, Marco Martinella, Fabio Massimo Micaludi, Giovanni Mirarchi, Vilma Bruna Monti, Antonio Navassa, Alberto Antonio Palmieri, Carlo Alessandro Pesaro, Roberto Radicioni, Angelo Riva, Riccardo Sclavi, Massimo Simone, Giorgio Venturini, Giuseppe Vittorio, Luigi Alessandro Werner, Cinzia Mara Zanni, Antonio Zenatelli.

### Direttore Responsabile:

Patrizia Riva

### Segreteria:

Elena Cattaneo

corso Europa, 11 • 20122 Milano

tel: 02 77731121 • fax: 02 77731173

## INDICE

Indice.....	3
Premesse .....	5
Capitolo 1 • Aspetti economici.....	7
1. Le <i>stock option</i> quale strumento di remunerazione/ incentivazione e <i>performance</i> aziendali.....	7
2. Caratteristiche fondamentali di un piano di <i>stock option</i> : profili economici .....	12
2.1. Assegnazione di opzioni <i>call</i> .....	12
2.2. <i>Vesting period</i> .....	14
2.3. Il periodo di esercizio.....	14
2.4. Il prezzo di esercizio ( <i>strike price</i> ).....	15
2.5. <i> Holding period</i> .....	17
3. Profili fiscali dei piani di <i>stock option</i> : importanza da un punto di vista economico .....	17
Capitolo 2 • Profili societari .....	21
1. Principi costituzionali.....	21
2. Disciplina civilistica e societaria .....	23
2.1. Emissione di azioni a titolo gratuito (art. 2349 c.c.) .....	24
2.2. Azionariato a pagamento ( <i>stock option</i> in senso stretto) .....	26
2.3. Piani di azionariato a soggetti non dipendenti.....	33
3. Oneri di comunicazione per le società quotate .....	35
3.1. Il nuovo art. 114-bis del TUF.....	36
3.2. Delibera Consob del 3 maggio 2007, n. 15915.....	38

Capitolo 3 • Rilevazione contabile .....	41
1. Evoluzione storica .....	41
2. IFRS 2 – Pagamenti basati su azioni.....	43
2.1. Ambito di applicazione dell'IFRS 2.....	43
2.2. Tipologie di pagamenti basati su azioni.....	43
2.3. Rilevazione contabile dei pagamenti basati su azioni .....	45
2.4. Operazioni con pagamento basato su azioni regolate con strumenti rappresentativi di capitale.....	46
2.5. Operazioni infragruppo (IFRIC 11).....	51
Capitolo 4 • Profili fiscali e previdenziali.....	55
1. Premessa.....	55
2. Normativa previgente .....	55
3. Novità introdotte dal Decreto Legge del 25 giugno 2008, n. 112 .....	58
3.1. Abolizione del regime fiscale agevolato delle <i>stock option</i> .....	58
3.2. Cessione delle azioni .....	60
3.3. Azionariato popolare.....	62
3.4. Decorrenza.....	62
4. Problematiche inerenti il principio del legittimo affidamento e della certezza del diritto.....	63
5. Disciplina fiscale delle <i>stock option</i> in ambito internazionale .....	64
6. Il trattamento dei costi di <i>stock option</i> per le imprese .....	69
7. Regime previdenziale.....	72
Conclusioni.....	75

## PREMESSE

Il problema di agenzia tra *management* e azionisti costituisce una delle questioni maggiormente discusse nell'impresa moderna. Infatti, la limitata partecipazione del *management* alla proprietà d'impresa crea i presupposti affinché la gestione aziendale sia improntata più alla massimizzazione dei benefici per il *management* che alla creazione di valore per l'impresa. Per tale ragione, la predisposizione di meccanismi incentivanti, nonché di controllo, per tali soggetti costituisce una condizione necessaria, per non dire indispensabile, per poter ridurre al minimo i c.d. costi di agenzia e, di conseguenza, assicurare un'allocazione efficiente delle risorse.

Uno degli strumenti più utilizzati, nonché discussi, negli ultimi anni è sicuramente quello delle c.d. *stock option* destinate ai lavoratori dipendenti, in particolare qualora questi ultimi prestino la propria attività presso società quotate.

Con l'espressione *stock option*, di derivazione anglosassone, si designano le operazioni aziendali con le quali una società provvede ad attribuire ai dipendenti la titolarità di azioni, ovvero diritti simili (quali i diritti di opzione), affinché i lavoratori beneficiari di tali titoli entrino a far parte della compagine sociale e partecipino direttamente alle sorti, nonché al rischio, dell'impresa alla quale appartengono. Tale metodologia di incentivazione, seppur nata nei Paesi anglosassoni, si è successivamente diffusa in Europa<sup>(\*)</sup>, nonché in Italia. Nel nostro Paese, le prime esperienze di remunerazione azionaria sono state tradizionalmente basate sull'assegnazione, gratuite o meno, di azioni; in particolare tali assegnazioni erano destinate alla generalità dei dipendenti e non a singole categorie (quali dirigenti), ovvero soggetti differenti (quali gli amministratori).

---

<sup>(\*)</sup> Per un'analisi comparata in ambito Europeo, cfr. Commissione Europea, *Employee Stock. Options The legal and administrative environment for Employee Stock Options in the EU* – Final Report of the Expert Group, June 2003.

Le origini dell'istituto in parola, in Italia, possono essere ricondotte alla figura delle c.d. "azioni industriali", assegnate dalle società anonime nella seconda metà del XIX secolo ai lavoratori<sup>(\*\*)</sup>. Si trattava di titoli azionari, privi di diritti di voto, ai quali corrispondeva non un apporto di capitale, bensì di lavoro, da parte dei dipendenti. In seguito, l'art. 46 della Costituzione riconobbe il diritto dei lavoratori a collaborare alla gestione dell'impresa con finalità che, almeno originariamente, erano intese a risolvere il conflitto sociale scaturito nella prima metà del secolo scorso. Solo negli anni 40, tuttavia, vennero introdotte disposizioni specifiche in materia di azionariato ai dipendenti nel nostro Codice Civile con lo spirito di favorire una cultura partecipativa all'interno dell'impresa da parte dei dipendenti. Tali norme non furono particolarmente utilizzate fino agli anni 80 quando, in occasione di un periodo borsistico favorevole, le società italiane diedero il via a numerose assegnazioni di azioni ai dipendenti.

A partire da tali anni, lo strumento dell'azionariato ai dipendenti, che inizialmente era stato introdotto per fini sociali (quale "azionariato popolare", ovvero di "capitalismo democratico") iniziò a diffondersi quale strumento di incentivazione utilizzato dalle imprese al fine di incrementare le *performance* aziendali.

Scopo del presente contributo è quello di analizzare lo strumento in parola sotto i diversi ambiti del Diritto che lo caratterizzano.

Nel **primo Capitolo**, è offerta una panoramica dell'impatto economico delle *stock option* sulla creazione di valore dell'impresa, così da poter meglio apprezzare, in termini economici, quelli che saranno i riflessi delle novità legislative recentemente introdotte in materia.

Il **secondo Capitolo**, invece, è dedicato alla nascita, nonché allo sviluppo, dell'azionariato ai dipendenti sotto un profilo strettamente societario.

Infine nel **terzo** e nel **quarto Capitolo** vengono trattati, rispettivamente, i profili contabili e i profili fiscali/previdenziali dei piani di *stock option*.

---

(\*\*) Cfr. G. Acerbi, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato ai dipendenti*, in *Rivista delle Società*, n. 5/1998, pag. 1194.



### 1. Le *stock option* quale strumento di remunerazione/ incentivazione e performance aziendali

Uno dei capisaldi della Teoria di Agenzia è che le società con azionariato diffuso sono caratterizzate da rilevanti problemi di *corporate governance*, nonché di incentivazione manageriale, dovuti ad un contesto nel quale risulta estremamente difficile allineare gli obiettivi del *management* con quelli degli azionisti<sup>(1)</sup>. Tale divergenza potrebbe essere attenuata sostenendo ingenti costi per il controllo (monitorando, ad esempio, il *management*) ma, come noto, spesso risulta estremamente complesso (*rectius*: impossibile) per l'azienda assicurare tale controllo, sia per la difficoltà di supervisionare l'operato di "agenti" spesso estremamente specializzati, che per l'impossibilità materiale di dedicare tempo, nonché risorse, a tale attività<sup>(2)</sup>. Alla luce di tali considerazioni, una delle soluzioni<sup>(3)</sup> suggerite dalla Teoria di Agenzia è quella di introdurre dei meccanismi di incentivazione manageriale che permettano di allocare in capo al *management* parte del rischio di impresa degli azionisti riducendo, di conseguenza, il conflitto di interessi tra tali categorie di soggetti. In particolare, tale risultato può essere perseguito efficacemente mediante l'assegnazione di azioni (*stock grant*), ovvero di opzioni (*stock option*), ai

---

<sup>(1)</sup> Cfr., sul punto, M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, pagg. 305 e ss.

<sup>(2)</sup> Sul punto, autorevole dottrina (cfr. E. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 88, n. 2, 1980, pagg. 288 e ss.) ha osservato che il monitoraggio diretto risulta essere del tutto inefficace, ovvero del tutto inattuabile, nelle società ad azionariato diffuso di grandi dimensioni, data anche l'asimmetria informativa esistente tra i soci e il *management*.

<sup>(3)</sup> Per approfondimenti su altri meccanismi individuati al fine di ridurre i c.d. costi di agenzia si veda R.A. Lambert, D.F. Larcker, *Executive Compensation Contracts, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence*, in *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 2, No. 4, pagg. 6 e ss.

dipendenti in quanto, attraverso tali operazioni, l'impresa riesce a legare la remunerazione del *management* con la creazione di valore per gli azionisti riducendo, di conseguenza, i costi di agenzia. Tale approccio si origina dall'assunto che la capacità del singolo di influenzare la misurazione della *performance* sulla base della quale il proprio operato viene giudicato risulta essere uno dei pilastri portanti del controllo manageriale, condizione indispensabile da rispettare per la teoria dell'incentivazione (c.d. principio della controllabilità); se tale principio non viene rispettato, si potrebbe verificare l'attribuzione di colpe, ovvero meriti, non dovuti, con la conseguente demotivazione personale del dirigente e, nello stesso tempo, un rifiuto del sistema incentivante nel suo complesso. Ciò premesso, si osserva che il livello di *output* prodotto dall'assegnatario delle opzioni è, tuttavia, soggetto a variazioni che in parte risultano indipendenti dall'impegno lavorativo profuso dal singolo soggetto. In particolare, l'*output* di un agente può essere espresso, in via generale, in funzione di due distinte variabili: l'impegno profuso ed una variabile causale detta stato di natura<sup>(4)</sup>. Il peso di tale seconda variabile deve essere valutato in rapporto allo specifico contesto in cui si trova l'impresa e può rischiare di trasformarsi nella variabile predominante nel caso in cui si verificano eventi del tutto straordinari, quali fenomeni naturali, ovvero economici (come, ad esempio, scioperi ed agitazioni sindacali di lungo periodo) che riducono le *performance* dei dirigenti indipendentemente dalla loro condotta lavorativa. Ne deriva che un contratto di incentivazione basato sulle *performance* ottenute, e non sull'impegno profuso, potrebbe produrre l'effetto di traslare eccessivamente il rischio di impresa in capo al *management*, con rilevanti conseguenze in termini di remunerazione. Come osservato dalla migliore dottrina<sup>(5)</sup>, invece, un contratto ottimale dovrebbe ricercare un equilibrio tra traslazione del rischio sull'agente (in termini di variabilità della remunerazione) e allineamento degli interessi tra *management* e azionisti. Sul punto, tuttavia, va evidenziato che l'adozione di piani di *stock option* prevede un meccanismo di misurazione delle *performance* strettamente collegato al prezzo di mercato delle azioni, esponendo l'agente ad un rischio di penalizzazione indipendentemente

---

<sup>(4)</sup> Cfr., sul punto, M. Bertoni, *I Piani di stock option – nella contabilità e nel bilancio delle imprese*, Giuffrè, 2002, Milano, pagg. 32 e ss.

<sup>(5)</sup> M.C. Jensen, K.J. Murphy, *Performance Pay and Top Management Incentives*, in *Journal of Political Economy* vol. 98, 1990, pagg. 225 e ss.; M.C. Bloom, G.T. Milkovich, *The Relationship Between Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance*, in *Academy Management Journal*, June, 1998.

dal suo impegno lavorativo. Infatti, la capacità di influenzare tali prezzi con la propria azione manageriale è una prerogativa che spetta ai soli soggetti che rivestono le più alte posizioni dirigenziali (quali l'amministratore delegato, nonché il direttore generale), mentre la relazione *performance/prezzi* di mercato viene a perdere consistenza man mano che si scende lungo la scala gerarchica. Per tale ragione, l'adozione di piani di *stock option* rivolti a posizioni organizzative sottostanti quelle dell'alta dirigenza è interpretata, dalla prevalente dottrina<sup>(6)</sup>, come una politica retributiva del tutto priva di poteri incentivanti. Tuttavia, l'assegnazione di opzioni anche all'interno dell'intera organizzazione aziendale può assolvere, in maniera efficace, la funzione di rafforzare il legame tra i dipendenti e l'impresa, diffondendo la "cultura imprenditoriale" anche presso tali soggetti<sup>(7)</sup>; in tal modo per il dipendente, sia da un punto di vista psicologico che economico, sarebbe oneroso l'abbandono della società per la quale presta la propria attività lavorativa.

L'equilibrio tra interessi aziendali ottenuto mediante *stock option plan* potrebbe essere di non semplice realizzazione nel caso di grandi società multinazionali, tipiche del panorama statunitense. In tali grandi imprese, infatti, non è semplice trasformare un alto dirigente in azionista, in quanto tali soggetti non riuscirebbero comunque ad acquistare una quota significativa del capitale delle società che dirigono<sup>(8)</sup>; ne deriva che gli incrementi di valore delle azioni della società, che rappresentano il valore creato per gli azionisti, si riflettono solo marginalmente sui benefici remunerativi per i dirigenti e, di conseguenza, viene fortemente limitato l'effetto incentivante connesso agli strumenti di fidelizzazione in commento.

Una seconda problematica potrebbe emergere dalla mancanza di una relazione diretta tra le decisioni manageriali e le citate variazioni di borsa

---

<sup>(6)</sup> Cfr., su tutti, A. Rappaport, *New thinking on how to link executive pay with performance*, in Harvard Business Review, 1999. In particolare, a pag. 97, l'Autore osserva che "Both boards and the public have generally believed that granting stock option would successfully align the interests of operating unit managers and shareholders. But granting options to such managers is even less guarantee of performance than it is for CEOs. That's because a company's stock price is not an appropriate measure of the performance of an individual business unit. Business units are essentially private companies embedded in publicly traded companies".

<sup>(7)</sup> Cfr., sul punto, J.R. Schuster, P.K. Zingheim, *The new pay: Linking employee and organizational performance*, 1992, New York, Lexington.

<sup>(8)</sup> Cfr., in tal senso, B.J. Hall; J.B. Liebman, *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, 1998, N. 3, pagg. 653 e ss.

dei titoli. Potrebbe, infatti, accadere che nonostante i *manager* abbiano operato al meglio, il prezzo delle azioni scenda in virtù di un periodo particolarmente sfavorevole per il mercato; viceversa, dirigenti non meritevoli potrebbero essere premiati da un andamento borsistico positivo. Ed è proprio a causa di tali fenomeni che spesso i dirigenti richiedono (*rectius*: ottengono) di rivedere le condizioni poste nei piani di *stock option* modificando, in particolare, il prezzo di esercizio delle opzioni, mediante operazioni di *repricing* in caso di forti ribassi azionari.

Un'ulteriore critica che potrebbe essere mossa è la divergenza tra ciò che potrebbe costituire un rendimento adeguato per l'azionista e la misura del rendimento che il dipendente potrebbe ricavare dall'esercizio delle opzioni. Infatti, l'azionista potrebbe ritenere di aver ricevuto un rendimento adeguato al suo investimento qualora gli incrementi dei prezzi di mercato delle azioni, nonché i dividendi ricevuti, conducano alla determinazione di una redditività dell'investimento azionario sufficiente a remunerare il rischio sostenuto; un rendimento apprezzabile sarebbe, invece, quel rendimento che oltre a remunerare tale rischio, riesca a permettere una redditività superiore a quella media prodotta dalle imprese appartenenti al medesimo settore. Alla luce di tale considerazione, si osserva che il compito delle *stock option* dovrebbe essere quello di incentivare gli alti dirigenti a realizzare un rendimento per gli azionisti superiore alla media, mentre non dovrebbe essere premiato quel *management* che, mediante il proprio operato, consente un rendimento delle azioni inferiore ai rendimenti medi del settore di appartenenza: fattispecie, quest'ultima, che si verifica spesso in Italia, dove le opzioni vengono spesso assegnate *at the money*, se non addirittura *in the money*. In tali casi, infatti, i soggetti assegnatari delle opzioni beneficiano di ogni aumento del prezzo di mercato delle azioni, anche nel caso in cui risulti notevolmente inferiore alla media di settore. Si arriverebbe al paradosso, come osservato dalla migliore dottrina<sup>(9)</sup>, che un piano di *stock option*, strutturato al fine di creare un legame tra remunerazione manageriale e *performance* aziendali, invece di incentivare il *management* a conseguire profitti sopra la media, premierebbe il raggiungimento di risultati deludenti, sulla base dei quali il *management* dovrebbe essere rimosso e non premiato. Detti fenomeni sono

---

<sup>(9)</sup> Cfr. A. Rappaport, *Creating Shareholder Value*, The Fee Press, 1998, New York, pag. 114 e ss. In particolare, l'Autore osserva che "No board should initiate an incentive plan that can provide significant option profits for a level of performance that could also become grounds for dismissing CEO".

stati la causa che ha spinto le imprese a prevedere meccanismi di *stock option* alternativi a quelli tradizionali. Metodologia spesso adottata è, infatti, quella delle c.d. *index option*, ossia opzioni caratterizzate da un prezzo di esercizio variabile in ragione dell'andamento borsistico, in modo tale da premiare gli alti dirigenti solo nel caso in cui l'impresa ottenga rendimenti superiori alla media del settore di appartenenza.

Altre soluzioni adottate dalle imprese consistono nell'assegnazione di un differente numero di opzioni, piuttosto che sul prezzo di esercizio, legando la quantità di opzioni da assegnare agli indici di *performance* prefissati. Infine ulteriore soluzione, anche se di difficile applicazione, potrebbe essere quella di valutare le *performance* del *management* compiendo paragoni con il *management* presente nelle imprese concorrenti.

Un ulteriore aspetto di primaria importanza nell'istituire un piano di *stock option* risulta quello della comunicazione all'interno dell'azienda, aspetto spesso trascurato dalle imprese italiane. E' necessario, infatti, che i beneficiari delle opzioni comprendano a pieno il funzionamento dello strumento derivato che gli è stato assegnato e, a tal fine, vengano informati sui rischi, nonché sulle opportunità, ad esso connesse.

Affinché una politica di remunerazione/incentivazione possa accrescere efficacemente il valore dell'impresa, gli assegnatari delle opzioni dovrebbero essere certi di potere influenzare il parametro sulla base del quale il loro operato viene sottoposto a valutazione e, di conseguenza, sul quale si basa parte della loro remunerazione. Se così non fosse, le potenzialità motivazionali intrinseche in uno strumento come i piani di *stock option* non si svilupperebbero trasformandosi, invece, in demotivazione per il dipendente. Inoltre, risulta importante per l'impresa poter valutare se i dipendenti assegnatari delle opzioni decidano di mantenere in portafoglio le azioni assegnate, ovvero decidano di liberarsene non appena ottenute. In tale secondo caso, infatti, lo scopo dello stesso *stock option plan* sarebbe da considerarsi parzialmente vanificato, in quanto l'effetto incentivante di tale strumento si manifesta esclusivamente nel corso del *vesting period* (ossia, nel periodo in cui l'opzione assegnata non è ancora maturata); l'immediata vendita delle azioni acquistate a seguito dell'esercizio dell'opzione, del resto, non può che confermare la mancata fidelizzazione del dipendente. Infine, si osserva come la teoria economica preveda che, nel caso in cui le misurazioni della *performance* individuale siano disponibili, è sempre più efficiente legare la remunerazione a tali misurazioni e non alle *performance* aziendali. Alla luce di tale considerazione, pertanto, le *stock option*, in quanto strumento di incentivazione basato sulle *performance*

dell'organizzazione nel suo complesso, potrebbero risultare in contrasto con i modelli economici della remunerazione<sup>(10)</sup>.

## 2. Caratteristiche fondamentali di un piano di *stock option*: profili economici

### 2.1. Assegnazione di *opzioni call*

Una *stock option* può essere definita, nel senso restrittivo del termine, come l'attribuzione al beneficiario di un'opzione *call*, ossia della facoltà di poter acquistare, ovvero sottoscrivere, azioni della società che predispone il piano, ovvero di altra società del gruppo, a partire da una determinata data prevista nel piano stesso. Uno degli aspetti che caratterizza tale tipologia di contratti è la mancanza di simmetria nelle obbligazioni assunte dalle parti, in quanto il venditore (nel caso di specie, l'impresa) è obbligato ad adempiere - al momento prefissato nell'accordo - su semplice richiesta dell'acquirente. Il profilo di rischio tipico di un'opzione *call* è raffigurato nei grafici di seguito illustrati. In particolare nel primo (Fig. 1) sono illustrate le relazioni tra l'utile e la perdita attribuibile all'assegnatario dell'opzione e il prezzo di mercato delle azioni sottostanti.

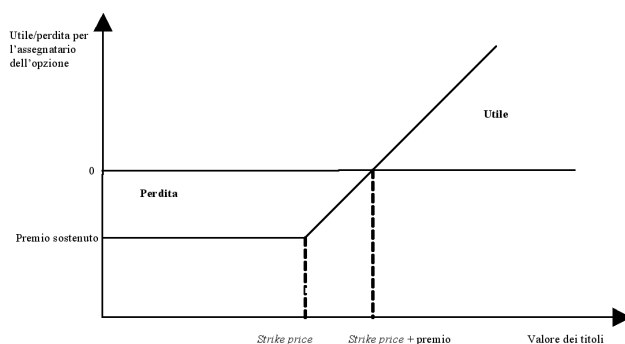


Figura 1 - Rischio per l'assegnatario dell'opzione

<sup>(10)</sup> Cfr., in tal senso, G.P. Baker, M.C. Jensen, K.J. Murphy, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, in *The Journal of Finance*, Vol. 43, n. 3, 1988, pagg. 606. In particolare, gli Autori osservano che "Compensation practitioners argue that fundamental changes in the 'corporate culture' occur when employees are made partial owners of the firm. The effects of these plans include 'rooting for the home team' and growing awareness of and interest in the corporate bottom line. We do not understand how these effects translate into increased productivity, nor do we have well-developed economic theory of the creation of corporate culture".

Nel caso in cui tale ultimo prezzo risulti inferiore allo *strike price*, il dipendente assegnatario dell'opzione non avrebbe alcuna convenienza ad esercitarla; pertanto, ne deriverebbe una perdita esattamente pari al premio sostenuto, ossia all'importo pagato per l'acquisto dell'opzione. Tale perdita permane, seppur in misura ridotta, per valori di mercato compresi tra lo *strike price* e lo *strike price* aumentato del premio pagato.

In particolare, la situazione di pareggio si raggiunge nel momento in cui il valore di mercato del titolo risulta pari alla somma dello *strike price* e il premio pagato: in tale evenienza, infatti, l'assegnatario dell'opzione ottiene un titolo il cui valore di mercato è pari al prezzo di acquisto. Una volta superato tale valore, l'utile realizzato aumenta proporzionalmente all'aumentare del valore di mercato delle azioni. Dalla parte del venditore (nel caso in esame, l'impresa), l'opzione *call* si espone al rischio di perdite potenzialmente illimitate, che crescono al crescere del prezzo di mercato dei titoli rispetto al valore dato dalla somma dello *strike price* e il premio pagato.

La parte di utile che il venditore può ricavare dall'opzione *call* è limitata al prezzo che l'acquirente ha sostenuto per l'esercizio dell'opzione. (Fig. 2).

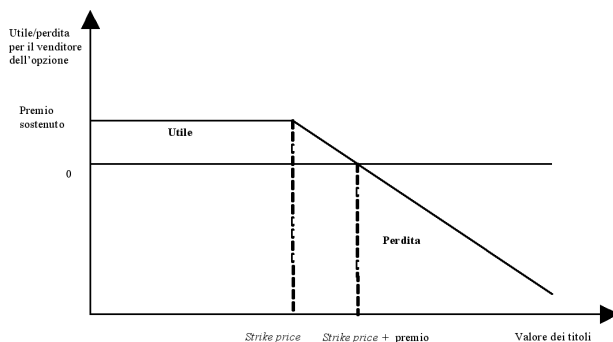


Figura 2 - Rischio per il venditore dell'opzione

Nella prassi delle *stock option*, tuttavia, spesso l'opzione viene concessa ai dipendenti senza alcun corrispettivo in denaro; in questo caso il rischio dell'opzione *call* per il dipendente assegnatario risulta ancora più favorevole, in quanto nel caso in cui il prezzo di mercato delle azioni sia inferiore a quello di esercizio, l'opzione non verrebbe esercitata. Il dipendente, pertanto, non subirebbe alcuna perdita mentre beneficerebbe di profitti sempre maggiori man mano che il valore dei titoli azionari cresce oltre lo *strike price* (Fig. 3).

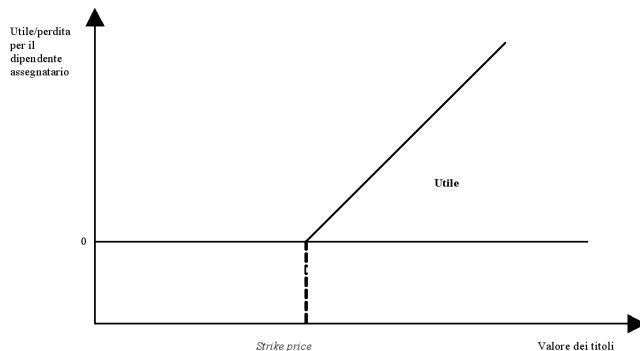


Figura 3 - Rischio per il dipendente assegnatario di una stock option gratuita

## 2.2. Vesting period

Nell'ambito di uno *stock option plan*, coerentemente con la funzione di incentivo di lungo termine di tale strumento, l'esercizio delle opzioni assegnate ai dipendenti non è consentito prima di un determinato periodo di tempo (c.d. *vesting period*). In particolare, l'impresa può prevedere che tutte le opzioni assegnate possono avere la stessa durata, ovvero può essere stabilita una maturazione progressiva a scadenze periodiche.

Il *vesting period* potrebbe essere prefissato anche in funzione di determinati obiettivi di *performance* raggiunti: in tal caso le opzioni assegnate matureranno solo nel momento in cui il dipendente avrà raggiunto tali obiettivi. Ciò premesso, si osserva come generalmente si prevede un *vesting period* pluriennale così da allineare, come detto, gli interessi del *management* con quelli degli azionisti al fine di incrementare il valore dell'azionariato dell'impresa<sup>(1)</sup>.

## 2.3. Il periodo di esercizio

A seguito della maturazione dell'opzione, trascorso il *vesting period*, lo *stock option plan* può prevedere un periodo obbligatorio entro il quale il dipendente deve necessariamente esercitare l'opzione ricevuta: trascorso tale periodo, le opzioni assegnate non potranno più essere esercitate.

Pertanto, maggiore risulta essere tale periodo di attesa, maggiori sono le possibilità che il dipendente possa ritrovarsi ad avere dei titoli con un

<sup>(1)</sup> Cfr., per una panoramica sull'argomento, C. Meo, *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, CEDAM, Padova, 2000.



valore superiore allo *strike price*; viceversa, a fronte di un periodo di esercizio particolarmente breve, aumentano i rischi per il dipendente stesso.

Alcune clausole, spesso utilizzate nella prassi statunitense, prevedono che le opzioni devono essere esercitate al momento della cessazione del contratto di lavoro, cosicché il dipendente non possa beneficiare degli incrementi di valore ad opera dei dipendenti che vi subentrano (c.d. clausola di *acceleration*).

Tale clausola da una parte è volta a dissuadere il dipendente ad interrompere il proprio rapporto di lavoro, dall'altra a tutelare l'esercizio anticipato dell'opzione in caso di specifiche vicende soggettive del dipendente, quali malattie, inabilità, ecc.

## 2.4. Il prezzo di esercizio (*strike price*)

Il prezzo di esercizio delle opzioni (*strike price*) è sicuramente l'elemento cardine di un piano di *stock option*, dal quale derivano i maggiori effetti economici, sia per il dipendente assegnatario che per l'impresa. Infatti, è da tale elemento che dipende il valore delle azioni per il dipendente, in quanto il valore dell'opzione risulta nullo nel caso in cui lo *strike price* è superiore al prezzo corrente di mercato delle azioni sottostanti; d'altra parte, al crescere del prezzo di borsa dei titoli, i profitti per l'assegnatario delle opzioni possono essere illimitati. Ciò premesso, il prezzo di esercizio, in via generale, è pari a quello di mercato al momento dell'assegnazione dell'opzione (in tal caso, l'opzione è detta *at the money*), anche se il *plan* potrebbe prevedere un prezzo di esercizio, fin dall'assegnazione dell'opzione, inferiore a quello di mercato (opzione *in the money*), ovvero più alto (opzione *out of the money*).

Da un punto di vista economico, si ritiene che i maggiori effetti incentivanti derivino da opzioni *out of the money*, anche se l'impresa, in tal caso, potrebbe correre il rischio di fissare un prezzo talmente alto da demotivare il dipendente in quanto l'opzione, al momento della sua emissione, potrebbe risultare priva (o quasi) di valore<sup>(12)</sup>. L'utilizzo di opzioni *in the money*, invece, è spesso stata criticata dalla dottrina<sup>(13)</sup> in quanto non è considerato uno strumento sufficientemente incentivante.

---

<sup>(12)</sup> Cfr. C. Meo, *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, CEDAM, Padova, 2000, pag. 52

<sup>(13)</sup> Cfr. G.S. Crystal, *In search of excess: the overcompensation of American executives*, New York, Norton, 1991.

Ciò premesso, a causa di inattesi deprezzamenti delle azioni, potrebbe verificarsi che le opzioni perdano completamente il loro valore al momento dell'emissione; in tali casi, tuttavia, l'impresa spesso rinegozia lo *strike price* in modo tale da renderlo nuovamente adeguato al mercato. Tale prassi è stata molto criticata negli Stati Uniti in quanto, attraverso le suddette pratiche di *repricing*, la componente di rischio per i dirigenti (che ai fini incentivanti dovrebbe sempre essere insita nel meccanismo delle *stock option*) veniva pressoché azzerata.

Il prezzo di esercizio, oltre a rivestire importanti riflessi economici per i dipendenti, è un parametro fondamentale anche per le imprese assegnatrici delle opzioni. In *primis*, si osserva come nel caso di opzioni aventi ad oggetto azioni di nuova emissione, la principale conseguenza per l'impresa è rappresentata dal fenomeno del c.d. "innaquamento" del capitale, in quanto l'offerta di azioni ai dipendenti ad un prezzo inferiore a quello di mercato conduce al sostenimento di un costo opportunità a carico dell'impresa, pari alla differenza tra il prezzo di mercato e lo *strike price*; qualora il prezzo delle azioni risulti inferiore anche al valore contabile delle stesse, si verifica una riduzione del valore di tutte le azioni in circolazione e, conseguentemente, il costo della remunerazione dei dipendenti non può che gravare sugli stessi azionisti.

Oltre all'innaquamento del capitale, si potrebbero verificare anche problematiche relative alla *governance* d'impresa, in quanto l'ingresso di nuovi soci riduce la quota partecipativa della precedente compagine sociale.

Pertanto, al fine di stabilire su quali soggetti gravi effettivamente la remunerazione dei dipendenti mediante opzioni, risulta determinante individuare la provenienza delle azioni assegnate. Infatti, nel caso in cui i titoli azionari oggetto del piano di *stock option* siano azioni già in circolazione, l'impresa dovrà privarsene (nel caso possedga già azioni proprie), ovvero acquistarle sul mercato, sostenendo di conseguenza un costo opportunità. Nel caso in cui, invece, le opzioni siano assegnate in relazione ad azioni di nuova emissione, l'onere ricadrebbe sugli azionisti, in quanto si presenterebbe, come sopra evidenziato, un rischio di diluizione del capitale di natura patrimoniale, nonché di controllo.

Tale innaquamento potrebbe intaccare anche il valore delle azioni; infatti, qualora l'emissione dei titoli in parola sia effettuata ad un prezzo superiore al valore contabile degli stessi, ma inferiore al livello di mercato, i dipendenti assegnatari delle opzioni, al momento di esercizio delle stesse, apporterebbero alla società un capitale inferiore a quello che si sarebbe potuto esigere dal mercato, con un inevitabile effetto sul valore delle azioni.

## 2.5. Holding period

Un piano di *stock option* può altresì prevedere dei vincoli relativi ai momenti successivi all'esercizio dell'opzione, ossia nel momento in cui le azioni sono ormai state assegnate. Infatti, seppur spesso tali restrizioni non vengano previste (con la conseguenza che i dipendenti hanno la facoltà di rivendere le proprie azioni in qualsiasi momento), è possibile che tali clausole vengano inserite stabilendo, ad esempio, dei vincoli temporali alla vendita delle stesse. La restrizione maggiormente utilizzata in tal senso è l'obbligo, posto dall'impresa, di detenere le azioni assegnate per un minimo periodo temporale (c.d. *holding period*), così da rafforzare il ruolo incentivante del piano adottato.

Una seconda tipologia di motivazione può essere quella di voler limitare il rischio di grosse vendite simultanee, così da limitare i rischi di eventuali ribassi borsistici; tale rischio, oltre ad essere proporzionale al numero di azioni possedute dai dipendenti, risulta influenzato anche dal prezzo di esercizio stabilito, in quanto maggiore risulta la differenza tra il prezzo di esercizio e il valore di mercato delle azioni più alto è l'incentivo, per i dipendenti, di smobilizzare immediatamente l'investimento<sup>(14)</sup>.

## 3. Profili fiscali dei piani di *stock option*: importanza da un punto di vista economico

L'assegnazione di strumenti finanziari ai dipendenti può generare ricadute di carattere fiscale sia in capo al soggetto assegnatario (in quanto tali strumenti vengono tassati come *fringe benefit*), che in capo all'impresa (nella misura in cui tale tipologia di remunerazione sia riconosciuta, o meno, quale componente negativa di reddito fiscalmente deducibile). In particolare, la stessa impresa potrebbe programmare una determinata tipologia di retribuzione del personale alla luce del minor carico fiscale che graverebbe complessivamente sul sistema impresa-dipendenti<sup>(15)</sup>; in tal modo, anche la leva fiscale potrebbe rappresentare una potenziale fonte di creazione di valore, fonte che risulterebbe del tutto autonoma e distinta rispetto a quelle analizzate nei paragrafi precedenti.

<sup>(14)</sup> Cfr. C. Meo, *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, op. cit.

<sup>(15)</sup> Cfr., sul punto, C.W. Smith, R.L. Watts, *Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans*, in *Australian Journal of Management*, 1983, Vol. 7, n. 2, consultabile su [http://www.agsm.edu.au/~cajm/8212/pdf/smith\\_wattsv7n2.pdf](http://www.agsm.edu.au/~cajm/8212/pdf/smith_wattsv7n2.pdf).

Sul punto si osserva che quando si analizza il potenziale vantaggio fiscale connesso ad una forma di retribuzione, è opportuno stabilire il trattamento fiscale, sia in capo al dipendente che in capo all'impresa, relativo ad ogni altra alternativa possibile. In special modo, risulta necessario stabilire il trattamento fiscale:

- in capo all'impresa, per la compravendita di azioni proprie (qualora lo *stock option plan* riguardi azioni già in circolazione);
- in capo al dipendente assegnatario;
- relativo alle plusvalenze, ovvero minusvalenze, realizzate a seguito della compravendita delle azioni;
- relativo agli eventuali interessi passivi pagati sui debiti contratti.

Individuate le variabili da prendere in considerazione, come dibattuto in dottrina<sup>(16)</sup>, non è ben chiaro quale sia l'effetto economico per l'impresa derivante dall'assegnazione di azioni, ovvero *stock option*, ai dipendenti. E' dibattuto, infatti, se la differenza tra il prezzo di acquisto delle azioni proprie sostenuto dall'impresa e l'eventuale prezzo pagato dal dipendente per l'esercizio dell'opzione sia, per l'impresa, fiscalmente deducibile. Tale problematica è stata ulteriormente incrementata a seguito dell'introduzione dell'IFRS 2 da parte dello IASB<sup>(17)</sup>. Relativamente al trattamento fiscale riservato al dipendente, il costo del capitale privo di rischio è pari ad  $r$ , mentre il fattore di attualizzazione all'anno  $t$  dei *cash flow* privi di rischio realizzati all'anno  $T$  è pari a:

$$\frac{1}{e^{rL}}$$

dove  $L = T - t$  rappresenta la durata del periodo preso in considerazione. Qualora il dipendente decidesse di cedere le azioni assegnate a seguito dell'esercizio dell'opzione, si realizzerebbe in capo allo stesso una plusvalenza, ovvero una minusvalenza; nel caso in cui si realizzi una plusvalenza, in quanto la differenza tra il prezzo di vendita dell'azione

<sup>(16)</sup> Cfr. F. Marchetti, *Stock option. Profili fiscali*, Archivio Ceradi, LUISS Guido Carli. In particolare, a pag. 21 l'Autore osserva che "In linea meramente teorica, non può disconoscersi che le eventuali differenze tra il prezzo pagato per l'acquisto delle azioni e il prezzo pagato dal dipendente al momento dell'esercizio dell'opzione dovrebbero assumere rilevanza reddituale. Deve peraltro tenersi conto che, di regola, nel caso di piani di *stock option* si dubita che gli eventuali costi sostenuti dal datore di lavoro siano da esso deducibili, non rientrando propriamente fra le "spese per prestazioni di lavoro" deducibili ai sensi dell'art. 62 del TUIR, ma rappresentando destinazione di utili".

<sup>(17)</sup> Cfr., sul punto, il Capitolo 4.

e il prezzo di esercizio dell'opzione risulti essere positiva, sarà applicata su tale *capital gain* un'aliquota che, nella normativa italiana, sarebbe generalmente pari al 12,5%, in quanto nella maggior parte dei casi si tratterebbe di una cessione di azioni "non qualificate"<sup>(18)</sup>.

Qualora alla scadenza il prezzo dell'azione sottostante sia superiore al prezzo di esercizio dell'opzione, il valore dell'azione (c.d. *pay-off*) al netto dell'imposta realizzato dal possessore dell'opzione sarà pari a:

$$(S_T - X) - (S_T - X - C_t)T_{cg}$$

Che può essere riscritto anche nella seguente formula:

$$(S_T - X)(1 - T_{cg}) + T_{cg}C_t$$

dove  $S_T$  è il prezzo dell'azione sottostante alla data di scadenza dell'opzione,  $X$  è il prezzo di esercizio,  $C_t$  è il prezzo di acquisto dell'opzione e  $T_{cg}$  l'aliquota di imposta applicata al *capital gain* realizzato. Nel caso in cui il prezzo  $S_T$  dell'azione sottostante fosse inferiore a quello  $X$  di esercizio, l'opzione sarebbe scaduta senza essere esercitata e la minusvalenza realizzata dal dipendente sarebbe stata pari all'intero costo sostenuto al tempo 0 per l'acquisto dell'opzione. Di conseguenza, la deducibilità fiscale di tale minusvalenza contribuirebbe alla riduzione delle imposte dovute pari a  $T_{cg}C_t$ .

Il *pay-off* realizzato alla scadenza dal possessore dell'opzione può, pertanto, essere riassunto nei seguenti termini:

$$(S_T - X)(1 - T_{cg}) + T_{cg}C_t$$

nel caso in cui  $S_T > X$

$$T_{cg}C_t$$

nel caso in cui  $S_T \leq X$ .

Infine, si osserva che il pagamento di interessi sui debiti contratti dal dipendente non rappresenta un evento fiscalmente rilevante e, pertanto, gli interessi non rilevano ai fini della determinazione dell'imponibile fiscale.

<sup>(18)</sup> Cfr., art. 67 – rubricato "Redditi diversi" – del D.P.R. del 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR).

Partendo da tali considerazioni, nel corso del 2006, è stato svolto uno studio<sup>(19)</sup>, presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, attraverso il quale si è analizzata la possibilità di creare valore in Italia, attraverso la leva fiscale, mediante l'adozione di differenti strumenti che permettono la diffusione di azionariato ai dipendenti. In particolare, è stato osservato che nell'ambito della normativa fiscale italiana, la tipologia retributiva alla quale possono essere ricondotti i maggiori risparmi d'imposta è rappresentata dalle *stock option* c.d. *at the money*, ovvero quelle *out of the money*.

Un regime fiscale particolarmente svantaggioso, invece, è previsto in caso di assegnazione di *stock option in the money*: in tal caso è stato stimato uno svantaggio, rispetto alle tipologie sopra menzionate, di circa il 20% della retribuzione erogata in tali forme.

Inoltre, è stato evidenziato come in base all'aliquota marginale di tassazione del dipendente è possibile delineare, in un'ottica fiscale, quale sia lo strumento ideale per la diffusione dell'azionariato all'interno dell'impresa, a seconda che gli assegnatari appartengano al *top-management*, ovvero alle fasce sottostanti.

Nel primo caso, supponendo la presenza di aliquote fiscali di imposizione piuttosto elevate, lo strumento privilegiato sembrerebbe essere quello delle tradizionali *stock option*; nel secondo caso, invece, è stato evidenziato come per i dipendenti che abbiano aliquote di imposta più contenute il vantaggio fiscale delle *stock option* si riduce fino a diventare negativo e, di conseguenza, sarebbe consigliabile prevedere strumenti alternativi quali gli *stock appreciation rights* (SAR)<sup>(20)</sup> e i *phantom stock*<sup>(21)</sup>.

---

<sup>(19)</sup> Cfr. S. Bozzi, *Stock Option*, Università Bocconi, 2006, pagg. 257 e ss.

<sup>(20)</sup> Gli *stock appreciation rights* rappresentano il diritto di ricevere, al termine di un periodo definito, l'equivalente *cash* dell'apprezzamento del titolo di riferimento nel corso del piano. L'apprezzamento è misurato come la differenza tra il *market value* al momento dell'assegnazione ed il valore dell'azione al momento dell'esercizio. Lo strumento prevede un periodo di *vesting* e di *exercise*.

<sup>(21)</sup> Con i c.d. *phantom stock plan*, la società programma l'erogazione di un bonus in danaro al dipendente collegandolo alle variazioni del prezzo di listino delle azioni in un dato periodo di tempo. In realtà, il *phantom stock plan* non costituisce un'operazione per assegnare azioni ai dipendenti, in quanto non determina alcuna attribuzione di titoli, ma solo l'erogazione di una somma di danaro legata all'andamento delle azioni. Cfr., sul punto, L. Troiano e C.B. Vanetti, *Azionariato ai dipendenti e stock options: le soluzioni offerte dal nostro diritto delle società*, in *Le Società*, 2001.

## 1. Principi costituzionali

La possibilità per i lavoratori di partecipare alla gestione, nonché alla partecipazione al capitale, delle imprese trova riconoscimento nella stessa Costituzione italiana agli artt. 46 e 47; seppur in tali articoli non venga esplicitamente fatto riferimento all'istituto delle *stock option*, è possibile trarre alcune considerazioni in merito. In particolare, l'art. 46 della Costituzione dispone che “*ai fini della elevazione economica e sociale del lavoro 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*”.

In altri termini, la Costituzione riconosce il diritto per i lavoratori a collaborare alla gestione di impresa riservando, tuttavia, al Legislatore ordinario la facoltà di definirne le modalità, nonché i limiti. Sul punto, è opportuno osservare come nel corso dei lavori dell'Assemblea Costituente fu espressamente deciso di non inserire, nella versione definitiva del citato art. 46, il diritto alla partecipazione agli utili per i lavoratori, in quanto ciò avrebbe costituito, a parere delle maggiori correnti costituzionali del tempo, un ostacolo all'azione sindacale, nonché alla solidarietà di classe<sup>(22)</sup>.

Al riguardo, parte della dottrina<sup>(23)</sup> ha osservato come solo un'interpretazione “evolutiva” dell'art. 46 permetterebbe di ricomprendere nel dettato costituzionale anche il possesso di partecipazioni societarie da parte dei lavoratori; secondo altra

---

<sup>(22)</sup> Cfr., sul punto, L. Ponti e R. Bogoni, *Trasferimento di partecipazioni sociali. Stock option, stock grant, stock purchase*, in I Nuovi Contratti nella Prassi Civile e Commerciale, pagg. 58 e ss.; A. Alaimo, *La partecipazione azionaria dei lavoratori*, Giuffrè, Milano, 1998, pagg. 86; T. Treu, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in Giur. comm., 1988, pagg. 785 e ss.

<sup>(23)</sup> Cfr. A. Alaimo, op. cit., pag. 86.

dottrina<sup>(24)</sup>, invece, l'indeterminatezza della norma in esame non permetterebbe di escludere a priori dalla Costituzione alcuna forma di partecipazione, *“neppure quella finanziaria realizzata attraverso il possesso di quote azionarie o simili”*.

Ancor più generico sembrerebbe quanto disposto dall'art. 47 della Costituzione, ossia che *“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 e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”*. Infatti, l'inciso *“Favorisce l'accesso (...) al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”* parrebbe riconducibile solo in via indiretta ai lavoratori, in quanto la norma, in senso più ampio, sembra fare riferimento ad una categoria ben più ampia di soggetti.

Non parrebbe possibile, inoltre, far rientrare l'istituto delle *stock option* nell'ambito applicativo di cui all'art. 36<sup>(25)</sup> della Costituzione, il quale impone al datore di lavoro di corrispondere una retribuzione proporzionata alla quantità, nonché alla qualità, del lavoro del prestatore. Come evidenziato, infatti, l'istituto in parola può configurarsi come un compenso in natura la cui corresponsione risulta essere solo eventuale in quanto non sorge un vero e proprio diritto, per il dipendente, alla sua percezione se non in presenza di una determinata scelta aziendale, espressa mediante delibera assembleare. Ne consegue che la componente retributiva derivante dalle *stock option* non parrebbe potersi configurare con la nozione di retribuzione nell'ottica della disposizione costituzionale in quanto – essendo eventuale e variabile – non può configurarsi quale

<sup>(24)</sup> Cfr. T. Treu, op. cit., pag. 785. In particolare, l'Autore osserva come *“il travaglio delle vicende e delle riflessioni in tema di partecipazione è riflesso pienamente nella norma costituzionale dell'art. 46 che costituisce tuttora l'unico testo fondativo in materia. La Costituente, come noto, registra ampiamente il dissenso, esistente fra le maggiori correnti costituzionali, circa il modo di concepire la partecipazione fra capitale e lavoro nell'impresa. 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. 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”*.

<sup>(25)</sup> Cfr. art. 36 della Costituzione della Repubblica Italiana il quale dispone, tra l'altro, che *“Il lavoratore ha diritto ad una retribuzione proporzionata alla quantità e qualità del suo lavoro e in ogni caso sufficiente ad assicurare a sé e alla famiglia un'esistenza libera e dignitosa”*.



componente retributiva “*proporzionata alla quantità e qualità del lavoro*”, che consenta un’esistenza libera e dignitosa<sup>(26)</sup>. Alla luce di tali considerazioni, pertanto, è possibile concludere che mancando a livello costituzionale – per una scelta politica di fondo – un riconoscimento esplicito alla partecipazione azionaria dei dipendenti, questo è rimesso esclusivamente, in quanto a contenuti e disciplina, alla sola normativa di carattere ordinario.

## 2. Disciplina civilistica e societaria

L’azionariato ai dipendenti con il quale, come accennato, può configurarsi la disciplina dei piani di *stock option*, è disciplinato dal nostro ordinamento agli artt. 2349<sup>(27)</sup> e 2441, comma 8<sup>(28)</sup>, del Codice Civile. In

---

<sup>(26)</sup> Nell’esperienza italiana le *stock option* non possono sostituire del tutto la retribuzione ordinaria (e monetaria) del lavoratore, ma vanno inquadrate come un beneficio aggiuntivo, nonché migliorativo, al trattamento economico del dipendente. Nella prassi anglosassone, invece, tale strumento spesso riveste un ruolo centrale, a volte anche esclusivo, nella remunerazione dei dipendenti (in special modo dei dirigenti). Come osservato da parte della dottrina (Cfr. G. Andreani, *Fringe Benefit e Stock Option, Prassi contabile, trattamento fiscale e previdenziale*, Egea, Milano, 2002, pag. 72), qualora in l’Italia venisse accolta la medesima impostazione, potrebbero sorgere alcuni problemi di costituzionalità dello strumento in commento in quanto potrebbe venir meno il citato carattere di “*proporzionalità*”.

<sup>(27)</sup> Cfr. art. 2349 del Codice Civile, rubricato “*Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro*”, il quale dispone che “*Se lo statuto lo prevede, l’assemblea straordinaria può deliberare l’assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti delle società o di società controllate mediante l’emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di 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. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente [primo comma]. L’assemblea straordinaria può altresì 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 [secondo comma]*”.

<sup>(28)</sup> Cfr. art. 2441 del Codice Civile, rubricato “*Diritto di opzione*”. In particolare, il comma 8 dispone che “*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 o di società che la controllano o che sono da essa controllate. L’esclusione dell’opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma*”.

sintesi, l'art. 2349 prevede l'assegnazione, in via straordinaria, di utili ai prestatori di lavoro mediante un'attribuzione gratuita di azioni di nuova emissione; il comma 8, dell'art. 2441, invece, consente all'impresa di offrire – ai medesimi soggetti, ma questa volta a pagamento – diritti di opzione per l'acquisto di titoli partecipativi dell'impresa stessa.

Accanto a tali disposizioni possono collocarsi altri istituti civilistici che, seppur non direttamente collegati con l'azionariato dei dipendenti, possono essere utilizzati per favorire la diffusione di partecipazioni ai lavoratori. In primo luogo, è possibile richiamare quanto contenuto all'art. 2357 del Codice Civile in materia di acquisto di azioni proprie da parte delle società, al fine di devolvere ai dipendenti azioni proprie acquistate sul mercato. Inoltre, l'art. 2358, comma 3<sup>(29)</sup>, consente alla società di accordare prestiti, nonché fornire garanzie, ai prestatori di lavoro per l'acquisto di azioni proprie (sempre nel limite, tuttavia, degli utili distribuiti e delle riserve disponibili in base all'ultimo bilancio approvato).

### 2.1. Emissione di azioni a titolo gratuito (art. 2349 c.c.)

Come accennato, l'art. 2349 c.c. prevede la possibilità per la società di deliberare un'assegnazione, mediante delibera dell'assemblea straordinaria, di utili ai prestatori di lavoro attraverso l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi e con contestuale aumento del capitale sociale, di speciali categorie di azioni. In altri termini, tali piani costituiscono un atto di liberalità verso i dipendenti e, pertanto, non rispondono ad un'esigenza di ricapitalizzazione dell'impresa, bensì possono essere realizzati al fine di incentivare i dipendenti ad un aumento della produttività. Ad ogni modo va premesso che, accogliendo un'interpretazione restrittiva della nozione di “piani di *stock option*”, l'emissione di azioni ai dipendenti a titolo gratuito non sembrerebbe rientrare in tale categoria, in quanto oggetto dell'art. 2349 c.c. sono soltanto le azioni assegnate immediatamente ai dipendenti; di conseguenza, verrebbe a mancare un requisito fondamentale che

---

<sup>(29)</sup> Cfr. art. 2358 del Codice Civile, rubricato “*Altre operazioni sulle proprie azioni*”. In particolare, il comma 3 dispone che “*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*”.

caratterizza i piani di *stock option*, ossia la presenza del c.d. *vesting period* fra la data della deliberazione dello stesso piano e la data di esercizio della facoltà di acquisto delle azioni.

Da un punto di vista procedurale, l'assemblea straordinaria può deliberare essa stessa l'aumento di capitale necessario, rimettendo al consiglio di amministrazione di stabilire le modalità di attuazione del piano, ovvero può deliberare l'importo massimo degli utili da distribuire, attribuendo al consiglio di amministrazione (con apposita modifica dell'atto costitutivo), ai sensi dell'art. 2443<sup>(30)</sup>, la facoltà di deliberare, in una o più volte e per una durata massima fino a cinque anni, l'aumento gratuito di capitale. A seguito di tale aumento la società dovrà rideterminare il valore unitario delle azioni in quanto si avrà, necessariamente, un decremento delle stesse; per tale ragione è stato notato in dottrina<sup>(31)</sup> che l'attuale normativa sull'azionariato ai dipendenti può far emergere problematiche di conflitto di interessi fra i nuovi azionisti, ossia i dipendenti, e i precedenti azionisti, così da determinare una disparità di trattamento fra gli uni e gli altri, potendosi configurare profili di incostituzionalità per violazione del principio di uguaglianza.

L'atto costitutivo, ovvero la delibera di ammissione, stabilisce liberamente i diritti spettanti ai lavoratori azionisti. Secondo l'opinione prevalente, tali soggetti possono avere i medesimi diritti degli azionisti ordinari, ovvero possono avere un diritto di voto limitato; è dibattuto, invece, se agli stessi deve riconoscersi, o meno, il diritto di opzione.

Nella prassi è frequente la previsione di una particolare disciplina relativa al trasferimento di tali azioni. In particolare, viene spesso prevista la possibilità di effettuare tale trasferimento esclusivamente a favore di altri dipendenti della società emittente, e solo a seguito di approvazione dell'assemblea dei soci, ovvero dal consiglio di amministrazione; in tal modo si vuole evitare che le azioni emesse sfuggano al controllo della società. Per dirimere tali problematiche, in talune occasioni, viene previsto, anche per agevolare il dipendente, che la società stessa acquisti le azioni assegnate (c.d. riscatto delle azioni assegnate).

---

<sup>(30)</sup> Cfr. art. 2443 c.c., rubricato "Delega agli amministratori". In particolare il comma 1, primo periodo, dispone che "Lo statuto può attribuire agli amministratori la facoltà di aumentare in una o più volte il capitale fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni dalla data dell'iscrizione della società nel registro delle imprese".

<sup>(31)</sup> Cfr. A. Toffoletto, *I piani di azionariato per i dipendenti e il regime delle stock option*, Atti del convegno di Milano, 28-29 ottobre 1999.

Ciò premesso è opportuno effettuare alcune considerazioni critiche. *In primis*, è possibile rilevare come quanto contenuto all'art. 2349 si trova in contrasto con la regola generale – sancita dall'art. 2442, comma 2, c.c. – secondo la quale negli aumenti gratuiti di capitale sociale i titoli di nuova emissione devono essere attribuiti gratuitamente agli azionisti, in misura proporzionale alle azioni già possedute<sup>(32)</sup>. In secondo luogo, si osserva come lo strumento indicato all'art. 2349 non abbia avuto, nella prassi, una larga diffusione. Sul punto parte della dottrina<sup>(33)</sup> ha evidenziato che le motivazioni di ciò possono essere rinvenute nell'ambiguità dell'inciso utilizzato per definire la tipologia di azioni attribuibili ai dipendenti (ossia “speciali categorie di azioni”), nonché ai dubbi che potrebbero sorgere con riferimento alla possibilità di privare le azioni in commento del diritto di voto.

Un'altra motivazione potrebbe discendere dal fatto che l'impiego di una quota di utili da destinare all'aumento gratuito del capitale sociale possa incidere negativamente sul c.d. *pay out*<sup>(34)</sup> dell'impresa e, di conseguenza, potrebbe incidere negativamente sulla consistenza dell'utile distribuibile. Particolarmente penalizzati sembrerebbero essere gli azionisti di minoranza per i quali, spesso, le azioni possedute rappresentano un investimento apprezzato per il relativo flusso di dividendi che ne potrebbe derivare.

## 2.2. Azionariato a pagamento (*stock option* in senso stretto)

### 2.2.1. Predisposizione e realizzazione dei piani

Da un punto di vista civilistico, gli strumenti giuridici a disposizione delle imprese al fine di realizzare i veri e propri piani di *stock option* (almeno nella nozione stretta del termine) risultano essere quelli di cui agli artt. 2358, ultimo comma, e 2441, ultimo comma, c.c., che saranno esaminati nei successivi Paragrafi; in questa sede risulta utile fornire una panoramica

---

<sup>(32)</sup> Cfr., in dottrina, A. Alaimo, op. cit., pagg. 92.

<sup>(33)</sup> Cfr. L. Ponti e R. Bogoni, op. cit., pagg. 62 e 63; M. Bione, *Le azioni*, in “Trattato delle società per azioni” diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, II, *Azioni – Gruppi*, tomo 1, Torino, 1991, pagg. 90 e 91.

<sup>(34)</sup> Per *pay out* si intende un indicatore che esprime il rapporto tra la somma dei dividendi distribuiti agli azionisti e l'utile complessivo conseguito nell'esercizio. Cfr. F. Allen, R. Michaely, *Payout Policy*, *Financial Institutions Center*, 2002.

della disciplina dei piani in commento soffermandosi, in modo particolare, su quelle che sono le fasi, nonché gli adempimenti procedurali, circa l'approvazione dei principali elementi distintivi che devono caratterizzare gli *stock option plans*.

- *Predisposizione del piano*

La predisposizione del piano, contenente le specifiche modalità di attuazione, è curata dagli amministratori, ovvero dal consiglio di amministrazione, che può costituire al suo interno un apposito comitato. Tale comitato si occuperebbe di eseguire tutte le analisi e le stime ritenute necessarie per la redazione del piano raccogliendo, inoltre, tutte le informazioni sulla probabilità di successo dello *stock option plan* fra i dipendenti, nonché i relativi effetti positivi per la gestione e lo sviluppo dell'impresa.

- *Informazioni ai dipendenti*

Nella normativa civilistica non viene fatto nessun riferimento ad oneri di informazione relativamente alle azioni non quotate, mentre per le azioni quotate nei mercati regolamentati devono essere osservate le disposizioni contenute nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58) in tema di sollecitazione al pubblico risparmio, che prevedono una dettagliata informativa alla Consob, nonché al pubblico dei risparmiatori (su tale argomento ci si soffermerà in seguito).

- *Deliberazione del piano*

A seguito della fase di predisposizione e quello di pubblicità, avviene la vera e propria fase deliberativa del piano, la quale necessita di una delibera da parte degli organi societari competenti che autorizzino l'emissione delle azioni, nonché le condizioni relative all'attuazione del piano. In particolare, tale delibera deve stabilire:

- i destinatari dell'offerta;
- il numero di azioni, ovvero dei diritti di opzione, da assegnare ai dipendenti;
- le modalità di emissione dei titoli;
- l'ammontare del prezzo di esercizio (c.d. *strike price*);
- la durata del piano, ossia l'arco temporale che intercorre tra la data

di assegnazione dei diritti di opzione e la data prevista per il loro esercizio (c.d. *vesting period*);

- la data di esercizio dell'opzione, ovvero dell'acquisto (c.d. *exercise date*);
- il valore da riconoscere alle azioni e i criteri per la sua determinazione;
- il periodo che deve intercorrere tra l'assegnazione delle azioni e la cessione delle stesse (c.d. *holding period*).

- *Attuazione del piano*

La fase di attuazione del piano è curata, in generale, dagli amministratori, ai quali spetta il compito di dar seguito alle delibere assembleari.

### 2.2.2. Emissione di azioni a pagamento (art. 2441, comma 8. c.c.)

L'assemblea straordinaria, come accennato, può deliberare l'emissione di nuove azioni a pagamento offrendole, ai sensi dell'art. 2441, comma 8. c.c., ai dipendenti della società con esclusione del diritto di opzione per gli azionisti ordinari. Tale disposizione, pertanto, si distingue nettamente dalla disciplina *ex art.* 2343 c.c. in quanto l'aumento di capitale sociale avviene a fronte di azioni pagate dai dipendenti, e non assegnate a titolo gratuito.

Nella sostanza, l'azionariato a pagamento può essere equiparato ad un contratto a titolo oneroso (in quanto a fronte di un trasferimento di azioni vi è un effettivo esborso di denaro da parte del beneficiario) nonché di natura unilaterale (in quanto i beneficiari non possono in alcun modo influire sulla determinazione del contenuto e delle condizioni dei piani).

In particolare, si osserva che solo i piani di azionariato redatti ai sensi dell'art. 2441, comma 8. c.c. possono configurarsi come veri e propri piani di *stock option*, in quanto risultano gli unici che ne riprendono tutte le caratteristiche essenziali. Nella prassi, infatti, nei piani redatti in conformità della disciplina in parola, vengono attribuite delle opzioni ai lavoratori dipendenti mediante le quali questi ultimi hanno la facoltà di acquistare, ad una scadenza prefissata, un determinato numero di azioni; pertanto, tra la data di assegnazione delle opzioni e quella dell'esercizio delle medesime, intercorre un predeterminato lasso temporale (*vesting period*). Sul punto, si osserva come l'acquisto dei titoli in commento, generalmente, risulta molto vantaggioso per i dipendenti, in quanto si

ritrovano a poter acquistare azioni ad un prezzo nettamente inferiore a quello di mercato; in particolare, l'esercizio dell'opzione sarà tanto più conveniente quanto le azioni, nel corso del *vesting period*, registreranno un incremento di valore, in modo tale che il dipendente lavoratore possa lucrare sulla differenza di valore tra il prezzo di acquisto pagato e l'eventuale maggiore valore di mercato dei titoli.

La *ratio* di tale strumento, pertanto, non può che essere quello di incentivare la forza lavoro, nonché di accrescere la "*fedeltà*" dei singoli lavoratori.

Relativamente ai *quorum* costitutivi, nonché deliberativi, dell'assemblea straordinaria si osserva che:

- fino ad  $\frac{1}{4}$  delle azioni di nuova emissione, l'assemblea straordinaria delibera con le maggioranze normalmente previste;
- oltre  $\frac{1}{4}$  delle azioni di nuova emissione, la delibera deve essere approvata da oltre la metà del capitale sociale, anche in seconda e successive (qualora lo statuto ne preveda) convocazioni.

Per le società quotate, invece, l'art. 134, comma 2, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.), stabilisce che l'assemblea straordinaria delibera con le normali maggioranze nel caso in cui l'aumento riservato ai dipendenti non eccede l'1% del capitale nominale sottoscritto alla data della delibera, con le maggioranze rafforzate (più della metà del capitale sociale sia in prima, che in seconda e terza convocazione) qualora eccedente.

Contestualmente alla delibera di aumento l'assemblea delibera sull'opportunità di optare per un'offerta generalizzata, ovvero ristretta, ed individua i requisiti richiesti ai dipendenti al fine di essere ammessi alla sottoscrizione dei titoli. Sul punto, è possibile osservare che la norma, facendo riferimento in generale "*ai dipendenti della società*", ha voluto lasciare una certa discrezionalità alle società circa la categoria di dipendenti ai quali rivolgere l'offerta. A commento dell'offerta di azioni a pagamento ai dipendenti lavoratori è intervenuta, in materia di società quotate, la stessa Consob con Comunicazione del 15 febbraio 2000 n. 11508.

In particolare, è stato chiarito che agli aumenti di capitale, riservati ai dipendenti, non si applica quanto disposto dall'art. 2441, comma 6, c.c., e di conseguenza:

- non trovano applicazione, almeno in via generale, gli adempimenti richiesti prima della delibera di approvazione del piano (ossia, relazione illustrativa degli amministratori sulla proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione; trasmissione della relazione al collegio sindacale almeno 30 giorni prima dello svolgimento

dell'assemblea; parere dei sindaci da depositare, presso la sede della società almeno 15 giorni prima dell'assemblea);

- 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.

Inoltre la Consob riconosce la facoltà, per l'impresa, di prevedere che la sottoscrizione riservata ai dipendenti possa essere esercitata a scadenza fissa, nonché entro un arco temporale predefinito che può essere di breve o di medio e lungo termine.

- *Esclusione del diritto di opzione*

Carattere particolarmente distintivo della normativa in parola è dato dalla possibilità di escludere dal diritto di opzione gli azionisti ordinari; al riguardo, si osserva come tale disposizione si trovi in contrasto con la regola di portata generale contenuta nel comma 1 dell'art. 2441 c.c., ossia che le azioni di nuova emissione devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Tale deroga non può che sottolineare l'intento del Legislatore di incentivare, all'interno delle imprese, l'utilizzo di tale strumento; infatti, è lo stesso comma 5 dell'art. 2441 c.c. a disporre che qualora l'interesse della società lo esiga, *“il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale”*. Del resto in tal modo si è voluta stabilire una sorta di presunzione legale di rispondenza all'interesse sociale del sacrificio del diritto di opzione a favore dei dipendenti (Cfr. Tribunale di Milano, 5 ottobre 1998). Ulteriori contrasti potrebbero emergere con riferimento alla regola generale in materia di sovrapprezzo contenuta all'art. 2431 c.c., la quale dispone che le somme percepite dalla società per l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale, non possono essere distribuite fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il limite stabilito dall'articolo 2430 c.c., ossia il quinto del capitale sociale. Infatti, l'obbligo di stabilire un prezzo superiore al valore nominale delle azioni previsto, in via generale, nei casi di esclusione del diritto di opzione dei soci, non sembra sorgere nell'ipotesi in cui l'esclusione venga compiuta al fine di favorire l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti<sup>(35)</sup>. Tuttavia, va ricordato che

---

<sup>(35)</sup> Cfr., sul punto, A. Alaimo, op. cit., pag. 93; G. Acerbi, op. cit., pag. 1221. In particolare G. Acerbi osserva che *“...Omissis... è ormai pressoché pacifico che l'aumento del capitale riservato ai dipendenti possa avvenire senza sovrapprezzo o con sovrapprezzo inferiore a quello*



l'art. 2346 c.c., comma 5, stabilisce che in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale; pertanto, il prezzo di acquisto delle azioni da parte dei dipendenti, nella migliore delle ipotesi, corrisponderà al valore nominale delle azioni.

### 2.2.3. Assegnazione di azioni già esistenti (art. 2357 e 2358 c.c.)

Come già evidenziato, l'assemblea può deliberare un acquisto sul mercato di proprie azioni e successivamente cederle, a titolo gratuito ovvero a pagamento, ai dipendenti propri o di società controllanti o controllate. Tra le agevolazioni offerte ai dipendenti per favorire l'acquisto di azioni si annoverano, ad esempio, l'offerta di mutui a tassi agevolati accessi presso istituti di credito, anticipi sul TFR, dilazioni, sempre a tasso agevolato, mediante trattenute sullo stipendio.

In particolare, si osserva come tale tipologia di azionariato si distingue dalle altre in quanto riguarda azioni già in circolazione e non azioni di nuova emissione trovando applicazione, pertanto, il regime in materia di acquisto di azioni proprie contenuto agli artt. 2357 e ss. c.c. Sul punto, è utile ricordare le ordinarie limitazioni in tema di acquisto, ovvero sottoscrizione, di azioni proprie, che sono di seguito sintetizzate:

- la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato;
- possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate;
- l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria, la quale ne fissa le modalità indicando, in particolare, il numero massimo di azioni da acquistare, la durata (non superiore ai diciotto mesi) per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

---

*da fissarsi in caso di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione «quando l'interesse della società lo esige» ...Omissis...». Secondo l'Autore, infatti, in quanto "...Omissis... da un lato l'8° comma dell'art. 2441, c.c. non richiama il 6° comma sull'obbligo di sovrapprezzo, dall'altro lato vi è una presunzione ex lege di conformità all'interesse sociale. O meglio, questa conformità è l'ipotesi normale perché l'utilità dell'offerta preferenziale ai dipendenti per l'esercizio in comune dell'attività economica «si spiega da sè», salvo prova del contrario, e vi è un fattore sintomatico di corrispettività 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».*

Inoltre, nel caso di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il valore nominale delle azioni acquistate non può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto, a tal fine, anche delle azioni possedute da società controllate. Il limite in parola è stato ristretto alle sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio dal recente Decreto Legislativo 4 agosto 2008, n. 142<sup>(36)</sup>; prima di tale Decreto, che ha dato attuazione alla direttiva Europea 2006/68/CE, il limite quantitativo in commento era esteso a tutte le società per azioni.

L'offerta di vendita di azioni proprie, inoltre, deve avvenire secondo quanto disposto dall'art. 2357-ter, comma 1, c.c., previa deliberazione dell'assemblea ordinaria, la quale deve stabilirne le relative modalità. Non sembrerebbe necessaria, invece, alcuna delibera assembleare nel caso di vendita di azioni della controllante (ovvero della controllata) in quanto tale atto, potendosi configurare esclusivamente come un mero atto di gestione, rientrerebbe nella piena competenza degli amministratori<sup>(37)</sup>. Le azioni acquistate dalla società e, successivamente, offerte ai dipendenti, costituiscono per questi ultimi dei veri e propri benefici in natura che si contraddistinguono in due principali modalità di offerta, ossia offerta pubblica con diritto di prelazione e offerta pubblica riservata ai dipendenti. Nel caso di offerta pubblica con diritto di prelazione, i dipendenti hanno la facoltà di acquistare una parte delle azioni offerte al pubblico. Tale diritto può riguardare un quantitativo di azioni a loro riservato, oppure può consistere in una preferenza nei tempi di presentazione delle domande di acquisto, ovvero di sottoscrizione, di predeterminati quantitativi di titoli. Nel caso di offerta pubblica riservata ai dipendenti, invece, la società ha piena libertà di scelta circa i lavoratori a cui offrire le azioni, nonché le modalità e la tempistica con cui procedere all'assegnazione.

Infine si osserva che il prezzo di vendita ai dipendenti, proprio perché non si tratta di azioni di nuova emissione, non pare sia soggetto al limite del valore nominale<sup>(38)</sup>. Tuttavia, è dibattuto in dottrina se il prezzo di cessione debba<sup>(39)</sup>, o meno, rispettare il limite del costo storico qualora lo

---

<sup>(36)</sup> Cfr. art. 1 del Decreto Legislativo 4 agosto 2008, n. 142, rubricato *“Attuazione della direttiva 2006/68/CE, che modifica la direttiva 77/91/CEE relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale”*.

<sup>(37)</sup> Cfr. F. Tundo, *Le c.d. Stock Options nell'imposizione sui redditi: problematiche interpretative e profili applicativi*, in *Dir. e Prat. Trib.*, n. 1/2001, Parte I, pag. 86.

<sup>(38)</sup> Cfr. Troiano e Vanetti, *op. cit.*, pag. 824.

<sup>(39)</sup> Cfr., in tal senso, G. Acerbi, *op. cit.*, pagg. 1227, il quale sostiene che per

stesso sia inferiore a quello di mercato. Sul punto parrebbe ragionevole ritenere che se è da ritenersi possibile l'attribuzione di azioni ai dipendenti a titolo gratuito, a maggior ragione è possibile cedere azioni ad un prezzo inferiore al valore di bilancio.

#### 2.2.4. Assegnazione di azioni nell'ambito del gruppo societario

Ai dipendenti possono essere offerte azioni anche da parte di altre società del gruppo; in particolare si osserva come tali azioni, che devono essere già acquistate dalla controllante, ovvero controllata, devono aver già scontato i limiti inerenti il loro possesso di cui all'art. 2359-bis c.c., ossia:

- limite degli utili, nonché riserve, distribuibili;
- liberazione integrale già avvenuta;
- autorizzazione dell'assemblea;
- limite di 1/10 del capitale della società capogruppo.

Sul punto, tuttavia, si raccomanda, non essendo prevista una delibera assembleare della società offerente, di fornire al mercato tutte le informazioni necessarie per una compiuta valutazione dell'operazione a seguito della delibera dell'organo amministrativo (Cfr. art. 114-bis del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

Inoltre la Consob ha altresì precisato, con Comunicazione del 17 maggio 2004, n. 20, che l'offerta di azioni di una società controllante a favore dei dipendenti della controllata, presso la sede di quest'ultima, integra gli estremi dell'offerta fuori sede.

Per il resto, valgono le medesime considerazioni effettuate per l'assegnazione di azioni già esistenti.

#### 2.3. Piani di azionariato a soggetti non dipendenti

Le osservazioni svolte nei paragrafi precedenti evidenziano quella che, allo stato, sembrerebbe essere una lacuna del nostro ordinamento civilistico, ossia la mancanza di una disciplina specifica in materia di azionariato a favore di soggetti non dipendenti dell'impresa. Le società,

---

un'esigenza di informazione non confusoria, sarebbe opportuno che la società, qualora volesse attribuire ai dipendenti un beneficio superiore rispetto alla differenza tra valore di mercato e valore di libro, procedesse a due operazioni parallele in grado di determinare lo stesso risultato: cessione di azioni proprie al valore di libro e emissione gratuita di azioni.

infatti, hanno spesso la necessità di incentivare la partecipazione diretta nell'azionariato anche da parte di quei soggetti che, pur non essendo legati all'impresa da un rapporto di lavoro, prestano a favore della stessa una collaborazione, ovvero una consulenza, di primaria importanza per lo sviluppo e la crescita della stessa.

Si pensi solo ai professionisti che collaborano con la società, agli agenti di commercio, i promotori finanziari, nonché agli stessi amministratori (o i membri del comitato esecutivo); è evidente l'interesse economico che potrebbe spingere l'impresa a ricercare una forma di coinvolgimento di tali soggetti nelle sorti dell'impresa considerando anche che, in buona parte, la crescita dell'azienda passa necessariamente attraverso il loro operato. Tuttavia la normativa prevede, ai sensi dell'art. 2389, comma 2, c.c., che con riferimento ai soli compensi degli amministratori e dei membri del comitato esecutivo, questi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione. Ciò premesso, tre sembrerebbero le modalità operative attraverso le quali l'impresa può attribuire azioni a soggetti non dipendenti:

**a. aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (art. 2441, commi 5 e 6, c.c.).** Il diritto di opzione per i soci ordinari può, infatti, essere escluso quando ricorre un particolare interesse sociale;

**b. assegnazione gratuita di azioni agli amministratori (art. 2432 c.c.).** In tal caso, l'assegnazione di una quota di utili con cessione gratuita di azioni deve rispettare le disposizioni previste in materia di determinazione dei compensi degli amministratori, ossia non deve eccedere, ai sensi dell'art. 2389 c.c., gli utili netti risultanti dal bilancio, dedotta la quota da destinarsi a riserva legale. Ad ogni modo, gli utili destinati agli amministratori devono coprire il valore nominale delle azioni, nonché il relativo sovrapprezzo;

**c. vendita di azioni proprie, ovvero di società appartenenti al gruppo (art. 2357 c.c.).** Anche in tal caso valgono le medesime regole in materia di compenso agli amministratori ex art. 2389 c.c.

Alcune riflessioni merita la tipologia *sub a*) in quanto la società, a fronte di un aumento di capitale sociale, sarebbe tenuta, in sede assembleare, a fornire una congrua motivazione circa l'esclusione del diritto di opzione per i soci ordinari.

In particolare si osserva che la stessa Consob ha precisato che la fattispecie in esame non risulta assistita dalla presunzione *ex lege* di conformità all'interesse sociale (come invece avviene, come visto, nel caso di azionariato ai dipendenti) e pertanto raccomanda di integrare la

relazione illustrativa predisposta dal consiglio di amministrazione con ulteriori informazioni in merito<sup>(40)</sup>.

### 3. Oneri di comunicazione per le società quotate

La Legge del 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sul Risparmio), inserendo l'art. 114-bis<sup>(41)</sup> nel Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), ha fornito una disciplina ad *hoc* sugli oneri dichiarativi, per le società quotate, in materia di *stock option*. Tale disciplina è stata, inoltre, modificata con il Decreto Legislativo del 29 dicembre 2006, n. 303<sup>(42)</sup> mentre la Consob, con la Delibera Consob del 3 maggio 2007, n. 15915, (che ha modificato lo stesso Regolamento Consob<sup>(43)</sup>), ha delineato definitivamente il contesto normativo di riferimento.

L'art. 114-bis del TUF (rubricato *“Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”*), prevede l'obbligo di approvazione, da parte dell'assemblea ordinaria, dei piani di compenso basati su strumenti finanziari in favore di esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori, individuando gli elementi informativi da porre a disposizione del pubblico e demandando alla Consob il potere di definire tali informazioni e di predisporne altre, più dettagliate, per i piani che rivestono particolare rilevanza. In sede di adozione delle disposizioni attuative dell'art. 114-bis, come osserva la stessa Consob con la Delibera n. 15915/2007, è stata formulata una preventiva analisi della norma, volta a definirne l'ambito di applicazione soggettivo, nonché oggettivo.

Sotto il profilo soggettivo, si è proceduto ad individuare tanto i soggetti destinatari degli obblighi di informativa, quanto i soggetti beneficiari. In particolare, tra i primi è apparso opportuno annoverare non

---

<sup>(40)</sup> Cfr. Comunicazione Consob del 15 febbraio 2000, n. 11508.

<sup>(41)</sup> Cfr. art. 114-bis del D.Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 – rubricato *“Informazione al mercato in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”*.

<sup>(42)</sup> Cfr., per un approfondimento sulle principali novità introdotte dal Correttivo sulla Legge sul Risparmio, L. Plattner, *Disciplina degli emittenti: le novità introdotte dalla riforma sul risparmio*, in Dir. Prat. delle Soc., n. 6/2007, pagg. 22 e ss.

<sup>(43)</sup> Cfr. *“Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari”*, adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998.

solo l'emittente che approva il piano a favore dei dipendenti di altre società del gruppo, ma anche le stesse società controllate (ovvero controllanti) in cui gli stessi dipendenti prestano la propria attività lavorativa. Per quanto riguarda, invece, i beneficiari dei predetti piani la norma di legge fa riferimento tanto ai componenti degli organi di direzione o ai dipendenti con funzioni idonee a incidere sull'evoluzione della gestione, quanto ai dipendenti e ai collaboratori che non hanno responsabilità manageriali. Emerge, tuttavia, una diversa rilevanza accordata alle qualità soggettive dei predetti beneficiari per via dalla loro diversa individuazione – nominativa o per categoria – necessaria ai fini del corretto adempimento dell'informativa societaria. Tale distinzione ha imposto una riflessione sull'opportunità di prevedere differenti *set* informativi a seconda delle caratteristiche soggettive dei beneficiari dei piani.

Sotto il profilo oggettivo, la portata applicativa della norma si estende a tutte le tipologie di compenso basate su strumenti finanziari, anche a talune forme di compenso che si risolvono nel solo pagamento di un differenziale legato alla variazione delle quotazioni di un certo strumento finanziario (c.d. *phantom stock*). Tuttavia, vista l'eterogeneità dell'elemento oggettivo, si è ritenuto di dare maggiore intensità all'informativa relativa ai piani basati su azioni piuttosto che su altri strumenti finanziari, per via della maggiore influenza che sulle prime possono esercitare le scelte gestionali.

### 3.1. Il nuovo art. 114-bis del TUF

Le disposizioni contenute nel novellato art. 114-bis del TUF si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti di strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante<sup>(44)</sup>. In particolare, il comma 1 dell'articolo in parola prevede che almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea convocata per deliberare l'approvazione dei piani di *stock option*, l'emittente deve mettere a disposizione del pubblico una relazione contenente le seguenti informazioni:

- a. le ragioni che motivano l'adozione del piano;
- b. i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che

---

<sup>(44)</sup> Cfr. art. 114-bis, comma 2, del Tuf. Sulla nozione di "misura rilevante" si veda l'art. 116 del TUF, rubricato "Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico".

beneficiano del piano;

**b-bis.** le categorie dipendenti, o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano;

**c.** le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati;

**d.** 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<sup>(45)</sup>.

**e.** le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni;

**f.** 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.

Sul punto, si osserva che rispetto all'originaria versione della norma – che imponeva all'emittente di rendere pubblica, almeno quindici giorni prima dell'esecuzione dei piani, una serie di informazioni mediante l'invio di un comunicato alla Consob, alla società di gestione del mercato ed almeno due agenzie di stampa – la disciplina in parola presenta una serie di variazioni che rendono più snella la procedura, nonché il relativo ambito applicativo. In *primis*, è stato eliminato il riferimento al comunicato da inviare alla Consob, in quanto allo stato attuale la norma fa esclusivamente riferimento ad una serie di informazioni da rendere note al pubblico. Inoltre, sono state fornite importanti precisazioni in merito al contenuto informativo della relazione, con specifico riferimento ai soggetti destinatari; infatti il Legislatore, a fronte del previgente comma 1, lett. b), dell'articolo in parola, non solo ha distinto – mediante l'inserimento delle lettere b) e b-bis) – le differenti categorie di soggetti beneficiari dei piani di *stock option*, ma ha delineato, per ognuno di essi, un diverso regime informativo.

Degna di nota risulta anche l'eliminazione del potere attribuito alla Consob (contenuto nella prima versione dell'art. 114-bis, comma 3) di definire le “*cautele volte ad evitare che i piani (...) inducano comportamenti contrastanti con l'interesse della società, anche disciplinando i criteri per la fissazione del prezzo delle azioni e degli altri strumenti finanziari, le modalità e i termini per*

---

<sup>(45)</sup> Cfr. Legge 24 dicembre 2003, n. 350, rubricata “*Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004)*”.

*l'esercizio dei diritti che essi attribuiscono, i limiti alla loro circolazione*". Tale previsione, infatti, sembrava in contrasto con le finalità cui è ispirata l'azione della Consob, la quale dovrebbe limitarsi ad individuare specifici obblighi informativi e non anche disciplinare criteri di valutazione o altre disposizioni strettamente operative. Tali ultimi aspetti, infatti, sono strettamente connessi con scelte di tipo gestionale, quali le politiche di retribuzione e incentivazione dei dipendenti e del *management*, che spettano agli amministratori e che dipendono da variabili riferibili ad ogni singola società<sup>(46)</sup>.

In altri termini, come osservato in maniera condivisibile da attenta dottrina<sup>(47)</sup>, se il Decreto Correttivo in parola non avesse eliminato tale disposizione, si sarebbe corso il rischio di estendere il potere regolamentare della Consob su scelte che devono riguardare esclusivamente i soggetti privati.

### 3.2. Delibera Consob del 3 maggio 2007, n. 15915

Nell'esercizio della delega conferitale dal terzo comma dell'art. 114-bis del TUF, l'Autorità di Vigilanza ha proceduto, con Delibera del 3 maggio 2007, n. 15915, a inserire nel Regolamento Consob l'art. 84-*bis* (rubricato *"Informazioni sull'attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori"*), nonché lo Schema 7 nell'Allegato 3A (rubricato *"Documento informativo che forma oggetto di relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea convocata per deliberare i piani di compensi basati su strumenti finanziari"*).

In particolare l'art. 84-*bis* oltre ad individuare i criteri determinativi dei piani ritenuti di particolare rilevanza, disciplina le modalità di redazione del documento informativo relativo ai piani (secondo quanto indicato nello schema 7 inserito nel citato Allegato 3) da predisporre almeno quindici giorni prima del giorno fissato per l'assemblea ordinaria convocata per deliberare sui piani. Inoltre, all'interno del novellato art. 84-*bis*, viene indicato:

---

<sup>(46)</sup> Cfr., sul punto, Relazione illustrativa dello Schema di Decreto Legislativo di coordinamento e di adeguamento del T.U.B, del T.U.F. e delle altre leggi speciali alla legge per la tutela del risparmio, pubblicata in data 30 gennaio 2007, sul sito [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it).

<sup>(47)</sup> Cfr. E. Pecci, *Nuovo regime informativo per le "stock option"*, in *Dir. Prat. delle Soc.*, n. 18/2007, pag. 28; G. Ferrarini, P. Giudici, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Rivista delle Società*, 2006, pagg. 573 e ss.



- il contenuto del comunicato che l'emittente deve predisporre per informare il pubblico delle deliberazioni con cui l'organo competente intende sottoporre all'approvazione dell'assemblea i piani, qualora tali deliberazioni integrano la fattispecie di informazione privilegiata ai sensi dell'art. 114 del TUF;

- le informazioni che l'emittente deve fornire al pubblico sui piani di compensi basati su strumenti finanziari deliberati da società controllate a favore di organi amministrativi propri o di altre società controllanti o controllate nel caso in cui le predette deliberazioni integrino la fattispecie di informazione privilegiata;

- le informazioni relative alle deliberazioni attuative dei piani e agli adeguamenti intervenuti a seguito di operazioni straordinarie sul capitale e di altre operazioni che comportano la variazione del numero degli strumenti finanziari sottostanti le opzioni, anche se riguardano i piani di compensi deliberati dalle società controllate.

Oltre a ciò, come anticipato, la Consob ha introdotto lo Schema 7 all'interno dell'Allegato 3A del Regolamento Consob; in particolare, in tale nuovo schema sono riportate le informazioni ritenute necessarie (categorie di soggetti destinatari dei piani; ragioni che motivano l'adozione del piano; modalità di approvazione del piano e tempistica di assegnazione degli strumenti; caratteristiche degli strumenti attribuiti). Tenendo conto della possibile indisponibilità di talune informazioni al momento dell'approvazione della proposta per l'assemblea, la Consob ne ha ammesso la divulgazione al momento dell'assegnazione degli strumenti e cioè nella fase attuativa dei piani, purché la loro mancanza sia stata chiaramente dichiarata fin dall'inizio<sup>(48)</sup>.

Il regime informativo così delineato non può che far sorgere talune perplessità; infatti, nell'attuazione della delega legislativa, preordinata a garantire un'opportuna differenziazione del regime informativo in ragione dei soggetti beneficiari dei piani, le previsioni regolamentari hanno adottato scelte non sempre funzionali alle reali esigenze di trasparenza richieste dal mercato<sup>(49)</sup>. Ne deriva, pertanto, un quadro regolamentare che

---

<sup>(48)</sup> Cfr., sul punto, Relazione Illustrativa alla Delibera Consob del 3 maggio 2007, n. 15915.

<sup>(49)</sup> Cfr. E. Pecci, op. cit., pag. 29. In particolare, l'Autore osserva, con riferimento al regime informativo di cui al novellato art. 84-bis del regolamento Consob, che *"in più passaggi si è imposto un regime informativo su base individuale, sulla considerazione che il beneficiario sia componente del cda, ancorché in una società controllata dell'emittente, laddove si è ritenuto sufficiente*

rischia di determinare una sperequazione degli obblighi informativi imposti, senza una reale considerazione delle funzioni assunte dai relativi soggetti all'interno della società, che potrebbe risolversi in un eccesso di dati, nonché di informazioni, spesso poco coerente con il primario obiettivo di trasparenza che la normativa sembrava volere conseguire.

---

*un obbligo di trasparenza per categoria, anche nei casi di soggetti che ricoprono un più significativo ruolo manageriale all'interno della società, o dell'intero gruppo”.*

### 1. Evoluzione storica

La rilevazione contabile delle operazioni relative ai piani di *stock option* e *stock grant* risulta essere una tematica particolarmente dibattuta che da diversi anni suscita non poche perplessità, anche al di fuori dei normali ambiti della dottrina contabile. In particolare, è stato da più parti osservato come la rappresentazione di tali operazioni mediante le precedenti regole di contabilizzazione non risultava né chiara, né completa, tanto da essere considerata una delle cause principali degli inaspettati dissesti di colossi americani quali Enron e WorldCom; da ciò è derivata la necessità di elaborare nuovi principi per il trattamento contabile delle assegnazioni di azioni ed opzioni ai dipendenti lavoratori. A tal riguardo, l'International Accounting Standard Board (IASB), nel mese di febbraio del 2004, ha emesso il principio contabile IFRS n. 2<sup>(50)</sup>, contenente importanti novità per la corretta rappresentazione in bilancio delle operazioni di assegnazione di titoli a favore dei dipendenti. In particolare, con tale principio si è voluto assicurare che tutte le remunerazioni in forma azionaria emesse dalla società siano rilevate come costi nei bilanci includendo, quindi, anche i costi connessi alle *stock option*.

In Italia, attualmente ci si trova in una fase innovativa in quanto prima dei nuovi principi contabili emessi dallo IASB non esisteva nel nostro Paese una vera e propria “normativa” relativa alla contabilizzazione delle *stock option*, tanto che, spesso, l'assegnazione delle opzioni ai dipendenti non era considerata un costo, e quindi non era rappresentata neanche in bilancio.

Va evidenziato, peraltro, che lo IAS 19 (rubricato “*Benefici per i dipendenti*”), non affronta le problematiche di rilevazione contabile delle *stock option*, in quanto prevede esclusivamente obblighi informativi da

---

<sup>(50)</sup> Cfr. IFRS 2, rubricato “*Pagamenti basati su azioni*”.

fornire in nota integrativa su eventuali compensi retributivi rappresentati da azioni, diritti di opzione ed altri strumenti rappresentativi del patrimonio sociale offerti ai dipendenti ad un valore inferiore rispetto ai terzi<sup>(51)</sup>.

Le uniche linee guida che potevano supportare le imprese in tal senso erano rappresentate dai principi contabili di altri ordinamenti più sensibili alla problematica, in modo particolare gli US-GAAP emanati dal Financial Accounting Standards Board (FASB). Si osserva, al riguardo, che negli Stati Uniti entrambi i documenti emessi dal FASB in materia di contabilizzazione delle opzioni, ossia l'*Opinion* n. 25 del 1972 (Apb 25) e lo Statement 123 del 1995 (Fas 123), prevedono la contabilizzazione dei diritti di opzione come spese del personale tra la data di assegnazione (c.d. *grant date*) e quella della maturazione. L'*Opinion* 25, in particolare, prevede la valutazione dei diritti di opzione al valore intrinseco<sup>(52)</sup>.

La prima versione del Fas 123, invece, suggeriva l'adozione del principio del *fair value* riconoscendo, tuttavia, alle imprese la possibilità di continuare ad applicare i principi contenuti nell'*Opinion* n. 25. La conseguenza di tale regime facoltativo fu che le imprese continuarono ad utilizzare le regole di contabilizzazione indicate nell'*Opinion* n. 25 fino a che, nel corso del 2002 – a seguito degli scandali finanziari statunitensi – alcune grandi imprese hanno iniziato ad aderire volontariamente a quanto disposto dal Fas 123.

A fronte di tale contesto il FASB, nel dicembre 2004, ha apportato alcune modifiche al FASB 123, a seguito delle quali la contabilizzazione delle *stock option* deve avvenire obbligatoriamente in base al *fair value*, mentre il criterio del valore intrinseco potrà essere utilizzato solo in casi particolari in cui la stima del *fair value* è da ritenersi non attendibile. L'iter seguito dalla prassi contabile americana ha certamente posto le basi per la realizzazione dell'IFRS 2, che verrà analiticamente descritto nel paragrafo successivo.

---

<sup>(51)</sup> Cfr., sul punto, R. Bauer, "I benefici ai dipendenti", in *Amministrazione & Finanza*, n. 21/2002, pag. 55.

<sup>(52)</sup> Per valore intrinseco, ai sensi di quanto disposto dall'*Opinion* n. 25, si intende la differenza tra il valore di mercato dell'azione sottostante e il prezzo di esercizio dell'opzione.

## 2. IFRS 2 – Pagamenti basati su azioni

### 2.1. Ambito di applicazione dell'IFRS 2

Il campo di applicazione dell'IFRS 2 non si limita alle sole *stock option* o *stock grant*, ma ricomprende, in via generale, ogni tipologia di operazione caratterizzata da un pagamento basato su azioni. In particolare, l'Appendice A all'IFRS 2 – rubricata “*Definizione dei termini*” – definisce un pagamento basato su azioni “*una operazione in cui l'entità riceve beni o servizi come corrispettivo di strumenti rappresentativi di capitale della entità (incluse le azioni o le opzioni su azioni), oppure acquisisce beni o servizi sostenendo delle passività nei confronti del fornitore di tali beni o servizi per importi basati sul prezzo delle azioni della entità o di altri strumenti rappresentativi di capitale della entità stessa*”. Sul punto l'Organismo Italiano di Contabilità (c.d. OIC), con la Guida Operativa n. 3 del 25 giugno 2008, “*Aspetti applicativi dei principi Ias/Ifrs*”, oltre a confermare tale definizione ha colto l'occasione per sottolineare che “*una delle forme più diffuse di pagamento basato su azioni è la remunerazione dei servizi resi dagli amministratori o dal personale dipendente attraverso l'assegnazione di opzioni sulle azioni*”.

Come precisato dallo IASB, quanto disposto dall'IFRS 2 “*si applica alle operazioni con pagamento basato su azioni in cui una entità acquisisce o riceve dei beni o servizi*” ad esclusione di due casi specifici:

- operazioni in cui l'impresa acquisisce beni come parte dell'attivo netto derivante da un'operazione di aggregazione aziendale, cui si applica l'IFRS 3 (Aggregazioni aziendali);
- operazioni con pagamento basato su azioni in cui l'impresa riceve, ovvero acquisisce, beni o servizi ai sensi di un contratto rientrante nell'ambito di applicazione dello IAS 32 “*Strumenti finanziari: Esposizione nel bilancio*” (Paragrafi da 8 a 10) e dello IAS 39 “*Strumenti finanziari: Rilevazione e valutazione*” (Paragrafi da 5 a 7).

### 2.2. Tipologie di pagamenti basati su azioni

Come chiarito dalla citata Guida Operativa OIC n. 3 del 25 giugno 2008, le operazioni con pagamento basato su azioni includono:

- a. le operazioni con pagamento basato su azioni, ovvero regolate con strumenti rappresentativi di capitale, in cui l'impresa riceve beni o servizi come corrispettivo degli strumenti rappresentativi di capitale dell'impresa (incluse le azioni e le opzioni su azioni);
- b. le operazioni con pagamento basato su azioni ovvero regolate

per cassa, in cui l'impresa acquisisce beni o servizi assumendo delle passività nei confronti dei fornitori di tali beni o servizi per importi basati sul prezzo (o valore) delle azioni dell'impresa o di altri strumenti rappresentativi di capitale dell'impresa stessa;

c. le operazioni in cui l'impresa riceve o acquisisce beni o servizi e i termini dell'accordo prevedono che l'impresa, o il fornitore di tali beni o servizi, possa scegliere tra il regolamento per cassa da parte dell'impresa (o con altre attività) o l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale.

Come specificato dal Paragrafo 3 dell'IFRS 2, la disciplina contabile in commento – oltre ai casi in cui il pagamento basato su azioni è effettuato dalla società che riceve in cambio i beni o servizi – trova altresì applicazione:

- ai trasferimenti di strumenti rappresentativi di capitale di una entità da parte dei propri azionisti a favore di terzi che hanno fornito beni o servizi all'entità (compresi i dipendenti), a meno che il trasferimento non abbia palesemente motivi diversi dal pagamento di beni o servizi forniti all'entità (IFRS 2, Par. 2);

- ai trasferimenti di strumenti rappresentativi di capitale della controllante dell'entità, o di un'altra entità appartenente allo stesso gruppo, a favore di terzi che hanno fornito beni o servizi all'entità.

Al riguardo si osserva che lo IASB nel dicembre 2007 ha emesso una bozza di discussione (Expousure Draft of Proposed), *“Amendments to IFRS 2 Share-based Payment and IFRIC 11 IFRS 2-Group and Treasury Share Transactions Group Cash-settled Share-based Payment Transactions”* contenente alcune proposte di modifiche in materia di pagamenti basati su azioni, volte ad estendere ulteriormente l'ambito di applicazione della disciplina in commento<sup>(53)</sup>.

---

<sup>(53)</sup> Le più rilevanti novità proposte dall'Expousure Draft of Proposed riguardano l'inserimento dei nuovi paragrafi 3A all'IFRS 2 e 11A e 11B all'IFRIC 11 (*Group and Treasury Share Transactions*). In particolare, il proposto paragrafo 3A all'IFRS 2 prevede che *“Similarly, this IFRS also applies to arrangements in which an entity's parent (or another entity in the group) has incurred a liability to transfer cash or other assets for amounts that are based on the price (or value) of the equity instruments of the entity, its parent, or another entity in the group to parties that have supplied goods or services to the entity”*; d'altra parte, i proposti paragrafi 11 A e 11 B all'IFRIC 11, al fine di coordinare l'IFRIC alle modifiche apportate all'IFRS 2, prevedono che *“11A. In accordance with paragraph 3A of IFRS 2, in the financial statements of the subsidiary that receives services from its employees, the arrangement set out in [draft] paragraph 3A of this Interpretation is within the scope of IFRS 2 - 11B. The subsidiary shall measure the services received from its employees in accordance with the requirements applicable to cash-settled share-based payment transactions. Specifically, the subsidiary shall measure the services received from its employees*

### 2.3. Rilevazione contabile dei pagamenti basati su azioni

L'IFRS 2 prevede che l'impresa rilevi il costo dei beni e servizi acquistati o ricevuti in un'operazione con pagamento basato su azioni nel momento in cui riceve i beni o il servizio è prestato. In particolare, come evidenziato dalla Guida Operativa OIC n. 3 del 25 giugno 2008, *“se i beni o i servizi acquisiti per i quali è stata utilizzata questa forma di pagamento si qualificano come attività, l'addebito al conto economico avverrà quando i beni o i servizi sono utilizzati<sup>(54)</sup>”*.

In contropartita, come specificato dall'IFRS 2 al paragrafo 7, l'impresa deve rilevare:

- un incremento del patrimonio netto, qualora i beni o servizi sono stati ricevuti in base a una operazione con pagamento basato su azioni regolata con strumenti rappresentativi di capitale (*equity settled*);
- una passività, qualora i beni o servizi sono stati acquisiti in base a una operazione con pagamento basato su azioni regolata per cassa (*cash settled*)<sup>(55)</sup>.

---

*on the basis of the fair value of the corresponding liability incurred by the parent. Until the liability incurred by the parent is settled, the subsidiary shall recognise any changes in the fair value of the liability in profit or loss and in the subsidiary's equity as adjustments to contributions from the parent”*.

<sup>(54)</sup> Un esempio in tal senso ci è fornita dalla stessa Guida Operativa OIC n. 3, nella quale si legge che *“se gli strumenti rappresentativi di capitale sono emessi per acquistare merci per il magazzino, l'operazione va contabilizzata inizialmente come incremento delle rimanenze; successivamente l'addebito al conto economico avviene al momento in cui le merci sono vendute o subiscono una perdita di valore”*.

<sup>(55)</sup> Un'operazione con pagamento basato su azioni regolata per cassa può essere definita una operazione in cui l'impresa acquisisce beni o servizi sostenendo una passività nel trasferire cassa o altre attività al fornitore di tali beni o servizi per importi basati sul prezzo (o valore) delle azioni dell'entità o di altri strumenti rappresentativi di capitale dell'entità stessa. Cfr. Appendice A – rubricata *“Definizione dei termini”* – IFRS 2. Alcuni esempi di pagamenti su azioni regolati per cassa sono forniti dal Paragrafo 31 dell'IFRS 2, nel quale viene precisato che *“Per esempio, una entità può assegnare diritti di rivalutazione delle azioni ai dipendenti come parte del loro pacchetto retributivo, per cui i dipendenti avranno diritto ad un futuro pagamento in contanti (piuttosto che ad uno strumento rappresentativo di capitale), in base all'aumento del prezzo delle azioni dell'entità rispetto ad un certo livello, in un determinato periodo. Oppure una entità può assegnare ai propri dipendenti il diritto di ricevere un futuro pagamento in contanti, assegnando loro il diritto di ottenere azioni (comprese le azioni emesse all'atto dell'esercizio delle opzioni su azioni) che sono redimibili, sia obbligatoriamente (per esempio, al momento della cessazione del rapporto di lavoro), sia a scelta del dipendente”*.

## 2.4. Operazioni con pagamento basato su azioni regolate con strumenti rappresentativi di capitale

### 2.4.1. Valutazione dei beni e servizi ricevuti

Come indicato dallo stesso IFRS 2 (Paragrafo 10), nel caso di operazioni con pagamento basato su azioni regolate con strumenti rappresentativi di capitale, la società *“deve valutare i beni o servizi ricevuti e l’incremento corrispondente del patrimonio netto, direttamente, al fair value dei beni o servizi ricevuti, salvo che non sia possibile stimare il fair value<sup>(56)</sup> attendibilmente”*. Viceversa, qualora la società non fosse in grado di valutare con attendibilità il *fair value* dei beni o servizi ricevuti, *“essa deve misurarne il valore, e il corrispondente incremento di valore del patrimonio netto, indirettamente, facendo riferimento al fair value (valore equo) degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati”*.

Delineata la regola generale, tuttavia, l’IFRS 2 osserva che spesso non è possibile valutare direttamente i servizi ricevuti a fronte di specifiche componenti del pacchetto retributivo del dipendente. Può anche non essere possibile valutare il *fair value* del pacchetto retributivo complessivo indipendentemente, senza valutare direttamente il *fair value* degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati. In particolare, viene osservato che con riferimento alle *stock grants* e agli *stock option plans* le azioni, ovvero le opzioni su azioni, sono talvolta assegnate come parte di un piano di incentivazione, piuttosto che come base retributiva; attraverso l’assegnazione di azioni o di opzioni su azioni, in aggiunta ad altre forme retributive, la società eroga remunerazioni aggiuntive per ottenere benefici aggiuntivi. Traendo spunto da tali considerazioni, lo stesso IFRS 2 (Paragrafo 12) osserva che *“la stima del fair value di tali benefici aggiuntivi, pertanto, è verosimilmente complessa. Data la difficoltà di valutare direttamente il fair value (valore equo) dei servizi ricevuti, l’entità deve misurare il fair value (valore equo) dei servizi resi dai dipendenti facendo riferimento al fair value (valore equo) degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati”*. In particolare, il *fair value* di tali strumenti rappresentativi di capitale deve essere calcolato alla data di assegnazione degli stessi.

---

<sup>(56)</sup> Per *fair value* (valore equo) deve intendersi il corrispettivo al quale un’attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, o uno strumento rappresentativo di capitale assegnato, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili.



Nel caso invece le azioni, nonché le opzioni su azioni (ovvero altri strumenti rappresentativi del capitale), sono assegnate a soggetti terzi non dipendenti, deve esservi una presunzione relativa che il *fair value* dei beni o servizi ricevuti possa essere stimato attendibilmente. Tale *fair value*, come precisato dall'IFRS 2, “*deve essere valutato alla data in cui l'entità ottiene i beni o la controparte presta il servizio*”. Tuttavia, nelle circostanze (seppur rare) in cui tale presunzione non sussiste (in quanto la società potrebbe non essere in grado di valutare attendibilmente il *fair value* dei beni o servizi ricevuti), la società “*deve misurare indirettamente i beni o servizi ricevuti, e il corrispondente incremento di patrimonio netto, facendo riferimento al fair value (valore equo) degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati, valutati alla data in cui l'entità ottiene i beni o la controparte presta i servizi*”. Sul punto è intervenuto direttamente lo IASB il quale ha emesso, in data 12 gennaio 2006, l'*International Financial Reporting Interpretations Committee n. 8 (IFRIC 8) “Ambito di applicazione dell'Ifrs 2”*<sup>(57)</sup>, il quale ha sottolineato come spesso potrebbe non essere semplice dimostrare che i beni, ovvero i servizi, sono (o saranno) ricevuti. Un esempio in tal senso potrebbe essere fornito dal caso in cui una società decida di assegnare azioni ad organizzazioni di beneficenza a titolo gratuito: caso in cui risulterebbe particolarmente complesso (*rectius*: impossibile) identificare i beni, ovvero i servizi, ricevuti in cambio di tale operazione. In particolare, ci si potrebbe chiedere se l'IFRS 2 si applica anche in assenza di beni (o servizi) identificabili e come vada applicato nel caso in cui il corrispettivo ricevuto risulti inferiore al *fair value* del pagamento basato su azioni effettuato dalla società.

L'IFRIC 8 fornisce una risposta a tale problematica interpretando l'IFRS 2 nel seguente modo: “*L'IFRS 2 si applica ad operazioni particolari in cui si ricevono beni o servizi, come nel caso delle operazioni in cui un'entità riceve beni o servizi come corrispettivo per strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. Esse comprendono le operazioni in cui l'entità non può identificare specificamente una parte o la totalità dei beni o dei servizi ricevuti. In assenza di beni o servizi identificabili specificamente, vi sono altre circostanze che possono indicare che i beni o i servizi sono stati (o saranno) ricevuti, nel qual caso si applica l'IFRS 2. In particolare, se l'eventuale corrispettivo identificabile ricevuto risulti inferiore al fair value (valore equo) degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati o della passività sostenuta, in genere tale circostanza indica che è stato (o sarà) ricevuto un altro corrispettivo (ossia beni o servizi non identificabili). L'entità deve valutare i beni o servizi identificabili*”.

---

<sup>(57)</sup> Cfr., in dottrina, E. Pattumelli, “*Ifric 8, Ambito di applicazione dell'Ifrs 2*”, in Guida alla Contabilità & Bilancio, n. 19/2006, pagg. 59 e ss.

*ricevuti in conformità con l'IFRS 2. L'entità deve valutare i beni o servizi non identificabili ricevuti (o che saranno ricevuti) come la differenza tra il fair value (valore equo) del pagamento basato su azioni e il fair value (valore equo) di qualsiasi bene o servizio identificabile ricevuto (o che sarà ricevuto). L'entità deve valutare i beni o servizi non identificabili ricevuti alla data di assegnazione. Tuttavia, in caso di operazioni regolate per cassa, la passività deve essere rideterminata a ciascuna data di riferimento del bilancio finché non è regolata”.*<sup>(58)</sup>

#### 2.4.2. Condizioni di maturazione

La concessione di strumenti rappresentativi di capitale può essere soggetta al soddisfacimento di determinate condizioni; sul punto l'IFRS 2 distingue il caso in cui gli strumenti rappresentativi di capitale siano assegnati immediatamente senza alcun periodo di maturazione (*stock grant*) dal caso in cui, invece, sia previsto un determinato *vesting period* in quanto viene offerta un'opzione su azioni (*stock option*).

In particolare, nel caso in cui tali strumenti assegnati maturano immediatamente, i soggetti assegnatari degli stessi non devono completare uno specifico periodo di prestazione di servizi prima di acquisire la titolarità incondizionata di quegli strumenti rappresentativi di capitale. In assenza di evidenza contraria, l'IFRS 2 (Paragrafo 14) osserva che *“l'entità deve presumere che i servizi resi dalla controparte, come corrispettivo degli strumenti rappresentativi di capitale, siano stati ricevuti. In tal caso, alla data di assegnazione, l'entità deve considerare i servizi come totalmente ricevuti, con il corrispondente incremento del patrimonio netto”*.

Viceversa, qualora gli strumenti assegnati maturino solo al termine di uno specifico periodo (come nel caso di *stock option plan*), la società deve presumere che i servizi resi dalla controparte come corrispettivo saranno ricevuti in futuro, ossia nel periodo di maturazione (c.d. *vesting period*). In altri termini, nel caso di *stock option plan* la società assegna tali strumenti solo al verificarsi di alcune specifiche condizioni. In tal caso, la società deve rilevare i servizi resi dalla controparte nel periodo di maturazione, contestualmente alla loro prestazione, con un corrispondente incremento del patrimonio netto. Così, se ad esempio un dipendente è assegnatario delle *stock option* a condizione che abbia completato tre anni di servizio,

---

<sup>(58)</sup> Cfr. IFRIC 8, Paragrafi 8 e ss.; cfr., in dottrina, M. Piazza, *Principi contabili internazionali Ias-Ifrs: aspetti fiscali dei pagamenti basati su azioni*, in *Il Fisco*, n. 27/2008, pagg. 4840 e ss.

l'entità deve presumere che i servizi resi dal dipendente come corrispettivo delle opzioni su azioni saranno ricevuti in futuro, nell'arco del triennio del periodo di maturazione (IFRS 2, Paragrafo 15). Nel caso in cui, invece, il dipendente potrà esercitare l'opzione solo al raggiungimento di determinati risultati, e la durata del periodo di maturazione dipende da quando tali risultati saranno conseguiti, la società deve presumere che i servizi resi dal dipendente saranno ricevuti in futuro, nell'arco del periodo di maturazione atteso; in particolare, come osservato dallo stesso IFRS 2, *“la società deve stimare la durata del periodo di maturazione atteso alla data di assegnazione, in base all'esito più probabile della condizione di conseguimento dei risultati”*. Sul punto possono identificarsi 2 differenti tipologie di condizioni, a seconda se trattasi di condizioni di mercato o meno:

- *condizione di mercato*<sup>(59)</sup>: la stima della durata del periodo di maturazione atteso deve essere compatibile con le ipotesi formulate ai fini della stima del *fair value* delle opzioni assegnate, e non deve essere rivista successivamente;
- *condizione non di mercato*: la società deve rivedere la propria stima della durata del periodo di maturazione, se necessario, nel caso in cui informazioni successive indicano che la durata del periodo di maturazione differisce dalle stime effettuate in precedenza.

Sulle condizioni che possono essere poste in un piano di *stock option* è recentemente intervenuto l'International Accounting Standards Board che, nel gennaio 2008<sup>(60)</sup>, ha modificato l'IFRS 2 in modo da rendere tale materia più organica, nonché più precisa<sup>(61)</sup>. In particolare, attraverso tali modifiche, sono state previste ulteriori condizioni che non sono legate al *vesting period* di uno *stock option plan*, bensì ad altre variabili (c.d. *non vesting conditions*). Tali condizioni si caratterizzano, principalmente, dal fatto che

---

<sup>(59)</sup> Come indicato nell'Appendice A dell'IFRS 2, per condizione di mercato si intende *“Condizione da cui dipende il prezzo di esercizio, la maturazione o la possibilità di esercitare uno strumento rappresentativo di capitale, relativa al prezzo di mercato degli strumenti rappresentativi di capitale della entità, come il raggiungimento di un determinato prezzo dell'azione o un determinato ammontare del valore intrinseco di una opzione su azioni, o il conseguimento di un determinato obiettivo di prezzo basato sul prezzo di mercato degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità rispetto a un indice dei prezzi di mercato di strumenti rappresentativi di capitale di altre entità”*.

<sup>(60)</sup> Cfr. documento IASB *“Vesting Conditionand Cancellation”*, 2008.

<sup>(61)</sup> Tale regola è applicabile a partire dall'esercizio in corso al 1° gennaio 2009. Cfr. sul punto, Alberto Quagli, *Il recente cambiamento dell'IFRS 2 circa le vesting e non-vesting conditions*, in *Prat. Cont.*, n. 9/2008, pagg. 19 e ss.

non si riferiscono all'attività prestata dal lavoratore nella società e ai benefici da essa ritraibili; il novellato IFRS 2 prevede tre tipologie di *non vesting conditions*:

**a.** *non-vesting condition* che non possono essere influenzate né dalla società né dal prestatore del servizio (ad esempio, nel caso in cui una condizione sia legata ad un determinato indice di mercato);

**b.** *non-vesting condition* che possono essere influenzate esclusivamente dal prestatore del servizio (ad esempio, nel caso in cui un dipendente deve destinare parte della propria retribuzione per poter esercitare in futuro l'opzione sulle azioni della società);

**c.** *non-vesting condition* che possono essere influenzate solo dalla società (ad esempio, nel caso in cui la decisione della continuazione del piano di *stock option* spetti alla società stessa).

Nel caso in cui tali condizioni non vengano soddisfatte, i connessi riflessi contabili si differenziano nei tre casi: nel caso a) il mancato raggiungimento della condizione non ha alcun riflesso contabile, mentre nei casi b) e c) risulta opportuno che la società rilevi immediatamente a conto economico – nell'esercizio in cui avviene il mancato raggiungimento della *non vesting condition* – la parte residua (non ancora imputata) del costo del piano determinato al *grant date*.

### 2.4.3. Determinazione del *fair value*

L'IFRS 2 (Paragrafi 16 e ss.) dispone che il *fair value* degli strumenti rappresentativi di capitale si deve basare, qualora disponibile, sul valore di mercato degli stessi, tenendo conto anche dei termini e condizioni in base ai quali essi sono assegnati. Nel caso in cui, invece, non siano disponibili tali valori, la stima del *fair value* si effettua utilizzando modelli e tecniche di valutazione per stimare quale sarebbe stato, alla stessa data, il prezzo di tali strumenti se l'operazione fosse avvenuta tra parti indipendenti<sup>(62)</sup>. L'IFRS 2 consente l'uso del valore intrinseco (metodologia già prevista, come evidenziato, dall'Opinion n. 25 in materia di US GAAP) in quei rari casi in cui il *fair value* degli strumenti stessi non possa essere determinato attendibilmente; in tali casi, come osservato dalla Guida Operativa OIC n. 3 del 25 giugno 2008, "la società deve aggiornare la stima del valore intrinseco alla data di bilancio sino al regolamento finale dell'obbligazione".

---

<sup>(62)</sup> Come osservato dalla Guida Operativa OIC n. 3, "il principio non prescrive quale modello valutativo debba essere utilizzato pur menzionandone taluni di normale utilizzo".

La determinazione del *fair value* varia, inoltre, a seconda che gli assegnatari degli strumenti finanziaria siano soggetti terzi o meno. Nel primo caso, nel quale il *fair value* dei beni o servizi ricevuti viene misurato in maniera diretta, la società deve calcolare la componente rappresentativa di capitale dello strumento finanziario composto come differenza tra il *fair value* dei beni o servizi ricevuti e il *fair value* della componente di debito, alla data in cui i beni o servizi sono stati ricevuti.

Per tutte le altre tipologie di operazioni (incluse quelle effettuate nei confronti dei dipendenti), invece, la società deve calcolare il *fair value* dello strumento finanziario alla data di misurazione, considerando i termini e le condizioni in base ai quali sono stati assegnati i diritti al pagamento per cassa o attraverso l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale. Per applicare tali disposizioni, come osservato dalla Guida Operativa OIC n. 3 del 25 giugno 2008, *“l'impresa deve prima calcolare il fair value della componente di debito e poi calcolare il fair value della componente di capitale, considerando che la controparte deve rinunciare al diritto di ricevere un pagamento per cassa per ricevere lo strumento rappresentativo di capitale. Il fair value dello strumento finanziario composto è la somma dei fair value delle due componenti”*.

## 2.5. Operazioni infragruppo (IFRIC 11)

L'International Financial Reporting Interpretations Committee n. 11 (IFRIC 11), *“Operazioni con azioni proprie e del gruppo”* contiene l'interpretazione dello IASB circa il trattamento contabile delle operazioni basate su azioni all'interno di un gruppo. In particolare, ci si riferisce al caso in cui una società dispone un piano di *stock option* sulle proprie azioni stabilendo come beneficiari i dipendenti di una società controllata. Tale tipologia di operazione è spesso utilizzata dalle società quotate che possono, in tal modo, assegnare opzioni - facilmente valutabili - ai dipendenti di ogni società del gruppo. Come osservato dalla citata Guida Operativa OIC n. 3 del 25 giugno 2008, si possono avere, al riguardo, due differenti tipologie di accordi intragruppo:

**a.** accordi di pagamento basati su azioni aventi per oggetto strumenti rappresentativi del capitale proprio assegnati dalla controllante ai dipendenti della controllata; in questo caso è la controllante che ha l'obbligo di fornire ai dipendenti della controllata gli strumenti di capitale necessari;

**b.** accordi di pagamento basati su azioni aventi per oggetto strumenti rappresentativi di capitale della controllante assegnati dalla controllata ai suoi dipendenti; in questo caso è la controllata che ha

l'obbligo di fornire ai suoi dipendenti gli strumenti di capitale necessari.

Nel primo caso, la controllata è tenuta<sup>(63)</sup> a misurare i servizi ricevuti dai propri dipendenti come operazioni di pagamento basate su azioni regolate con strumenti rappresentativi di capitale, rilevando un corrispondente incremento di patrimonio netto che rappresenta un apporto di valore da parte della società controllante (IFRIC 11, Paragrafo 11.8); nel secondo caso, invece, la controllata deve contabilizzare l'operazione con i suoi dipendenti come regolata per cassa e, quindi, iscrivendo una passività da rimisurarsi alla fine di ogni periodo.

Tuttavia, si osserva che mentre a livello di bilancio consolidato non sembrano emergere particolari problematiche, in quanto le azioni della capogruppo sono assegnate a dipendenti del gruppo e l'operazione si configura come una normale contabilizzazione di *stock option* secondo l'IFRS 2, alcune difficoltà interpretative emergono con riferimento alla contabilizzazione di tali operazioni a livello di singoli bilanci. In particolare, l'IFRIC 11 dispone che nel caso in cui la controllante assegna opzioni direttamente ai dipendenti della controllata, quest'ultima deve contabilizzare il piano secondo quanto previsto dall'IFRS 2 accreditando, quindi, una riserva da iscrivere a patrimonio netto, in quanto fruitrice dei servizi resi dai propri dipendenti. La contabilizzazione da parte della controllante, invece, non viene descritta nel documento interpretativo in parola. Sul punto è intervenuto un documento Assirevi del febbraio 2008 recante "*Orientamenti preliminari Assirevi in tema di IFRS (OPI N. 7) - Trattamento contabile nel bilancio separato della controllante e delle controllate dei pagamenti basati su azioni a favore di queste ultime*", il quale ha osservato che l'assegnazione di strumenti rappresentativi del capitale di una controllante ai dipendenti di una controllata deve riflettersi sul valore della partecipazione nella medesima controllata, laddove questa sia valutata nel bilancio della controllante con il metodo del costo così come permesso dallo IAS n. 27<sup>(64)</sup>. Pertanto, il costo della partecipazione si incrementa per un importo pari al *fair value* relativo agli strumenti assegnati ai dipendenti delle controllate mentre, in contropartita, si ha un incremento di

---

<sup>(63)</sup> Purché l'accordo di pagamento basato su azioni sia contabilizzato come regolato con strumenti rappresentativi di capitale nel bilancio consolidato della controllante.

<sup>(64)</sup> Cfr. IAS 27, "*Bilancio consolidato e separato*", Paragrafo 37. cfr., sul punto, A. Quagli, *Gli orientamenti provvisori Assirevi in tema di stock option: gli OPI n. 6 e n. 7*, in *Prat. Cont.*, n. 11/2008, pag. 27 e ss.

patrimonio netto nel corso del *vesting period*. Inoltre lo IASB, con l'IFRIC 11, ha espressamente deciso di non trattare le modalità di contabilizzazione dei pagamenti infragruppo effettuati dalla controllata alla controllante a fronte degli strumenti rappresentativi del capitale ricevuti, in quanto non ha inteso estendere l'ambito di applicazione della presente Interpretazione a un argomento che, in genere, è collegato alla contabilizzazione degli accordi di pagamento infra-gruppo. Su tale lacuna si è espresso, ancora una volta, il citato documento OPI n. 7, secondo il quale nel caso si siano stipulati tali accordi di riaddebito, l'importo riaddebitato *“deve essere contabilizzato a rettifica del valore della contribuzione (...) e (...) portato a deduzione del valore contabile della partecipazione nel bilancio separato della controllante”*. L'importo eventualmente addebitato in eccesso rispetto al valore della contribuzione rappresenta, invece, una distribuzione di dividendi da parte della controllata che dovrà essere contabilizzato in conformità al novellato IAS 27 e allo IAS 18<sup>(65)</sup>. Pertanto, conclude il documento OPI n. 7, *“saranno imputati a conto economico della controllante nella misura in cui provengono da utili generati successivamente alla data di acquisizione. Nel bilancio separato della società controllata, l'importo del riaddebito dovrà essere contabilizzato a deduzione del patrimonio netto”*.

---

<sup>(65)</sup> Cfr. IAS 18, “Ricavi”, Paragrafo 32.





### 1. Premessa

Il trattamento fiscale delle *stock option* ha subito rilevanti modifiche normative nel corso degli ultimi anni che hanno portato ad un incremento sempre maggiore del carico fiscale per i dipendenti assegnatari delle stesse. In particolare, la disciplina fiscale agevolata introdotta dal Decreto Legislativo del 2 settembre 1997, n. 314 ha subito dapprima una duplice stretta nel 2006 ad opera del Decreto Legge del 4 luglio 2006, n. 223 (c.d. "Decreto Visco - Bersani")<sup>(66)</sup> e del Decreto Legge del 3 ottobre 2006, n. 262 (c.d. "collegato alla Finanziaria 2007")<sup>(67)</sup>, per poi essere del tutto abrogata ad opera del recente Decreto Legge del 25 giugno 2008, n. 112<sup>(68)</sup>. In particolare come è dato leggere dalla documentazione parlamentare relativa a tale ultimo intervento normativo, l'abrogazione di tale agevolazione fiscale produrrà un aumento del gettito per l'Erario stimato in circa 3,3 milioni di Euro per il 2008 e in 8 milioni di Euro per il 2009. Di particolare interesse, inoltre, risultano essere i riflessi di fiscalità internazionale connessi agli *stock option plans*.

### 2. Normativa previgente

La disciplina fiscale delle *stock option* è stata introdotta dall'ordinamento italiano dal Decreto Legislativo del 2 settembre 1997, n. 314. Nella sua

---

<sup>(66)</sup> Cfr. art. 36, comma 25, del Decreto Legge del 4 luglio 2006, n. 223, convertito nella Legge del 4 agosto 2006, n. 248.

<sup>(67)</sup> Cfr. Decreto Legge del 3 ottobre 2006, n. 262, convertito nella Legge del 24 novembre 2006, n. 286.

<sup>(68)</sup> Cfr. Decreto Legge del 25 giugno 2008, n. 112, – rubricato "*Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria*" – convertito, con modificazioni, in Legge del 6 agosto 2008, n. 133.

originaria formulazione tale normativa disponeva la non concorrenza al reddito da lavoro dipendente, ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (Irpef), del valore delle azioni assegnate ai dipendenti. Tale Decreto aveva, infatti, novellato l'allora art. 48 comma 2, lett. g) (successivamente art. 51, nella rinumerazione operata dal D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344), del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (D.P.R. del 22 dicembre 1986, n. 917, in prosieguo "TUIR") disponendo che non concorrono a formare il reddito "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" non prevedendo, di fatto, alcun limite quantitativo, né temporale; in altri termini, l'esclusione dalla determinazione del reddito operava completamente.

Tuttavia, una normativa così strutturata permetteva non solo di operare manovre elusive da parte dell'impresa, ma tradiva a pieno la *ratio* ispiratrice della norma. Infatti, l'assenza di limiti quantitativi, nonché temporali, permetteva alle imprese di riquilibrare una parte della retribuzione dei lavoratori in *benefits* da *stock option*, trasformando uno strumento di fidelizzazione e di incentivazione in uno strumento per ridurre il carico fiscale e contributivo.

A seguito delle possibili manovre elusive che potevano generarsi dall'introduzione di tale normativa, la disciplina in oggetto è stata completamente riformulata con l'introduzione del D.Lgs. 23 dicembre 1999, n. 505; in particolare tali modifiche, oltre ad imporre limiti per correggere gli effetti distorsivi sopra evidenziati, realizzava le diverse finalità sottese ai piani di *stock options* distinguendo:

**a.** alla lettera g) del comma 2 dell'allora art. 48 (oggi art. 51, nella rinumerazione operata dal D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344) del TUIR, la disciplina sui piani rivolti alla generalità di dipendenti (normativa, ad oggi, ancora vigente);

**b.** alla successiva lettera *g-bis*), la disciplina sui piani per categorie di dipendenti o per singoli dipendenti.

Con riferimento alla tipologia *sub a)*, è stata presa in considerazione l'ipotesi dell'assegnazione od offerta di azioni alla generalità dei dipendenti, al fine di favorire il cosiddetto "azionariato dei lavoratori". In particolare la norma, attualmente ancora in vigore, prevede che non concorre a formare il reddito il valore delle azioni offerte alla generalità dei dipendenti, alle seguenti condizioni: *a)* che il valore delle azioni offerte non sia superiore a 4 milioni [euro 2.065,83; *n.d.r.*], in ciascun periodo d'imposta (anno solare); *b)* che le azioni 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. Viceversa, con riferimento ai piani di *stock option* realizzati a favore di solo alcuni dipendenti, la norma disponeva la non imponibilità della "(...) differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente, a condizione che il predetto ammontare sia almeno pari al valore delle azioni stesse alla data dell'offerta; se le partecipazioni, i titoli o i diritti posseduti dal dipendente rappresentano 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 concorre in ogni caso interamente a formare il reddito".

In altri termini, qualora l'ammontare corrisposto dal dipendente al momento dell'esercizio dell'opzione (c.d. *strike price*) risultasse almeno pari al valore di mercato che le azioni avevano al momento dell'offerta delle opzioni (c.d. *grant date*), sempre che le partecipazioni, titoli e diritti ricevuti dal dipendente rappresentassero una percentuale di diritto di voto nell'assemblea ordinaria (o di partecipazione al capitale sociale) inferiore al 10 per cento, la differenza tra il valore di mercato delle azioni al momento in cui è esercitata l'opzione (c.d. *exercise date*) e lo *strike price* non generava un reddito di lavoro dipendente imponibile.

La disciplina fiscale agevolata in parola, contenuta nella lettera *g-bis*), ha subito una duplice stretta nel corso del 2006; *in primis*, in sede di conversione del c.d. Decreto Visco – Bersani (Legge del 4 agosto 2006, n. 248), l'agevolazione in commento è stata subordinata alle seguenti condizioni:

- a. che le azioni non siano cedute né costituite in garanzia prima del trascorrere di cinque anni dalla data dell'assegnazione (c.d. "*lock-up*");
- b. che il valore delle azioni assegnate non sia superiore complessivamente, nel periodo d'imposta, alla retribuzione annua del dipendente, con riguardo al periodo d'imposta precedente.

Ne deriva che, come osservato dall'Amministrazione Finanziaria con Circolare del 4 agosto 2006, n. 28/E, l'agevolazione era subordinata al verificarsi di due ulteriori condizioni rispetto alla normativa previgente, ossia che il dipendente non avesse ceduto le azioni ricevute nei cinque anni successivi alla data dell'assegnazione e che nello stesso periodo quinquennale su di esse non siano costituite garanzie in qualsiasi forma (esempio: pegno, disposizioni di mandato a vendere).

Tali condizioni sono state ulteriormente modificate con il successivo

Decreto Legge del 3 ottobre 2006, n. 262; in particolare, a seguito di tale intervento legislativo, il regime agevolativo in parola è stato riconosciuto al verificarsi delle seguenti condizioni:

- a. l'opzione deve essere esercitabile non prima che siano scaduti tre anni dalla sua attribuzione;
- b. al momento in cui l'opzione è esercitabile, la società risulti quotata in mercati regolamentati;
- c. il beneficiario delle azioni deve mantenere per almeno i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione un investimento nei titoli oggetto di opzione non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente (vincolo di *lock-up*).

I benefici fiscali connessi al c.d. azionariato popolare (art. 51, comma 2.lett. g)), invece, non sono stati modificati dalle manovre intervenute nel corso del 2006.

### 3. Novità introdotte dal Decreto Legge del 25 giugno 2008, n. 112

#### 3.1. Abolizione del regime fiscale agevolato delle *stock option*

L'articolo 82<sup>(69)</sup>, comma 23, del Decreto Legge 25 giugno 2008 n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 26 agosto 2008, n. 133, ha definitivamente previsto l'abolizione del regime agevolato in materia di *stock option* di cui al paragrafo precedente.

In particolare, tale normativa ha disposto l'abrogazione della lettera *g-bis*) contenuta nel più volte citato comma 2 dell'articolo 51 del Tuir e, di conseguenza, ha sancito che la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'esercizio del diritto di opzione e l'ammontare corrisposto dal dipendente concorre sempre a formare il reddito imponibile da lavoro dipendente<sup>(70)</sup>.

In altri termini, con l'entrata in vigore del D.L. n. 112/2008, la differenza tra il valore normale dei titoli al momento dell'assegnazione ed

---

<sup>(69)</sup> Cfr. art. 82 – rubricato “*Banche, assicurazioni, fondi di investimento immobiliari «familiari» e cooperative*” – comma 23, del Decreto Legge n. 112/2008.

<sup>(70)</sup> Cfr., a commento, F. Crovato, *Le remunerazioni dei «manager» dopo l'abrogazione dell'agevolazione alle «stock option»*, in Corr. Trib., n. 30/2008, pagg. 2410 e ss.; F. delli Falconi, G. Marianetti, *«Stock option», piena tassazione quale reddito di lavoro dipendente*, in Corr. Trib., n. 35/2008, pagg. 2821 e ss.

il prezzo pagato dal lavoratore per l'esercizio dell'opzione è qualificato come reddito da lavoro dipendente e, di conseguenza, è assoggettato a tassazione secondo le ordinarie aliquote progressive previste in materia di tassazione delle persone fisiche (IRPEF). A tal fine rileva, pertanto, quanto stabilito dall'art. 9, comma 4, del TUIR in materia di determinazione del valore normale dei titoli azionari che sarà determinato, in via generale:

- per le azioni negoziate in mercati regolamentati italiani o esteri, in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese;
- per le altre azioni, in proporzione al valore del patrimonio netto della società.

Una volta esercitata l'opzione, essendo esaurito il *benefit* imponibile riconosciuto al dipendente, gli ulteriori (*rectius*: eventuali) incrementi patrimoniali connessi alle azioni ricevute non rientreranno più nella categoria dei redditi da lavoro dipendente, bensì dovranno ricollegarsi ad altre categorie reddituali quali i redditi di capitali, ovvero i redditi diversi. Il relativo compenso in natura, come precisato dall'Amministrazione Finanziaria con Circolare del 9 settembre 2008, n. 54/E<sup>(71)</sup>, deve essere assoggettato a ritenuta d'acconto ai sensi dell'art. 23 del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600. A tale fine, il datore di lavoro dovrà cumulare il compenso in natura derivante dall'esercizio delle opzioni con la retribuzione del periodo di paga nel quale è avvenuta l'assegnazione delle azioni. Sul punto, inoltre, la Circolare Ministeriale in commento ha precisato che *“in caso di incapienza dei contestuali pagamenti in denaro sui quali il datore di lavoro possa esercitare il diritto di rivalsa sulle ritenute da operare, il dipendente sarà tenuto a versare al datore di lavoro l'ammontare della ritenuta per la quale la rivalsa non sia stata operata, ai sensi dell'articolo 23, primo comma, ultimo periodo, del D.P.R. n. 600 del 1973<sup>(72)</sup>”*. Nella seguente tabella viene fornito un esempio numerico di come le novità introdotte dalla Manovra Estiva 2008 influenzano la tassazione del *fringe benefit* da *stock option* in capo al dipendente.

---

<sup>(71)</sup> Cfr., a commento, S. Servidio, *Abolizione del regime fiscale delle stock option*, in Prat. Fisc. Professionale, n. 39/2008, pagg. 25 e ss.; G. Stancati, *Effetti sulle politiche del lavoro e previdenziali dell'abrogazione del regime sulle «stock option»*, in Corr. Trib., n. 42/2008, pagg. 3433 e ss.

<sup>(72)</sup> L'art. 23, comma 1, ultimo periodo del D.P.R. n. 600/1973 recita *“Nel caso in cui la ritenuta da operare sui predetti valori non trovi capienza, in tutto o in parte, sui contestuali pagamenti in denaro, il sostituto è tenuto a versare al sostituto l'importo corrispondente all'ammontare della ritenuta”*. Cfr., sul punto, anche Ris. Min. del 12 giugno 2002, n. 186.

	<b>Euro</b>
Prezzo di esercizio delle opzioni	20.000
Valore normale delle azioni al momento dell'esercizio dell'opzione	45.000
<b>Differenza</b>	<b>25.000</b>
Aliquota media IRPEF <sup>(73)</sup>	30%
<b>Imposta</b>	<b>7.500</b>

### 3.2. Cessione delle azioni

Nel caso in cui il dipendente, a seguito dell'esercizio dell'opzione, decidesse di cedere le azioni ricevute, l'eventuale plusvalenza che ne deriverebbe è assoggettata a tassazione quale *capital gain* ai sensi dell'art. 68, comma 6, del TUIR, con aliquota del 12,50%. Al riguardo si ricorda che l'art. 68 del Tuir, disciplinante le plusvalenze all'interno dei redditi diversi, dispone al comma 6, in via generale, che al fine di determinare le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni occorre calcolare la differenza tra il corrispettivo percepito e il costo o il valore di acquisto assoggettato a tassazione, aumentato di ogni onere inerente. Anche in tal caso, come per la determinazione del *fringe benefit* tassato in capo al dipendente al momento dell'esercizio dell'opzione, al fine di determinare il valore normale delle azioni cedute bisogna fare riferimento all'art. 9, comma 4 del TUIR. Sul punto, tuttavia, sulla base di precedenti chiarimenti ministeriali<sup>(74)</sup> sulla nozione di valore normale dei titoli negoziati (che deve essere determinato quale media delle quotazioni registrate tra la data fiscalmente rilevante ed il giorno corrispondente del mese precedente), si osserva che anche nel caso di rivendita delle azioni contestuale all'esercizio dell'opzione (c.d. *cashless exercise*) potrebbe emergere un reddito imponibile laddove, per «oscillazioni borsistiche», il corrispettivo di cessione superi la menzionata media.

La citata Circolare Ministeriale n. 54/2008 ha ricordato, inoltre, che “*ai fini della determinazione della plusvalenza imponibile deve essere assunto nel costo di acquisto delle azioni il valore assoggettato a tassazione quale reddito di lavoro dipendente*”, mentre l'eventuale minusvalenza realizzata, determinata secondo i medesimi criteri applicabili per le plusvalenze, “*è compensabile con plusvalenze della stessa natura nell'ambito del regime del risparmio amministrato ovvero della dichiarazione*”.

<sup>(73)</sup> Andrebbero applicate le ordinarie aliquote progressive ex art. 11 del TUIR, ma per semplicità di calcolo si è presupposta un'aliquota media del 30%.

<sup>(74)</sup> Cfr. Cir. Min. n. 30/2000 e n. 98/2000, nonché la Ris. Min. n. 29/2001.

Ciò premesso, pertanto, si osserva che a seguito dell'entrata in vigore del D.L. 122/2008, essendo stata abrogata la lettera g-bis) del comma 2 dell'art. 51, l'esercizio dell'opzione da parte del dipendente e la conseguente assegnazione delle azioni determinerà sempre un duplice effetto rispetto al passato:

- da una parte, verrà a generarsi un maggior reddito da lavoro dipendente, soggetto a tassazione ordinaria mediante l'applicazione delle aliquote fiscali IRPEF di cui all'art. 11 del TUIR;
- dall'altra, qualora il dipendente assegnatario delle azioni decidesse di cederle, si darà luogo a un minor *capital gain* tassato con applicazione di un'aliquota fissa del 12,5%.

Nella seguente tabella è mostrato un esempio numerico di quanto sopra descritto<sup>(75)</sup>, ponendo altresì in risalto le differenze tra l'attuale normativa e quella previgente.

	<b>Euro</b>
Prezzo di esercizio delle opzioni	20.000
Valore normale delle azioni al momento dell'esercizio dell'opzione	45.000
Valore delle azioni al momento della cessione	55.000

	<b>D.L. 112/2008 (valori in Euro)</b>	<b>Normativa previgente (valori in Euro)</b>
Fringe benefit al momento dell'esercizio dell'opzione	25.000	25.000
Reddito lavoro dipendente	25.000	0
<b>Imposte (aliquota media IRPEF 30%<sup>(76)</sup>)</b>	<b>7.500</b>	<b>0</b>
<i>Capital gain</i> effettivo	35.000	35.000
<i>Capital gain</i> imponibile	10.000	35.000
<b>Imposta sul capital gain (12,5%)</b>	<b>1.250</b>	<b>4.375</b>
<b>Carico fiscale totale per il dipendente</b>	<b>8.750</b>	<b>4.375</b>
<b>Realizzo netto per il dipendente</b>	<b>26.250</b>	<b>30.625</b>

<sup>(75)</sup> Per semplicità, nell'esempio si è assunto che il piano di *stock option* rispetti tutte le condizioni necessarie al fine di beneficiare del regime fiscale agevolato previsto dalla previgente normativa. Non si è tenuto conto, inoltre, dei riflessi contributivi.

<sup>(76)</sup> Andrebbero applicate le ordinarie aliquote progressive ex art. 11 del TUIR, ma per semplicità di calcolo si è presupposta un'aliquota media del 30%.

### 3.3. Azionariato popolare

Come osservato dalla stessa Circolare Ministeriale n. 54/2008, la riforma dell'estate 2008 non ha apportato alcuna modifica alla disciplina relativa al c.d. azionariato popolare di cui alla lett. g) del comma 2 dell'art. 51 del TUIR che, pertanto, rimane invariato. In particolare, la Circolare in commento ha precisato che *“rimane ferma l'esclusione dal reddito di lavoro dipendente del valore delle azioni offerte ai dipendenti a condizione che le azioni: 1) siano offerte alla generalità dei dipendenti; 2) abbiano un valore complessivamente non superiore ad € 2.065,83 per ciascun periodo di imposta; superata tale soglia, la sola eccedenza è assoggettata ad imposizione; 3) non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla assegnazione”*.

Tuttavia, è opportuno precisare che tale forma di azionariato ai dipendenti ha una finalità del tutto diversa rispetto a quella contenuta nell'ormai abrogata disciplina *ex art. 51, comma 2, lettera g-bis*), ossia una finalità essenzialmente permeata da un tradizionale intento di *favor* e di promozione sociale<sup>(77)</sup> che è da considerarsi estranea alle politiche retributive mirate ad accrescere il valore aziendale fidalizzando, tra l'altro, le migliori risorse<sup>(78)</sup>. Ad ogni modo, sottolinea sempre l'Amministrazione Finanziaria, *“nel caso di assegnazione gratuita delle azioni, all'atto della successiva cessione l'intero importo del corrispettivo percepito continua a configurarsi come plusvalenza assoggettata ad imposta sostitutiva nella misura del 12,50 per cento”*.

### 3.4. Decorrenza

L'articolo 82, comma 24, del D.L.n. 112/2008 disciplina la decorrenza delle novità fiscali esaminate nel paragrafo precedente. In particolare, tale comma prevede che l'abrogazione della normativa agevolata per *le stock option* *“si applica in relazione alle azioni assegnate ai dipendenti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto”*. Sul punto è opportuno precisare che la data di assegnazione delle azioni coincide con quella di esercizio del diritto di opzione, a prescindere dal fatto che la materiale emissione o consegna del titolo (o le equivalenti annotazioni contabili) avvengano in un momento successivo.

---

<sup>(77)</sup> Cfr., in tal senso, F. Crovato, *Le remunerazioni dei “manager” dopo l'abrogazione dell'agevolazione alle “stock option”*, in *Corr. Trib.*, n. 30/2008, pag. 2412.

<sup>(78)</sup> Cfr., sul punto, G. Stancati, *Effetti sulle politiche del lavoro e previdenziali dell'abrogazione del regime sulle «stock option»*, op. cit., pag. 3435.



Come ricorda la Circolare Ministeriale n. 54/2008, che riprende quanto già chiarito dalle precedenti Risoluzioni del 12 dicembre 2007 n. 366/E e del 29/E del 20 marzo 2001, il diritto di opzione consegue alla stipula di un contratto con il quale viene attribuito ad una parte il diritto di costituire il rapporto contrattuale definitivo mediante una nuova dichiarazione di volontà. Quindi, diversamente dalla parte vincolata (ossia il datore di lavoro), che non è tenuta a emettere altre dichiarazioni di consenso, il dipendente che decida di esercitare il diritto di opzione deve manifestare espressamente la volontà di addivenire alla costituzione del contratto definitivo. Ne consegue che le azioni riservate al dipendente rientrano nella sua disponibilità giuridica, risultando ad esso assegnate, nel momento in cui egli esercita il diritto di opzione. Pertanto, nelle parole dell'Amministrazione Finanziaria, *“l’abrogazione del regime fiscale agevolato delle stock option opera, quindi, anche in relazione ai piani già deliberati alla data di entrata in vigore del decreto legge n. 112 del 2008, con riferimento alle azioni assegnate a decorrere da tale data (25 giugno 2008). Ricorrendo tutte le condizioni richieste dalla legge, il regime fiscale agevolato continua, invece, ad applicarsi alle azioni già assegnate alla predetta data”*.

#### 4. Problematiche inerenti il principio del legittimo affidamento e della certezza del diritto

Dall'analisi effettuata sui recenti sviluppi della disciplina fiscale in materia di *stock option* emerge come l'*appeal* del *benefit* azionario sia stato piuttosto ridimensionato negli ultimi anni fino ad arrivare, con la manovra estiva del 2008, alla completa abolizione di qualsiasi vantaggio fiscale connesso a tale strumento di incentivazione (fatta salva, naturalmente, la disciplina in materia di azionariato popolare).

Ciò premesso, tuttavia, è doveroso osservare che a prescindere dai giudizi positivi, ovvero negativi, delle novità introdotte, le continue modifiche legislative che sono intervenute a partire dal 2006 hanno eccessivamente colpito quelli che sono i principi di certezza del diritto, dimostrando come il nostro Legislatore non si sia dimostrato particolarmente sensibile a quanto disposto dallo Statuto dei Diritti del Contribuente<sup>(79)</sup>. Il principio del legittimo affidamento e della certezza del diritto è, inoltre, anche un cardine dell'ordinamento comunitario e quindi,

---

<sup>(79)</sup> Cfr. Legge del 27 luglio 2000, n. 212.

come sancito dalla Corte di Giustizia UE<sup>(80)</sup>, deve essere rispettato dagli Stati Membri. In particolare, la violazione di tale principio può produrre effetti distorsivi sull'applicazione del principio comunitario della libertà di stabilimento e circolazione dei lavoratori.

## 5. Disciplina fiscale delle *stock option* in ambito internazionale

Le disposizioni in materia di azionariato ai dipendenti in ambito internazionale sono disciplinate all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione contro le doppie imposizioni, nel quale vengono forniti importanti chiarimenti in materia di tassazione dei redditi da lavoro subordinato<sup>(81)</sup>.

Al riguardo, si osserva che il Commentario al Modello (ossia il documento interpretativo del Modello OCSE) è stato oggetto di continui aggiornamenti, l'ultimo dei quali è intervenuto nel luglio 2008. Tali ultime modifiche, tuttavia, non hanno introdotto rilevanti novità in materia di *stock option*: disciplina che invece era stata completamente riformata nel corso del 2005 quando l'OCSE decise di introdurre, all'interno del Commentario all'art. 15, uno specifico Paragrafo dedicato interamente ai c.d. *stock option plan*<sup>(82)</sup>; tale introduzione è stata sollecitata da un intervento del Comitato per gli Affari Fiscali dell'OCSE che, nel marzo 2002, aveva diffuso un *public discussion draft*<sup>(83)</sup> nel quale veniva data evidenza di alcune problematiche di fiscalità internazionale, verificatesi a seguito dell'utilizzo

---

<sup>(80)</sup> Cfr., tra le altre, Sentenza, quella del 29 aprile 2004, cause riunite C-487/01 e C-7/02 e quella del 29 aprile 2004, C-17/01; cfr., al riguardo, M. Piazza, *Distorsioni senza confini*, in *Il Sole 24 Ore* del 29 gennaio 2007, 28.

<sup>(81)</sup> Cfr., al riguardo, F.P.G. Pötgens, M. Jakobsen, *Cross-Border Taxation of Employee Stock Options: How to Improve the OECD Commentary – Part 1*, in *European Taxation*, nn. 7-8/2007, pagg. 407 e ss.; F.P.G. Pötgens, M. Jakobsen, *Cross-Border Taxation of Employee Stock Options: How to Improve the OECD Commentary – Part 2*, in *European Taxation*, nn. 7-8/2007, pagg. 467 e ss.; G. Stancati, *Stock options e mobilità internazionale*, in AA.VV., *Atti del convegno "Expatriates. Lavoratori italiani all'estero e stranieri in Italia"*, Milano, 15-16 novembre 2006, a cura di Synergia Formazione; F. Crovato, *Stock option, strumenti finanziari e retribuzioni variabili*, op. cit., pagg. 135 e ss.; N. Lanteri, *Le stock options assegnate ai lavoratori dipendenti: aspetti di diritto internazionale tributario*, in *Dir. prat. trib. int.*, 2003, pagg. 459 e ss.

<sup>(82)</sup> Cfr. Commentario all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione contro le Doppie Imposizioni, Sezione "*The treatment of employee stock-options*" (Parr. 12-12.15); cfr., al riguardo, F. Delli Falconi, e G. Marianetti, *I piani di «stock option» nel nuovo modello OCSE*, in *Corr. Trib.*, n. 43/2005, pag. 3386; S. Guglielmi, *Modifiche al Commentario OCSE in materia di stock options transnazionali*, in *Fiscalità Internazionale* n. 4/2005, pagg. 327 e ss.

di tali strumenti di incentivazione/remunerazione. Nel Commentario ante 2005, infatti, veniva dato poco spazio alla tematica in commento, in quanto veniva solo affermato il principio secondo cui il *fringe benefit* derivante da un piano di *stock option* dovesse essere ricompreso nella nozione di “*salaries, wages and other similar remuneration*” di cui all’art. 15 del Modello di Convenzione. Ne conseguivano non trascurabili problematiche in merito alla determinazione del momento in cui la partecipazione di un dipendente ad uno *stock option plan* cessasse di essere collegata al rapporto di lavoro, per tradursi nella natura speculativa collegata all’incremento di valore delle azioni. Tale problematica è stata affrontata nella versione del Commentario 2005, nel quale si è individuata una linea di demarcazione fra ciò che costituisce un beneficio legato al rapporto di lavoro (art. 15 Modello OCSE di Convenzione contro le doppie imposizioni), e ciò che deve essere qualificato come *capital gain* (art. 13 Modello OCSE di Convenzione contro le doppie imposizioni)<sup>(84)(85)</sup>.

Sul punto il Commentario definisce quale reddito di lavoro dipendente qualsiasi beneficio afferente l’attribuzione delle opzioni; in altri termini, l’incremento di valore delle opzioni, prima che queste vengano esercitate, ovvero cedute, dal lavoratore rientra fra i salari e compensi disciplinati dall’art. 15 del Modello di Convenzione. Viceversa, qualora tale incremento si verifichi successivamente all’esercizio dell’opzione, tale profitto deve necessariamente inquadrarsi quale *capital gain* e, di conseguenza, rientrare nella disciplina *ex art. 13* del Modello in parola<sup>(86)</sup>.

---

<sup>(83)</sup> Cfr. Rapporto OCSE “*Cross-border income tax issues arising from employeestock options plans, 2002*”; a commento si veda Documento della Fondazione Luca Pacioli, del 28 novembre 2002, n. 27.

<sup>(84)</sup> Cfr. Art. 13 del Modello di Convenzione contro le Doppie Imposizioni, rubricato “*Capital gains*”. In particolare, il comma 5 dispone che “*Gains from the alienation of any property (...) shall be taxable only in the Contracting State of which the alienator is a resident*”.

<sup>(85)</sup> Cfr. Par. 12.2, Commentario all’art. 15 del Modello OCSE di Convenzione contro le doppie imposizioni.

<sup>(86)</sup> Sul punto il Commentario precisa che lo Stato della fonte può assoggettare ad imposizione unicamente il beneficio attribuibile alle opzioni fino al momento dell’esercizio (ovvero alienazione) e non quello attribuibile al successivo possesso delle azioni acquisite a seguito dell’esercizio. Infatti, al Par. 12.3, viene precisato che “*the State of source could tax the relevant income at the time the option is granted, at the time the option is exercised (or alienated), at the time the share is sold or at any other time. The State of source, however, may only tax the benefits attributable to the option itself and not what is attributable to the subsequent holding of shares acquired upon the exercise of that option*”.

Sul punto, lo stesso Commentario osserva che tale principio non deve essere influenzato dalle valutazioni che i singoli ordinamenti interni possono prevedere sia in merito alla qualificazione del reddito, che all'individuazione del momento impositivo dello stesso. Ne consegue che un determinato componente positivo di reddito potrà essere qualificato quale *capital gain* dalla normativa interna prevista da un singolo Stato contraente, mentre da un punto di vista pattizio potrebbe rientrare nelle disposizioni contenute all'art. 15 del Modello OCSE<sup>(87)</sup>.

La seconda problematica affrontata dal nuovo Commentario riguarda la determinazione dei criteri di collegamento che consentono di ricondurre l'attribuzione delle opzioni all'attività esercitata in un determinato Stato contraente. Tale problematica risulta particolarmente complessa, in quanto nelle problematiche inerenti le *stock option* si è spesso in presenza di una frequente dissociazione temporale tra beneficio realizzato dal dipendente e attività da quest'ultimo prestata. Al riguardo, il Commentario attualmente precisa che la valutazione del se, e fino a che punto, la *stock-option* del dipendente sia da considerarsi derivante da attività svolta in un particolare Stato, va effettuata caso per caso; in particolare, è necessario tener conto di tutte le circostanze rilevanti, tra cui le condizioni contrattuali associate a tale *stock option* (ad esempio, le condizioni in base alle quali l'opzione concessa può essere esercitata o ceduta)<sup>(88)</sup>. Al riguardo vengono esposti alcuni principi di carattere generale.

Il primo principio<sup>(89)</sup> al quale viene fatto riferimento prevede che l'attribuzione delle opzioni può essere considerata connessa ai servizi (ossia la prestazione di attività lavorativa) resi dal dipendente nel corso del *vesting period*, non a quelli prestati successivamente a tale periodo.

In particolare, tale intervallo temporale deve necessariamente essere distinto dal periodo di maturazione nel caso in cui questo rappresenti una mera dilazione dell'esercizio delle opzioni (cd. *blocking period*), che pertanto non può essere connesso allo svolgimento di un'attività lavorativa, nonché dal caso in cui il piano preveda l'esistenza di un rapporto lavorativo alla data di esercizio, pena la decadenza delle opzioni maturate, ma non ancora

---

<sup>(87)</sup> Cfr., sul punto, F. Delli Falconi, e G. Marianetti, *I piani di «stock option» nel nuovo modello OCSE*, op. cit., pag. 3386.

<sup>(88)</sup> Cfr. Par. 12.6 del Commentario all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione Contro le Doppie Imposizioni.

<sup>(89)</sup> Cfr. Par. 12.7 del Commentario all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione Contro le Doppie Imposizioni.

esercitate. Con riferimento a tale secondo caso si osserva come l'esistenza di un rapporto lavorativo non può implicare, di per sé, che le opzioni devono necessariamente riferirsi all'attività prestata successivamente al *vesting period*.

Il secondo principio<sup>(90)</sup> prevede che una *stock-option* possa essere considerata, per espressa previsione contrattuale, connessa ai servizi svolti prima del momento in cui questa viene concessa; al riguardo, basti pensare al caso in cui, a prescindere da un'attuale o futura attività lavorativa, l'attribuzione delle opzioni sia legata a determinate condizioni, quali il raggiungimento di determinati livelli di *performance*, ovvero il raggiungimento di una determinata anzianità lavorativa.

Infine il terzo, nonché ultimo, principio<sup>(91)</sup> riguarda alcuni casi dubbi per i quali non parrebbe chiaro se le opzioni siano collegate all'attività svolta in passato, ovvero quella che sarà svolta in futuro; in particolare, è lo stesso Commentario che, intervenendo sull'argomento, inquadra gli *stock option plan* come uno strumento volto, tipicamente, ad incentivare, nonché remunerare, *performance* future.

Ulteriore problematica che potrebbe emergere in ambito internazionale riguarda il caso in cui l'attività lavorativa dei soggetti beneficiari delle *stock option* sia prestata in più Stati; infatti, in tale fattispecie, la corretta individuazione del reddito prodotto nei diversi Stati diventa di primaria importanza, in quanto è necessario comprendere:

- la potestà impositiva dello Stato della fonte;
- l'applicabilità, o meno, del secondo comma dell'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione contro le Doppie Imposizioni;
- l'applicazione delle metodologie pattizie previste al fine di redimere le doppie imposizioni (ossia metodo dell'esenzione e metodo del credito di imposta contenuti, rispettivamente, agli artt. 23 A e 23 B del Modello OCSE).

Sul punto, si osserva che la soluzione disposta dal Commentario prevede di calcolare i giorni di effettivo svolgimento dell'attività lavorativa negli Stati coinvolti e riparametrarli ai giorni complessivi a cui si riferiscono le attività che le opzioni vanno a remunerare. Così, nel caso in

---

<sup>(90)</sup> Cfr. Par. 12.11 del Commentario all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione Contro le Doppie Imposizioni.

<sup>(91)</sup> Cfr. Par. 12.13 del Commentario all'art. 15 del Modello OCSE di Convenzione Contro le Doppie Imposizioni.

cui il lavoratore presti la sua opera, nell'arco di un anno, per 65 giorni in uno Stato contraente A (stato della residenza) e per 195 giorni nell'altro Stato contraente B (Stato della fonte), il beneficio derivante dalle opzioni sarà attribuibile per il 75% a tale secondo Stato, con la conseguenza che lo Stato A ha diritto di sottoporre ad imposizione l'intero *benefit* derivante dallo *stock option plan*, mentre lo stato B ne può assoggettare a tassazione unicamente il 75%.

Tuttavia, in tal caso, il Paese della residenza (nell'esempio, lo Stato A) deve eliminare la doppia imposizione applicando uno dei due criteri previsti dall'art. 23 del Modello di Convenzione OCSE (metodo dell'esenzione, ovvero del credito di imposta)<sup>(92)</sup>.

Qualora gli Stati raggiungano conclusioni differenti nell'applicazione dei suddetti principi, al fine di evitare una doppia imposizione, questi sono incoraggiati ad utilizzare la procedura amichevole prevista dall'art. 25 del Modello di Convenzione OCSE contro le Doppie Imposizioni.

Alla luce delle modifiche sopra analizzate, non possono che essere apprezzati i lavori dell'OCSE in materia di *stock option*, in quanto hanno colmato un vuoto interpretativo che poteva creare non trascurabili problematiche in materia di fiscalità internazionale. Tuttavia alcune di queste, come osservato dalla dottrina<sup>(93)</sup>, seppur risolte con le citate modifiche, meriterebbero un ulteriore approfondimento.

Ulteriori problematiche, infine, potrebbero sorgere con riferimento alle politiche di *transfer pricing* adottate dalle imprese multinazionali, in quanto potrebbe risultare molto complesso determinare il prezzo di esercizio delle opzioni coerentemente con l'*arm's length principle*<sup>(94)</sup>.

---

<sup>(92)</sup> Cfr. Par. 12.14 del Commentario all'art. 15 del Modello Ocse contro le Doppie Imposizioni.

<sup>(93)</sup> Cfr., sul punto, F. Delli Falconi, e G. Marianetti, *I piani di «stock option» nel nuovo modello OCSE*, pag. 3388. In particolare, gli Autori osservano che in caso di operazioni straordinarie "potrà infatti accadere che l'operazione straordinaria comporti la sostituzione delle opzioni originariamente attribuite con «nuove» opzioni oppure un mutamento delle azioni oggetto delle opzioni (è questo il caso in cui le opzioni, originariamente attribuite da una data società, potrebbero, a seguito di una di fusione per incorporazione, dare diritto ad acquisire non più azioni dell'incorporata, ma dell'incorporante, secondo il rapporto di concambio), creando notevoli problemi applicativi in merito alla corretta qualificazione reddituale innanzi descritta".

<sup>(94)</sup> Cfr. Report OCSE, *Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing*, 2006; cfr., sul punto, N. Lanteri, *The Charge of employee stock option benefits within an international group of companies and transfer pricing issues from an italian perspective*, in *Diritto e Pratica Tributaria Internazionale*, n. 3/2007, pagg. 895 e ss.

## 6. Il trattamento dei costi di *stock option* per le imprese

Come si è avuto modo di analizzare in precedenza, gli strumenti che il Legislatore civilistico ha messo a disposizione delle imprese al fine di permettere la diffusione di azionariato ai dipendenti sono sostanzialmente due:

**a.** l'aumento di capitale con offerta in sottoscrizione ai dipendenti, senza necessità di prevedere un sovrapprezzo, disciplinata dall'art. 2441, ultimo comma, del Codice Civile;

**b.** la cessione ai dipendenti che esercitano l'opzione all'acquisto, compatibilmente con i limiti e le cautele poste dalla norma civilistica, di azioni proprie, ovvero azioni delle società controllanti o controllate, già in circolazione.

Tali differenti ipotesi sono caratterizzate da un differente trattamento contabile-fiscale. Nel caso *sub a)*, infatti, l'onere dell'operazione è sopportato dai soci, i quali vedono annacquato il valore delle proprie partecipazioni rinunciando al sovrapprezzo senza, peraltro, ricevere alcun corrispettivo da parte dei nuovi soci; viceversa, nella seconda ipotesi si renderebbe imputabile a conto economico la differenza tra il valore di carico delle azioni e l'eventuale minor prezzo corrisposto dai dipendenti, con la conseguenza che tale differenza potrà essere dedotta fiscalmente<sup>(95)</sup>.

Oltre a ciò, si osserva come nella prassi spesso vengano assegnate azioni provenienti da altre società del gruppo, con connesso riaddebito del costo alla società datrice di lavoro; sul punto è ragionevole ritenere che tale riaddebito deve considerarsi un costo inerente, e pertanto deducibile, dal reddito di impresa, come confermato dalla constatazione che tali società dovrebbero, altrimenti, procurarsi sul mercato azioni di analogo valore<sup>(96)</sup>. Tuttavia, l'entrata in vigore degli IAS/IFRS potrebbe avere rilevanti riflessi sull'impianto contabile-fiscale sopra evidenziato, tanto che alcuni Autori<sup>(97)</sup> sono giunti alla conclusione che le imprese, qualora redigano il bilancio secondo i Principi Contabili Internazionali, possano

---

<sup>(95)</sup> Tale trattamento contabile-fiscale è previsto sia nel caso in cui si tratti di azioni proprie già detenute in portafoglio, che nel caso in cui siano state acquistate sul mercato.

<sup>(96)</sup> Cfr., sul punto, Circolare Assonime n. 23/2007.

<sup>(97)</sup> Cfr., per tutti, M. Piazza, *Principi contabili internazionali Ias-Ifrs: aspetti fiscali dei pagamenti basati su azioni*, in *Il Fisco*, n. 27/2008, pagg. 4840 e ss. M. Piazza, *Stock option, deducibilità in bilico*, in *Il Sole-24 Ore*, del 19 dicembre 2005, pag. 30.

dedurre i costi rilevati in contabilità in sede di attribuzione dell'opzione. Infatti, come argomentato in precedenza, secondo l'IFRS 2, al momento dell'attribuzione ai dipendenti delle opzioni di acquisto a condizioni vantaggiose, la società deve rilevare un costo a conto economico.

Di conseguenza tale costo deve essere dedotto in quanto l'art. 83 del TUIR dispone che il reddito complessivo è determinato apportando all'utile o alla perdita risultante dal conto economico le variazioni in aumento o in diminuzione conseguenti all'applicazione dei criteri stabiliti nelle successive disposizioni sulla determinazione del reddito Ires e, fra queste, nessuna riguarda espressamente il costo relativo alle *stock option*.

Inoltre, è opportuno precisare che la Legge Finanziaria 2008 è intervenuta imponendo un principio di completa derivazione del reddito fiscale dal bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali. Il novellato art. 83 del TUIR, infatti, prevede che per i soggetti che redigono il bilancio secondo gli IAS, anche in deroga alle disposizioni dei successivi articoli del Tuir, valgono i criteri di qualificazione, imputazione temporale e classificazione in bilancio previsti dagli IAS stessi. Altra parte della dottrina<sup>(98)</sup> ha, invece, rilevato come tale impostazione non parrebbe condivisibile in quanto, da una parte l'assegnazione di *stock option* non comporta il sostenimento di alcun costo in quanto l'onere va a gravare sui soci della società, dall'altra che il costo non può ritenersi effettivamente sostenuto dall'impresa emittente (del resto, compensato da un incremento di patrimonio netto).

Al massimo, come osservato dall'Assonime nella circolare del 23 aprile 2007 n. 23<sup>(99)</sup>, si potrà parlare di un semplice costo-opportunità, ovvero di una "rinuncia" della società offerente al conseguimento di maggiori proventi, quali quelli che potrebbero essere conseguiti operando direttamente sul mercato mobiliare. Inoltre il componente negativo di reddito contabilizzato al momento dell'attribuzione delle opzioni esprime una mera aspettativa e, in quanto non certo ed oggettivamente determinabile<sup>(100)</sup>, non rispetta i criteri previsti dall'art. 109, comma 1, del Tuir<sup>(101)</sup>. Tale deducibilità potrebbe essere consentita, come osservato da

---

<sup>(98)</sup> Cfr., per tutti, M. Andriola, S. Di Vaia, *Stock option: la persistente detassazione dei redditi dei manager*, Il Fisco, n. 28/2007, pagg. 4081 e ss.

<sup>(99)</sup> Cfr. Circolare Assonime n.23/2007, cit., Paragrafo 6.

<sup>(100)</sup> Cfr., sul punto, la Circolare Ministeriale del 6 luglio 2007, n. 42/E in tema di deducibilità degli accantonamenti per indennità suppletiva di clientela.

<sup>(101)</sup> Ai sensi dell'art. 109, comma 1, del TUIR, seppur il criterio base per la deducibilità dei costi è il criterio di competenza, nel caso in cui tali costi non siano ancora



parte della dottrina<sup>(102)</sup>, esclusivamente per l'ulteriore componente negativo di reddito eventualmente sostenuto dal datore di lavoro nell'ipotesi in cui i dipendenti che esercitano l'opzione siano tenuti a pagare un prezzo inferiore a quello di approvvigionamento sul mercato da parte dell'impresa offerente. Solo in tal caso, infatti, si avrebbe una reale diminuzione patrimoniale per la società in quanto l'iscrizione a conto economico del costo per *stock option* sarebbe controbilanciata, come si è osservato nel capitolo dedicato all'IFRS 2, dall'iscrizione di una riserva indisponibile di pari importo che garantisce l'invarianza del patrimonio netto finale. Non può, invece, più richiamarsi, al fine di sostenere l'indeducibilità dei costi in esame, il fatto che il *fringe benefit* derivante dalle *stock option* non sia tassato in capo al dipendente: tale disciplina di favore, infatti, è stata abrogata dal più volte citato D.L. n. 112/2008<sup>(103)</sup>.

Altra problematica operativa riguarda la possibilità di dedurre, nel caso in cui il piano di *stock option* preveda l'assegnazione di azioni già in circolazione, la minusvalenza subita dall'impresa qualora il dipendente sia tenuto a pagare un prezzo per esercitare l'opzione inferiore al relativo valore di carico per l'impresa stessa. Sul punto è intervenuto recentemente il Gruppo di lavoro dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ivrea, Pinerolo e Torino<sup>(104)</sup> il quale ha osservato che tale minusvalenza transita necessariamente per il patrimonio netto e che tale circostanza potrebbe, di per sé, determinarne l'irrilevanza ai fini tributari, in forza delle citate modifiche apportate all'art. 83 del Tuir dalla Legge Finanziaria 2008. Tale Gruppo di lavoro ha altresì osservato che anche qualora si ritenga che tale transito a patrimonio non sia ostativo alla rilevanza fiscale della minusvalenza in esame, ci si deve pure chiedere se “(...) la minusvalenza possa risultare fiscalmente rilevante, alla stregua di un costo per prestazioni di lavoro dipendente (art. 95 del Tuir), con conseguente applicazione di tale ultima disciplina, anche in deroga alle diverse disposizioni dettate dall'art. 101 del

---

certi nell'*an* e nel *quantum*, questi evono essere dedotti nell'esercizio in cui tali condizioni si verificheranno.

<sup>(102)</sup> Cfr. S. Trettel, F. Crovato, *I costi da stock option nella determinazione del reddito della società emittente*, in *Dialoghi di Diritto Tributario*, n. 1/2008, pagg. 95 e ss.; M. Vergani, *IFRS2: Pagamenti basati su azioni*, in *Contabilità & Bilancio*, n. 4/2008, pag. 52.

<sup>(103)</sup> Cfr., sul punto, M. Piazza, *Principi contabili internazionali Ias-Ifrs: aspetti fiscali dei pagamenti basati su azioni*, op. cit., pagg. 4840.

<sup>(104)</sup> Cfr., Gruppo di lavoro dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ivrea, Pinerolo e Torino, *Ias/Ifrs e reddito d'impresa per società industriali e holding industriali*, pubblicato su *Il Fisco*, n. 19/2008, pagg. 3429 e ss.

*Tuir in materia di minusvalenze azionarie, e ciò almeno in relazione alla differenza positiva tra il valore di mercato delle azioni, alla data di esercizio delle opzioni, e lo strike price, visto che tale differenza (ancorché detassabile a determinate condizioni) costituisce per il dipendente/beneficiario un reddito di lavoro dipendente<sup>(105)</sup>(...)*”.

Si osserva, inoltre, come potrebbero derivare ulteriori problematiche interpretative anche nel caso inverso, ossia qualora (seppur rappresenta un caso infrequente nella pratica) lo *strike price* risulti superiore al costo sostenuto dall'impresa per l'acquisto delle azioni proprie: anche in tal caso, non è di semplice soluzione determinare quale sia il trattamento contabile della plusvalenza realizzata dalla società.

## 7. Regime previdenziale

La Legge del 6 agosto 2008, n. 133, che ha convertito in Legge il più volte citato Decreto Legge n. 112/2008, ha modificato anche il regime di imponibilità ai fini previdenziali delle azioni assegnate ai dipendenti. In particolare, il comma 24-*bis* dell'articolo 82 in commento, inserito in sede di conversione, ha integrato quanto già disposto dall'articolo 27 del D.P.R. 30 maggio 1955, n. 797, Testo Unico delle Norme Concernenti gli Assegni Familiari. Al novellato comma 4 del citato articolo 27, che individua le somme ed i redditi corrisposti ai lavoratori dipendenti che si considerano esclusi dalla base imponibile ai fini contributivi, sono stati, infatti, aggiunti alla lettera *g-bis*) anche “*i redditi da lavoro dipendente derivanti dall'esercizio di piani di stock option*”, i quali, pertanto, non saranno assoggettati a prelievo ai fini previdenziali. Come altresì osservato dalla Circolare Ministeriale del 9 settembre 2008, n. 54 anche tale disposizione, come le novità introdotte in materia fiscale, ha efficacia con riferimento alle azioni assegnate ai dipendenti a decorrere dalla data di entrata in vigore del medesimo decreto legge (25 giugno 2008). Ciò premesso, tuttavia, si osserva che la legge previdenziale non specifica che cosa si intenda per “*piani di stock option*” che danno diritto all'agevolazione contributiva, né è possibile, a seguito dell'abrogazione lett. *g-bis*) dell'art. 51 del TUIR, fare riferimento ad un'altra norma in materia fiscale che disciplini i *benefit* in argomento e le condizioni per il trattamento fiscale

---

<sup>(105)</sup> L'applicabilità dell'art. 95 del Tuir sembrerebbe, del resto, trovare una conferma nella Circolare Ministeriale dell'Agenzia delle Entrate del 17 maggio 2000, n. 98/E, Paragrafo 5.1.

agevolato. Tale lacuna normativa, come osservato dalla dottrina<sup>(106)</sup>, rende incerto il quadro normativo della nuova agevolazione ai fini previdenziali. In particolare, non parrebbe chiaro se, come risulta dal tenore letterale della disposizione, ogni fattispecie reddituale riconducibile ad un piano di *stock option* consenta l'esclusione da contributi previdenziali ovvero se, invece, per ottenere il beneficio sia necessario che vengano rispettate alcune determinate condizioni, analoghe a quelle richieste in passato per il non assoggettamento ad IRPEF. Attualmente, a parere di chi scrive e in attesa di un chiarimento da parte dell'INPS, è ragionevole ritenere che in quanto la novellata disciplina non contiene alcuna limitazione (limitazioni che, invece, erano contenute nell'ormai abrogata disciplina fiscale) il regime di non imponibilità ai fini previdenziali è da intendersi applicabile ad ogni tipo di piano di *stock option*.

---

<sup>(106)</sup> Cfr., L. Gaiani, *Stock option nella morsa*, in *Il Sole 24Ore* del 10 settembre 2008, pag. 33; L. Gaiani, *Piani di Stock option con l'incognita dell'esenzione INPS*, in *Il Sole 24Ore* del 11 settembre 2008, pag. 29.



## CONCLUSIONI

L'analisi svolta nel corso del presente elaborato tocca alcuni dei punti di maggiore interesse nell'ambito di un dibattito, ormai in corso da anni, circa le modalità di retribuzione del *management* aziendale ed il ruolo che hanno rivestito le c.d. *stock option*. Le tematiche affrontate dimostrano come tale strumento, nato al fine di ridurre i costi di agenzia per le imprese, sia stato da sempre influenzato sicuramente da variabili economiche, ma anche societarie, contabili e, soprattutto, fiscali.

Un primo punto su cui soffermarsi è quello dell'evoluzione del concetto di remunerazione per il *management* che negli ultimi anni è stata caratterizzata dal *trade-off* di due principali fattori: da un lato, la pressione esercitata agli inizi degli anni Novanta dall'opinione pubblica, nonché dalla prevalente dottrina, a favore di una maggiore sensibilità della retribuzione del *management* alla *performance* di impresa; dall'altro, l'erronea percezione da parte degli azionisti dei costi associati all'assegnazione delle *stock option*, in parte dovuta alla difficoltà di valutare i titoli assegnati.

Ciò premesso, si osserva come due sembrerebbero essere le tematiche che, per il rilievo che hanno nell'ambito della teoria dell'incentivazione, offrono interessanti spunti critici per l'evoluzione, da un punto di vista economico, dello strumento in esame: l'orizzonte temporale degli incentivi forniti attraverso l'azionariato ai dipendenti, nonché l'ammontare ottimale di opzioni da assegnare agli stessi. Relativamente al primo fattore, si fa riferimento alla possibilità di allineare, attraverso l'assegnazione di azioni, ovvero di *stock option*, l'orizzonte temporale in base al quale il *management* effettua le proprie scelte di gestione a quello proprio degli azionisti dell'impresa. La principale motivazione del ricorso a tali strumenti, infatti, consiste nella capacità di tale parametro (ossia il tempo) di riflettere le conseguenze economiche che le scelte gestionali correnti sono in grado di esercitare sulle prospettive di lungo termine dell'impresa.

La seconda questione, invece, riguarda l'ammontare ottimale di incentivi che deve essere corrisposto al *management* al fine di massimizzare il valore azionario.

Da un punto di vista societario si osserva che, almeno nel nostro Paese (così come emerge dalle disposizioni contenute nella nostra Costituzione), l'azionariato diffuso tra i dipendenti sia nato esclusivamente per fini sociali, in un contesto economico-culturale che mirava ad infondere nella mentalità aziendale quello che poteva essere definito quale "azionariato popolare", ovvero "capitalismo democratico". Solo a partire dagli anni 90 le imprese hanno preso coscienza di tale strumento come un'ideale forma di incentivazione ai dipendenti che permettesse di migliorare le *performance* aziendali. Lo strumento in esame, inoltre, non ha mai trovato ampio spazio nel nostro Codice Civile, neppure negli ultimi anni, tanto che nel corso della riforma del Diritto Societario del 2003 tale istituto è stato modificato solo marginalmente. Tale lacuna normativa, tuttavia, è stata colmata – almeno in parte – da tutto un iter legislativo, nonché regolamentare da parte della Consob, in materia di obblighi informativi per le società quotate. Particolarmente attivo, in tal senso, è stato il 2007, nel corso del quale sono intervenute importanti novità a modifica della Legge sul Risparmio e, soprattutto, la Consob ha definitivamente delineato quello che rappresenta il quadro completo della disciplina in esame.

Tuttavia, se da una parte tali novità possono risultare apprezzabili, in quanto hanno semplificato alcuni aspetti relativi agli obblighi informativi, dall'altra le previsioni regolamentari hanno adottato scelte non sempre funzionali alle reali esigenze di trasparenza richieste dal mercato.

Degni di nota, inoltre, sembrano i progressi fatti da un punto di vista contabile in quanto prima dello IFRS 2 emesso dallo IASB non esisteva – almeno nel nostro Paese – una vera e propria "normativa" relativa alla contabilizzazione delle *stock option*.

Tuttavia, l'iscrizione a costo delle opzioni assegnate potrebbe portare a conseguenze non irrilevanti sia da un punto di vista contabile, che fiscale. Infatti, è attualmente dibattuto in dottrina se i costi iscritti in tal senso possano essere dedotti fiscalmente.

Infine, si osserva come le principali ripercussioni sullo strumento in commento sono da ricollegarsi alle recenti modifiche apportate dal legislatore fiscale. In particolare, si osserva che la ricerca di misure efficaci contro l'elusione collegata a piani di *stock option* è stata particolarmente laboriosa, tanto che prima dell'abrogazione, ad opera del D.L. n. 112/2008, del regime agevolato in materia di *stock option*, il Legislatore, nel corso del 2006, è passato attraverso ben tre versioni che, di volta in volta, ne limitavano l'applicazione ponendo vincoli sempre più articolati. Pertanto, se negli anni precedenti il 2006 l'utilizzo di *stock option plans*

poteva essere motivato anche per fini strettamente fiscali, a partire dalla Manovra c.d. Visco-Bersani la creazione di valore attraverso la leva tributaria si è sempre più ridotta fino a scomparire con la Manovra estiva del 2008. Ciò premesso, si osserva come nella prassi degli ultimi tempi, nonché dalla posizione presa da alcuna dottrina<sup>(107)</sup>, sembrerebbe che la diffusione delle *stock option* potrebbe allentare il passo lasciando il posto ad altre forme alternative di remunerazione del *management*.

Una di queste alternative è rappresentata dai c.d. piani di *stock appreciation rights* (Sar). In particolare, con i Sar vengono assegnate opzioni al dipendente che si correlano ad altrettante azioni della società emittente (come nel caso di *stock option*), mediante una metodologia di calcolo per la determinazione del beneficio per il dipendente del tutto analoga a quella prevista per gli abituali piani di *stock option*. Aspetto che distingue le Sar dai piani di *stock option* è il cosiddetto “*cashless exercise*” obbligatorio, nel senso che al momento dell’esercizio il dipendente diviene titolare di un numero di azioni pari al controvalore di mercato dell’incremento di prezzo delle stesse azioni, intervenuto dal *grant date* all’*exercise date*. In questo modo, tra la società emittente e il dipendente beneficiario avviene una compensazione giuridica automatica tra l’importo a debito del dipendente per il costo delle opzioni esercitate e l’importo a credito dello stesso per la vendita del numero delle azioni necessarie a configurare il “*cashless exercise*”. Utilizzare i Sar al posto dei tradizionali piani di *stock option* parrebbe preferibile in quanto, a parità di risultato per il dipendente, con tale strumento il numero delle azioni utilizzate risulta inferiore, con conseguenti benefici sia fiscali che in termini di diluizione del valore delle azioni.

Un’altra alternativa è l’utilizzo delle c.d. *phantom stock option*. Tali operazioni non costituiscono un’operazione per assegnare azioni ai dipendenti, in quanto attraverso i *phantom stock option plans* non si determina alcuna attribuzione di azioni, ma esclusivamente una somma di denaro legata all’andamento di mercato dei titoli azionari.

Ciò premesso la strada che parrebbe più efficace sembrerebbe quella di costruire strumenti di investimento finanziario attraverso i quali potrebbe derivarne un utile, ovvero una perdita. In altri termini, come

---

<sup>(107)</sup> Cfr., per tutti, A. Furlan, D. Bona, *Nuove forme di remunerazione degli executives alternative alle stock option*, in *Fiscalità Internazionale*, n. 5/2007, pagg. 375 e ss.; F. Crovato, *Le remunerazioni dei «manager» dopo l’abrogazione dell’agevolazione alle «stock option»*, in *Corr. Trib.*, n. 30/2008, pagg. 2410 e ss.

osservato da attenta dottrina<sup>(108)</sup>, l'eventuale frutto dell'investimento dovrebbe, in linea di principio, essere ricondotto all'ambito dei contratti aleatori più che al contratto di lavoro dipendente; in tal modo, l'utile diverrebbe puramente causale e si ritroverebbe ad essere collegato a decisioni che non scaturiscono dal contesto lavorativo e, di conseguenza, non influenzerebbero l'entità della prestazione e della controprestazione a carico delle parti del rapporto di lavoro. Ne deriverebbe che la componente reddituale sarebbe inquadrata in capo al dipendente quale reddito di capitale, ovvero reddito diverso, e non come reddito da lavoro dipendente, con la conseguenza che verrebbero applicate aliquote fiscali sostitutive al posto delle ben più elevate aliquote ordinarie progressive IRPEF; in tal modo il fine di incentivizzazione e fidelizzazione del dipendente rimarrebbe invariato e si potrebbe altresì far leva su un minore carico fiscale e sulla totale assenza di oneri previdenziali per il dipendente.

---

<sup>(108)</sup> F. Crovato, *Le remunerazioni dei «manager» dopo l'abrogazione dell'agevolazione alle «stock option»*, op. cit., pag. 2415.





finito di stampare  
nel mese di febbraio 2009

**3LB srl**  
Osnago (LC)

## Numeri pubblicati

### Anno 2007

- nr. 1 L'amministrazione nelle S.r.l. • *Simone Allodi*
- nr. 2 Lo Statuto dei diritti del contribuente • *Alessandro Turchi*
- nr. 3 Finanziamento dei Soci • *Giorgio Zanetti*
- nr. 4 Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • *Paolo Brecciaroli*
- nr. 5 Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • *Marco Grumo*
- nr. 6 La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • *Gian Gaetano Bellavia*
- nr. 7 Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • *Roberta Provasi, Daniele Bernardi, Claudio Sottoriva*
- nr. 8 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Ernesto Franco Carella*
- nr. 9 L'introduzione dei principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • *Mario Difino*
- nr. 10 La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • *Ciro D'Aries*
- nr. 11 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • *Ambrogio Piccoli*
- nr. 12 Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di *Adriano Propersi*
- nr. 13 Le parti e la loro assistenza in giudizio • *Mariacarla Giorgetti*

### Anno 2008

- nr. 14 Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs n. 139 del 28 giugno 2005 • a cura della Commissione *Albo, Tutela e Ordinamento 2005-2007*
- nr. 15 Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della Commissione *Normative Comunitarie 2005-2007*
- nr. 16 Elementi di procedura civile applicati alle impugnazioni del processo tributario • *Mariacarla Giorgetti*
- nr. 17 Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • *Carlo Arlotta*
- nr. 18 Controlled Foreign Companies Legislation: Analisi comparata negli stati comunitari • *Sebastiano Garufi*
- nr. 19 Il codice di condotta EU: Finalità e analisi comparativa a livello europeo • *Paola Sesana*
- nr. 20 Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • *Aldo Camagni, Riccardo Coda, Riccardo Sclavi*
- nr. 21 La nuova relazione di controllo contabile (art. 2409 ter del Codice Civile) • *Daniele Bernardi, Gaspare Insaudo, Maria Luisa Mesiano*

nr. 22.

Il Quaderno rappresenta la versione ridotta ed aggiornata dell'elaborato vincitore del concorso *“La disciplina delle stock options: strumento innovativo e di opportunità. La nascita, lo sviluppo e la situazione attuale dal punto di vista societario, fiscale, previdenziale e di mercato”*, istituito per gli anni 2007 e 2008 dalla Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano.

Il lavoro analizza lo strumento delle *stock option*, sia da un punto di vista economico, sia sotto i diversi ambiti del Diritto che lo caratterizzano: civilistico, fiscale e previdenziale. Dall'analisi svolta, in particolare, è emerso come le modifiche intervenute sul Testo Unico della Finanza e sul Regolamento Consob in materia di obblighi di comunicazione per le società quotate, l'introduzione del principio contabile internazionale IFRS 2 e le recenti novità fiscali, potrebbero interferire sensibilmente sull'adozione di tale strumento da parte delle imprese.

L'autore del Quaderno è Vito Marraffa, Dottore Commercialista e Revisore Contabile iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano.

Vito Marraffa svolge la sua attività professionale presso un primario studio legale/tributario internazionale. E' membro dell'International Fiscal Association e della Commissione di Fiscalità Internazionale dell'Ordine dei Commercialisti di Milano, nonchè autore di diversi articoli in materia fiscale.