

Edoardo Compagnoni

**L'ASSEGNAZIONE DI AZIONI
AI SOCI A TITOLO DI DIVIDENDO**

Estratto

L'ASSEGNAZIONE DI AZIONI AI SOCI A TITOLO DI DIVIDENDO

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. Le aspettative dei soci e il ruolo dell'assemblea quale luogo in cui deliberare « sulla distribuzione degli utili ». — 2.1. (*Segue*): *share dividend* e clausole statutarie sulla distribuzione degli utili. — 3. La possibilità di *scelta* tra denaro o azioni: il c.d. *scrip dividend*. — 4. Tecniche societarie per l'assegnazione di azioni ai soci a titolo di dividendo. — 4.1. (*Segue*): l'assegnazione di nuove azioni. — 4.2. (*Segue*): l'assegnazione di azioni proprie. — 5. Il rapporto di assegnazione. — 6. L'equilibrio degli assetti di *governance* in presenza di diverse categorie di azioni. — 7. L'assegnazione di azioni di società partecipate. — 8. Alcune considerazioni conclusive.

1. Da una rapida analisi delle prassi di remunerazione degli azionisti adottate dalle società quotate sui listini nazionali ed internazionali, è immediato constatare che negli ultimi anni si assiste ad un progressivo ridimensionamento della centralità della distribuzione del dividendo in denaro a favore di modalità “alternative” quali gli *share buy-back programs* e gli *share dividends* (1). A tal proposito, mentre l'acquisto di azioni proprie è puntualmente disciplinato nel nostro ordinamento con una serie di disposizioni di diritto positivo (cfr. gli artt. 2357 ss. c.c.) (2); al contrario, la distribuzione del dividendo attuata mediante l'assegnazione di *azioni* è una fattispecie “aliena” rispetto al panorama nazionale che viene “impor-

(1) A tal proposito, cfr. HUERGA-RODRÍGUEZ-MONROY, *Scrip Dividends and Share Buyback Strategies Based on Volatility*, in *Advances in Engineering Networks*, 2020, 29 i quali aprono il loro *paper* osservando che « the number of listed companies offering alternatives to cash dividends is increasing » (enfasi aggiunta). Sempre con questa impostazione, cfr. anche GARCÍA DE ENTERRÍA, *Share Buyback Programmes: Economic Function and Legal Issues*, in www.ssrn.com, 4 luglio 2024 e BAIYAN, *The Introduction and Comparison of Share Repurchase and Dividend*, in 155 *Advances in Economics, Business and Management Research*, 2020, 192.

(2) Si consideri che già l'art. 114 del Codice di Commercio del 1882 contemplava la possibilità che gli amministratori — previa autorizzazione assembleare — acquistassero « azioni della società per conto di essa ». Sul tema, cfr. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di comm.*, in *Studi di diritto commerciale in onore di Cesare Vivante*, II, 1931, Roma, 381 e F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i riporti di azioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 399.

tata” dagli operatori in virtù delle *best practices* dei mercati finanziari internazionali.

L’assenza di una disciplina di diritto positivo che regoli lo *share dividend* rappresenta il punto di partenza di questa analisi; infatti, per poter stabilire la *legittimità* di tale fattispecie nel panorama italiano (3), è innanzitutto necessario interrogarsi su quali possano essere le *modalità* di distribuzione del dividendo (e, conseguentemente, se siano ammissibili modalità diverse dal denaro). Infatti, nonostante l’importanza sistematica della distribuzione degli utili (4), nella disciplina codicistica — a differenza di quanto avviene in altri ordinamenti (5) — non vi sono espliciti riferi-

(3) Si noti fin da subito che nel presente contributo, ci si soffermerà sulla possibilità che la delibera assembleare, presa ai sensi dell’art. 2433 c.c., preveda *ab origine* l’assegnazione delle azioni quale modalità per distribuire il dividendo. Questa impostazione diverge in maniera significativa da quella che, ad esito della delibera di distribuzione dell’utile (in denaro), “compensi” il *credito* pecuniario vantato dal socio con l’assegnazione — a mo’ di *datio in solutum* — di azioni. Sulla legittimità di quest’ultima fattispecie, cfr. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1, 2004, Torino, 410 e MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, I, 522.

(4) Si pensi, al fatto che l’art. 2247 c.c. considera la divisione degli utili lo “scopo” del contratto di società.

(5) In svariati ordinamenti — tanto di *Civil Law* quanto di *Common Law* — sono presenti delle norme che *esplicitamente* contemplano, oltre che le distribuzioni di dividendi “in denaro”, anche quelle “in natura”. A titolo esemplificativo, cfr. l’ordinamento tedesco in cui l’§ 58 *Abs. 5 AktG* sancisce che — se previsto nello statuto — l’*Hauptversammlung* può prevedere la *Sachausschüttung* (per la dottrina tedesca sul tema, cfr. HASSELBACH-WICKE, *Sachausschüttungen im Aktienrecht*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2001, 599; HOLZBORN-BUNNEMANN, *Gestaltung einer Sachausschüttung und Gewährleistung im Rahmen der Sachdividende*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2003, 671 e TÜBKE, *Sachausschüttungen im deutschen, französischen und Schweizer Aktien- und Steuerrecht*, Jena, 2002). Similmente, anche l’§173 del *Delaware General Corporation Law* sancisce che i « dividends may be paid in cash, in property, or in shares of the corporation’s capital stock » (enfasi aggiunte) (in dottrina, cfr. KEHL, *Corporate Dividends*, 1941, New York, 17; J.W.H., *Share Dividends. Their Validity and Desirability*, in 97 *Un. Pen. Law Rev.*, 1949, 691 e DAVID-GINGLINGER, *When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends*, in 40 *Journal of Corporate Finance*, 2016, 174). Anche il *Companies Act* inglese del 2006 — in particolare con le *Sections 845 and 846* — riconosce espressamente e regola le « distributions in kind » (in dottrina, cfr. DAVIES, *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*⁸, 2008, London, 289 e MICHELER, *Disguised Returns of Capital - An Arm’s Length Approach*, in 69 *Cambridge Law Journal*, 2010, 151). Sempre mantenendo un atteggiamento “permissivo” nei confronti del dividendo “in natura”, ma leggermente più timidamente, l’*Artículo 276* della *Ley de Sociedades de Capital* spagnola affida la competenza alla *junta general* di determinare « la forma del pago » (in dottrina cfr. VÁZQUEZ CUETO, *Momento y forma del pago del dividendo*, in *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, 2021, IV, p. 3903 il quale si interroga sulle « competencias orgánicas en materia de dividendos » e BAEZA, *Artículo 276. Momento y forma del pago del dividendo*, in *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, 2011, II, p. 2048). In termini simili, l’*Article L232-13* del *Code de Commerce* francese stabilisce che

menti alle *modalità* con cui questa debba (o possa) essere attuata. Pertanto, anche se nella prassi più comune il dividendo è “pagato” *in denaro*, autorevole dottrina — avvalorata tanto dalla giurisprudenza (6), quanto dal legislatore tributario (7) — si è pronunciata sulla legittimità della distribuzione del dividendo mediante l'assegnazione di beni “*in natura*” (8). In tal senso, pare del tutto legittimo che la società (o, meglio, l'assemblea dei soci) possa decidere — nell'ambito della propria *autonomia privata* ai sensi dell'art. 1322 c.c. — di deliberare la distribuzione del dividendo mediante l'assegnazione di *azioni* (9).

« l'assemblée générale » è chiamata a stabilire « les modalités de mise en paiement des dividendes » (su cui cfr. ASSOCIATION NATIONALE DES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS, *Paiement du dividende en nature: conditions et évaluations*, Parigi, 2018, *Étude* 12-058 e HOVASSE-DESLANDES-GENTILHOMME, *Le paiement du dividende en actifs sociaux*, in *Actes pratiques. Droit des Sociétés*, 1992, 3, *passim*).

(6) Cfr., *ex multis*, App. Genova, 5 luglio 1986, in *Giur. comm.*, 1988, II, con nota di CASSOTTANA, *Atti di disposizione patrimoniale contrari all'interesse sociale e sindacato dell'autorità giudiziaria*, 730 secondo cui « la distribuzione fra i soci di una riserva facoltativa può avvenire, oltre che in denaro, con la ripartizione di beni *in natura* (nella specie: azioni di società) a condizione che sia rispettata la parità di trattamento fra gli azionisti » (enfasi aggiunta); in senso analogo anche Trib. Vicenza, 23 marzo 1999, in *Dir. fall.*, 1999, II, 566.

(7) Va da sé il fatto che il Legislatore tributario abbia voluto espressamente disciplinare la fattispecie della distribuzione degli utili “*in natura*” affinché questa non fosse sottratta all'imposizione fiscale. A tal proposito, cfr. l'art. 47 del d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917 (il c.d. “Testo unico delle imposte sui redditi” o “TUIR”) secondo cui « nel caso di *distribuzione di utili in natura*, il valore imponibile è determinato in relazione al valore normale degli stessi » (enfasi aggiunte).

(8) In merito alla distribuzione dell'utile “*in natura*”, cfr. — in ordine cronologico — WEILLER, *Assegnazione di un appartamento ad un azionista a titolo di riparto dell'utile*, in questa *Rivista*, 1963, II, 561; GIULIANI, *Pagamento di dividendi con beni del patrimonio sociale*, in *Riv. not.*, 1964, 280; SANTINI, *La distribuzione di utili in natura?*, in *Riv. dir. civ.*, 1966, II, 164; GIULIANI, *Distribuzione di utili in natura?*, in *Riv. not.*, 1966, 813; G. FERRI, *Le società*³, in *Trattato Vassalli*, III, 1987, Torino, 832; G. MARASÀ, *Le « società » senza scopo di lucro*, 1984, Milano, 78 (nt. 17); COLOMBO, *Bilancio d'esercizio e bilancio consolidato*, in *Trattato Colombo-Portale*, VII, I, Torino, 1994, 522; SALVATORE, *Le assegnazioni di beni ai soci nelle società lucrative*, in *Contr. e impr.*, 1999, 830; M. STELLA RICHTER jr., *Sulla distribuzione di utili in natura*, in *Consiglio Nazionale del Notariato - Studi e materiali*, Milano, 2002, 638; BRUNO, *La giurisprudenza sul diritto agli utili del socio di società per azioni*, in *CERADI Working paper Luiss*, 2004, 23; SFAMENI, *Art. 2350*, in *Azioni*, (a cura di) Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, (diretto da) P. Marchetti, L.A. Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, 241 e PATRIARCA, *La distribuzione degli utili in natura*, 2008, Napoli, *passim*.

(9) A tal proposito, M. STELLA RICHTER jr (nt. 8), 640 osserva che « se la maggioranza dei soci può, in sede di approvazione del bilancio, scegliere di accantonare a riserva gli utili, a maggior ragione potrà decidere di attuare la medesima finalità di autofinanziamento dell'impresa collettiva con un diverso strumento: quello della emissione di *nuove azioni* »; le conclusioni cui giunge l'A. sono confermate tanto a livello comparatistico (cfr. gli *articles* L232-18 e s.s. del *Code de commerce* francese) quanto dalla normativa speciale degli emittenti. In tal senso, cfr. gli artt. 34-ter, comma 1°, lett. l) e 57, comma 1°, lett. e) del Regolamento Consob n. 11971/1999 (il c.d. Regolamento Emittenti) secondo i quali sono

Una volta sgombrato il campo circa la legittimità dello *share dividend* nell'ordinamento italiano, si evince che la questione di maggior interesse risiede nel considerare il fatto che la distribuzione (o, meglio, l'assegnazione) possa avere ad oggetto: *i*) azioni di *nuova emissione* (derivanti da un aumento di capitale "gratuito" ex art. 2444 c.c.); *ii*) azioni *proprie* precedentemente acquistate dalla società (10); nonché *iii*) partecipazioni detenute dalla società distributrice in società terze.

Ora, accantonando — almeno per il momento — il punto *sub iii*) (11), possiamo osservare che il risultato ottenibile mediante le modalità *sub i*) e *sub ii*) è *apparentemente* analogo. Infatti, di primo acchito, si potrebbe concludere che, in entrambi i casi, ai soci vengono assegnate le azioni della società e che a questi poco importa la loro origine.

Tuttavia, come si avrà modo di analizzare, queste due fattispecie sono profondamente diverse. Pertanto, il punto nodale di questo contributo è quello di far emergere le *differenze* — tanto per la società che per i soci — tra l'assegnazione di azioni di *nuova* emissione e quella di *azioni proprie* (12).

escluse dal campo di applicazione della disciplina sull'offerta al pubblico del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico della finanza, in seguito anche t.u.f.) e dall'obbligo di pubblicare un prospetto, le offerte al pubblico « aventi ad oggetto azioni offerte, assegnate o da assegnare gratuitamente agli azionisti esistenti e *dividendi versati sotto forma di azioni* della stessa categoria di quelle per le quali vengono pagati tali dividendi, a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura delle azioni, sui motivi e sui dettagli dell'offerta » (enfasi aggiunte). Sul versante comparatistico, cfr. — *ex multis* — SELIGMAN, *Implications and Effects of the Stock Dividend Decision*, in 21 *Columbia Law Review*, 1921, 313.

(10) Sull'eterogeneità funzionale dell'acquisto delle azioni proprie, DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 14 (nt. 21) osserva che questi possono essere utilizzati « per: *a*) stabilizzare i prezzi delle azioni, se quotate, o per incrementare la liquidità del mercato; *b*) segnalare sottovalutazione delle azioni dovute ad informazioni asimmetriche tra i managers (la società) e gli azionisti (il mercato) [...]; *c*) incentivare la produttività dei dipendenti [...]; *d*) incrociare partecipazioni, in vista di alleanze; *e*) realizzare piani di conversione di strumenti finanziari; *f*) riscattare o permettere il disinvestimento di taluni azionisti; *g*) realizzare plusvalenze; *h*) distribuire liquidità in eccesso [...]; *i*) aumentare la leva del debito [...]; *j*) eseguire una riduzione del capitale ». Pertanto, non mi pare escludibile a priori che la loro assegnazione possa essere utilizzata quale "modalità" di *distribuzione* del dividendo.

(11) Si noti fin d'ora che questa fattispecie — che dal punto di vista patrimoniale è molto più simile ad una distribuzione di utili "in natura" — è comune soprattutto nelle operazioni di *de-merger* in cui si assiste alla dismissione di una partecipazione di controllo in un'altra società mediante l'assegnazione di tali azioni ai soci. Sul tema, cfr. *infra* il § 7.

(12) In merito alla differenza tra assegnazione di azioni di nuova emissione ed azioni proprie, seppur con riferimento ad un'altra fattispecie (l'assegnazione di *bonus shares* agli azionisti "fedeli" che mantengono la titolarità delle azioni per un certo *loyalty period*), cfr. VITALI, *Le « bonus shares »*, in *AGE*, 2017, 153.

Queste, anticipo fin da subito, risiedono nell'effetto "cumulato" (nonché "correlato") a) dell'antecedente *buy-back program* e b) della successiva assegnazione delle azioni acquistate.

Infatti, mediante la combinazione di queste due operazioni (13), i soci che *non* hanno alienato la loro partecipazione nella fase a), nella fase b) percepiscono dalla società — a titolo di dividendo — le azioni precedentemente acquistate dai soci "venditori". In questo modo, pur restando inalterato il capitale e il numero di azioni, si verifica una *riallocazione* delle partecipazioni interna alla compagine sociale.

Fatta questa premessa, è bene osservare fin da subito che — dal punto di vista contabile — lo *share dividend* non è altro uno storno dell'*utile* di esercizio (o delle riserve di utili) a fronte dell'incremento del *capitale* sociale (in caso di assegnazione di azioni di nuova emissione) o a fronte della cristallizzazione della riduzione del patrimonio netto già avvenuta con l'iscrizione della *riserva negativa* in seguito all'acquisto di azioni proprie (in caso di assegnazione delle stesse azioni proprie). Quindi, mediante queste operazioni, si assiste ad una modificazione *endogena* della composizione del patrimonio netto: da utili a capitale o da utili ad (assorbimento della) riserva negativa. Pertanto, nonostante il termine "distribuzione" faccia pensare il contrario, la mera assegnazione delle azioni della società ai soci a titolo di dividendo *non* comporta né una *fuoriuscita* di ricchezza dal patrimonio della società, né — quindi — un corrispondente *arricchimento* dei percettori (14). Infatti, da un lato i soci

(13) Si noti fin da subito che queste due operazioni (l'*acquisto* delle azioni proprie e la loro — logicamente successiva — *assegnazione* a titolo di dividendo), nonostante possano parere a sé stanti e logicamente autonome, spesso vengono concepite in modo correlato tra di loro. Questo è sicuramente innegabile qualora il piano di acquisto delle azioni proprie (contenuto nella delibera presa ai sensi dell'art. 2357, comma 2°, c.c.) contenga la "dismissione" delle stesse mediante la loro assegnazione a titolo di utile.

(14) A tal proposito, cfr. STRAMPELLI, *Il bilancio di esercizio*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, (diretto da) P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, 2398 il quale osserva che « contrariamente ad una distribuzione "ordinaria" di dividendi, lo *share dividend* non comporta alcuna uscita di risorse finanziarie e una riduzione del patrimonio netto, bensì dà luogo al rafforzamento patrimoniale della società, giacché l'utile di periodo è imputato a capitale sociale ». In tal senso, si noti che anche parte della dottrina statunitense ha epitetato lo *stock dividend* come una « *cosmetic accounting change with no direct cost or benefit* ». Per questa espressione, cfr. GRINBLATT-MASULIS-TITMAN, *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, in 13 *Journal of Financial Economics*, 1984, 461 e LAKONISHOK-LEV, *Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When*, in 42 *The Journal of Finance*, 1987, 931, i quali individuano nella distribuzione di uno *stock dividend* un tentativo — grossolano — di remunerare i soci nonostante la società non disponga delle risorse finanziarie necessarie per distribuire un dividendo in denaro. In particolare, gli Aa. osservano che « the clue to such distributions may lie in the relatively low cash dividend

ricevono — a titolo di dividendo — ulteriori azioni rispetto a quelle che detenevano prima della “distribuzione”, ma, dall’altro, si assiste (appunto) a una indifferenza sul piano quantitativo del patrimonio netto (15).

Ciò detto, si evince immediatamente la tensione tra questa modalità — *non* remunerativa — di corresponsione del dividendo e lo *scopo* lucrativo della società sancito dall’art. 2247 c.c.

Prima di poter continuare la trattazione, e affinché questa modalità di distribuzione non paia al lettore una inutile digressione nei meandri dell’autonomia privata, è necessario soffermarsi sulle *ragioni*, e quindi sulle *conseguenze*, connesse alla “riorganizzazione” del patrimonio netto derivante dall’assegnazione di azioni a titolo di utile. Poiché da tale “riorganizzazione” si ricava l’effettivo vantaggio patrimoniale.

A cui deve aggiungersi — nel caso in cui le azioni della società fossero quotate — l’effetto positivo sul corso del titolo derivante dall’incremento del *flottante* conseguente all’operazione. A tal proposito, si noti che nella prassi, queste tecniche di distribuzione sono utilizzate prettamente (se non quasi esclusivamente) da società *quotate* su mercati regolamentati o le cui azioni sono *negoziare* su *MTF* (come, per esempio, *Euronext Growth Milan*). Infatti, la ragione della maggiore propensione dei relativi soci nei confronti dello *share dividend* risiede nel fatto che questi confidano nel fatto che il mercato non sconti immediatamente l’*effetto diluitivo* conse-

yields of the distributing firms; managers may believe (or may have believed) that stock dividends will be temporarily regarded by some investors as a substitute for cash dividend ». Oltre che in dottrina, la “neutralità” dell’assegnazione di azioni — di nuova emissione o proprie — a storno dell’utile è stata pronunciata anche dall’Amministrazione finanziaria. A tal proposito, l’Agenzia delle Entrate osserva che « si ritiene che l’assegnazione delle azioni controbilanciata dalla riduzione della riserva di patrimonio netto produca, sul piano fiscale, gli stessi effetti di un aumento gratuito di capitale e non configuri, pertanto, una distribuzione di dividendi in natura » in questi termini la Risoluzione dell’Agenzia delle Entrate n. 26/E del 7 marzo 2011 (a cui si conforma anche la successiva Risoluzione n. 12/E del 7 febbraio 2012). Anche dal punto di vista bilancistico, il § 59 del principio contabile OIC 21 prevede che « l’attribuzione di azioni della partecipata derivanti da un aumento gratuito di capitale non comporta, in capo alla partecipante, la rilevazione di proventi. Coerentemente con quanto disposto dal paragrafo 23, il valore a cui è iscritta in bilancio la partecipazione non è modificato per effetto dell’operazione. Allo stesso modo, non si procede alla rilevazione di proventi finanziari nel caso in cui la partecipata distribuisca, a titolo di dividendo, azioni proprie ».

(15) Similmente, cfr. BREALEY-MYERS-ALLEN-SANDRI, *Principi di finanza aziendale*⁸, 2020, Milano, 400, i quali accostano il “dividendo in azioni” al “frazionamento di azioni” (il c.d. *stock split*) osservando che « entrambe le operazioni *aumentano* il numero delle azioni ed entrambe *riducono* il valore di ogni azione, ferme restando tutte le altre grandezze. Nessuna delle due aiuta a diventare più ricchi » (enfasi aggiunte).

guente all'aumento dei titoli in circolazione (16). E, che l'istantanea negoziabilità delle azioni assegnate le renda molto simili al pagamento di un dividendo in denaro.

Ciò detto, è bene notare che, talvolta, accade che venga deliberata una distribuzione in azioni che lasci la possibilità (o, meglio, che conceda l'*opzione*) a ciascun singolo socio di *scegliere* se percepire il dividendo in denaro o in azioni (mediante il c.d. "*scrip dividend*") (17).

In questo modo — ossia dando l'opzione ai percettori di scegliere tra le due forme di distribuzione (*cash* o *share*) — si riesce a *conciliare* la volontà dei soci che aspirano a ricevere una *immediata* remunerazione del proprio investimento con quella, antitetica, di coloro che intendono *reinvestire* l'utile prodotto nell'esercizio. Pertanto, come si vedrà (§ 3), ricorrendo ad una distribuzione "differenziata" in ragione delle preferenze degli azionisti, si *contemperano* le diverse preferenze di remunerazione

(16) In merito all'effetto diluitivo dello *share dividend*, cfr. P. MARCHETTI, *Sullo scrip o share dividend*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 268 il quale afferma che « tale fenomeno, tipico di ogni ipotesi di aumento del numero di azioni in circolazione, peraltro, attiene alla valorizzazione di borsa dell'azione e quindi opera su un piano non coincidente con quello della consistenza patrimoniale e finanziaria della *società* e della sua stessa c.d. capitalizzazione *complessiva* di borsa. Nella specie, poi, l'effetto diluitivo teoricamente è perlomeno (parzialmente) compensato dal fatto che lo *share dividend* dovrebbe impedire il verificarsi del calo della quotazione tipica del c.d. stacco della cedola ». Sempre sul tema, per quanto riguarda la dottrina francese, cfr. MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*¹³, Parigi, 2009, 349, il quale osserva che la prassi prevista dall'Article L232-18 del *Code de Commerce* è sempre meno utilizzata in ragione dell'effetto diluitivo che genera.

(17) Si noti che, in questo contributo, si utilizzerà la terminologia "*scrip dividend*" per indicare una distribuzione del dividendo che conceda a ciascun singolo socio percettore la possibilità di *scegliere* se ricevere l'importo del dividendo "in denaro" o "in azioni". Per la definizione di "*scrip dividend*", cfr. THOMSON REUTERS, *Scrip dividend*, in *Practical Law Glossary*, Resource 8-107-7202 secondo cui è « a dividend which shareholders have the *option* to receive in the form of additional *shares* in the company instead of *cash*. The main benefit for a company of a scrip dividend is that it *retains cash* for use in the business. To satisfy elections for a scrip dividend, the company can issue new shares to shareholders or, if the dividend has been declared by shareholders, transfer shares that it holds in treasury » (enfasi aggiunte). In merito allo *scrip dividend* — per quanto riguarda la dottrina italiana — cfr. le osservazioni di P. MARCHETTI (nt. 16), 268 e, per quanto riguarda quella straniera, cfr. — *ex multis* — LASFER, *On the Motivation for Paying Scrip Dividends*, in 26 *Financial Management*, 1997, 62; Id., *Scrip dividends: the management's view*, in 3 *European Financial Management*, 1997, 237; FEITO-RUIZ-RENNEBOOG-VANSTEENKISTE, *Elective stock and scrip dividends*, in 64 *Journal of Corporate Finance*, 2020, 101660; BERNHART-MAI, *On the impact of a scrip dividend on an equity forward*, in 3 *International Journal of Financial Engineering*, 2016, 1650024; JEANNE, *Paiement du dividende en actions et théorie du signal*, in *Économie et Sociétés. Série SG, Sciences de Gestion*, 1999, 26-27, 273 e, con riferimento al settore bancario, cfr. BLANCO-ALCÁNTARA-GALLUD-CANO-LÓPEZ-ITURRIAGA-LÓPEZ-DE-FORONDA, *Have European banks maintained their payout policy during the crisis? The role of scrip dividends*, in 27 *International Journal of Finance & Economics*, 2022, 4619.

dell'investimento dei soci e — quindi — si rende maggiormente flessibile ed efficiente la struttura finanziaria delle società stesse (18). Infatti, nelle pagine che seguono, si vedrà come una fattispecie, nata e sviluppatasi prettamente nell'ambito dei grandi gruppi bancari e finanziari, possa essere efficacemente impiegata anche nelle società chiuse quale utile presidio per *conciliare* le preferenze di remunerazione degli azionisti mossi da diverse finalità di investimento (19). Rappresentando, quindi, un possibile incentivo all'investimento “di minoranza” nelle PMI chiuse da parte di soggetti *retail*.

Infatti, dare la possibilità agli azionisti-investitori di *scegliere* se percepire il dividendo in *denaro* o in *azioni* equivale a permettere loro di decidere se: *diluire* la relativa partecipazione in società a fronte dell'immediata remunerazione; o — momentaneamente — *rinunciare* alla stessa in cambio dell'accrescimento del proprio “peso” sulla società. Il descritto effetto di “rimescolamento” della compagine sociale operato mediante la distribuzione dell'utile viene enfatizzato qualora si strutturi uno *share dividend* effettuato con *azioni proprie*. Infatti, in quel caso, è possibile massimizzare il disinvestimento di determinati soci, acquistando le loro azioni, per poi riassegnarle a quelli che intendono incrementare la loro partecipazione nella società.

2. Nella disciplina civilistica riguardante le società azionarie, è possibile trovare tre diverse norme concernenti la distribuzione dell'*utile* che

(18) Sul tema dell'efficienza economica della distribuzione del dividendo che lasci la possibilità a ciascun singolo azionista di *scegliere* come — *i.e.*, in denaro o in azioni — (*rectius*, se) essere remunerato o meno, cfr. quanto osservato dal premio Nobel per l'economia del 1974 F.A. VON HAYEK, *L'impresa societaria in una società democratica: nell'interesse di chi dovrebbe essere e sarà gestita?*, in *Studi di filosofia, politica ed economia*, Soveria Mannelli, 1998, 531 secondo il quale « nulla produrrebbe un interesse così attivo del singolo azionista nei riguardi della gestione aziendale, e allo stesso tempo gli darebbe un così grande potere effettivo, quanto il fatto che ogni anno gli venisse lasciata la facoltà di *decidere individualmente* quale parte della sua quota dei profitti netti egli sarebbe disposto a reinvestire nell'impresa » (enfasi aggiunta). Sempre in tal senso, lo *European Corporate Governance Services (ECGS)* nel proporre le proprie « Osservazioni al documento di consultazione della Consob, in merito a “Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di Emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di Mercati” » del 20 settembre 2011, considerava che è preferibile non « introdurre la possibilità di prevedere categorie speciali di azioni » e che « altre misure possono essere utilizzate a tale scopo, quali la possibilità di optare per nuove azioni in luogo del dividendo (c.d. *scrip dividend*) ».

(19) Questa modalità di corresponsione del dividendo può essere considerata uno dei — tanti — esempi della “forza anticipatrice” del settore bancario-finanziario rispetto al diritto “comune”. Per questa espressione, v. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 415 il quale riconosce la « storica funzione anticipatrice del settore finanziario » (enfasi aggiunta).

è opportuno esaminare congiuntamente al fine di avere una visione il più possibile organica:

i) il — citato — art. 2247 c.c., che riconosce quale « scopo » della società la *divisione degli utili* prodotti;

ii) l'art. 2350, comma 1°, c.c. che sancisce la spettanza al socio del « diritto a una parte proporzionale degli utili » e

iii) l'art. 2433, comma 1°, c.c., che attribuisce la competenza in merito alla « deliberazione *sulla distribuzione degli utili* » all'assemblea dei soci (enfasi aggiunte).

A livello ermeneutico, tali norme dovrebbero essere lette come se costituissero tre sfere concentriche: l'una che specifica — meglio definendo — quanto c'è in quella più esterna.

In particolare, la regola “di principio” sancita dall'art. 2247 c.c., viene declinata in una norma avente carattere *organizzativo* (art. 2350, comma 1°, c.c.) volta a *ripartire* in maniera omogenea l'utile tra i soci (o, meglio, tra le azioni). La quale, poi, nell'ultima — e più centrale — sfera dell'ideale rappresentazione (art. 2433, comma 1°, c.c.), viene attuata mediante la *delibera* assembleare che trasforma l'astratto “diritto all'*utile*” nel concreto “diritto al *dividendo*” (20).

Per capire se sia, o meno, attuabile una distribuzione di utili mediante assegnazione di *azioni* ai soci, è necessario concentrarsi su quest'ultimo profilo “attuativo”. In particolare, dalla formulazione dell'art. 2433, comma 1°, c.c. spicca la *portata* generale dell'oggetto della delibera « sulla distribuzione degli utili », la quale indica che tale *atto* giuridico ha ad oggetto *ogni* ambito riguardante la distribuzione degli utili.

Infatti, l'ampio complemento d'argomento suggerisce che l'assemblea dei soci, non solo sia chiamata a pronunciarsi sull'*an* (distribuire o meno il dividendo), sul *quantum* (quale quota dell'utile distribuibile destinare a riserva e quale distribuire sotto forma di dividendo) e sul *quando* (la data in cui viene corrisposto il dividendo) della distribuzione; ma, anche, sul *quomodo* (distribuzione in denaro, in natura o — come in

(20) A tal proposito, BALZARINI, *Distribuzione degli utili ai soci*, in *Obbligazioni Bilancio* (a cura di) Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, (diretto da) P. Marchetti, L.A. Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, 633, la quale osserva che « con l'adozione [della] delibera [di distribuzione dell'utile], il generico diritto agli utili si concretizza nel diritto al dividendo ». Analogamente anche G. FERRI, *Diritto agli utili e diritto al dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 405; PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957, 151; PESCE, *Approvazione del bilancio e delibera di distribuzione degli utili come autorizzazione*, in *Riv. soc.*, 1970, 953 e TRONCI, *Distribuzione di utili e riserve. Profili patrimoniali e finanziari*, Milano, 2017, 40.

questo caso — assegnando delle azioni). Lasciando, quindi, un ampio margine all'*autonomia* privata dell'assemblea nel determinare le *modalità* della distribuzione.

A tal proposito, è possibile convenire che, così come *non* esiste un diritto del socio a vedersi distribuito un dividendo (21), *non* esiste nemmeno un diritto — o una “legittima aspettativa” — di ricevere il suo *pagamento* “in denaro” (22).

Invero, questa aspettativa non può né farsi discendere dall'applicazione analogica della disciplina prevista dall'art. 2342 c.c. a norma del quale « se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il *conferimento* deve farsi *in danaro* » (enfasi aggiunta). Né, tantomeno, dall'integrazione del contratto (sociale) secondo l'*uso* (o, meglio, l'*usanza* co-

(21) Sull'inesistenza di una legittima aspettativa al dividendo, cfr. — *ex multis* — GALGANO, *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in *Riv. soc.*, 1982, 1161 (rimandando a ID., *Diritto commerciale. 2, Le società*, Bologna, 1982, 387) il quale osserva che « l'utile distribuibile diventa dividendo solo se, e solo nella misura in cui, la maggioranza assembleare decida di ripartirlo fra i soci. Al singolo azionista *non è riconosciuto un diritto individuale alla percezione dell'utile* di bilancio: ogni decisione al riguardo è rimessa dall'art. 2433 all'assemblea, deliberante a maggioranza. Un preciso diritto dell'azionista al dividendo nasce solo dalla deliberazione assembleare che disponga la distribuzione degli utili, e nasce nella misura in cui l'assemblea l'abbia disposta » (enfasi aggiunta). In senso analogo anche STRAMPELLI (nt. 14), 2389 il quale si pronuncia sul « l'inesistenza del diritto del socio alla percezione annuale del dividendo » e TRONCI (nt. 20), 53.

(22) A tal proposito, P. MARCHETTI, *Parere pro veritate, reso alla banca Unicredit S.p.A. in data 23 luglio 2009* (reperibile all'indirizzo https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/investors/financial-calendar/2009/Marchetti_parere_Uni-Credit_23.07.09.pdf), osservava che « se la società può deliberare di non assegnare affatto l'utile conseguito, ed ancor di più se può deliberare di assegnare l'utile conseguito in natura mediante azioni proprie già in circolazione (e sul tema si ritornerà): allora, mi pare possa pure deliberare detta assegnazione in natura mediante azioni di nuova emissione ». Invece, in merito ad una fattispecie diversa (la riduzione reale di capitale sociale) ma comunque foriera di offrire uno spunto in merito all'aspettativa dei soci di ricevere il pagamento del dividendo in denaro, si pronuncia in senso contrario il CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Massima n. 9/2009 — Riduzione reale del capitale sociale ed assegnazione ai soci di beni in natura*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, 2016, Milano, 252 secondo cui « è sicuramente sostenibile che per il socio vi sia una naturale aspettativa a vedersi assegnato del denaro in caso di riduzione reale del capitale; si direbbe che è quasi un principio sistematico, giacché tutta la situazione di dare-avere in ambito societario si realizza attraverso un bene fungibile qual è il denaro » salvo poi affermare che « questo non pare possa essere sufficiente a ritenerlo come metodo esclusivo e ad escludere, pertanto, del tutto che l'attribuzione possa avvenire in natura. È infatti sicuramente sostenibile che siamo in un ambito in cui si tratta di materia disponibile poiché la decisione di ricevere un bene in natura anziché denaro è una scelta che rientra negli interessi meramente privati dei soci, dei quali essi possono pertanto liberamente disporre. Senza contare poi [...] che in effetti in taluni casi l'interesse dei soci stessi potrebbe trovare compiutamente soddisfazione proprio con una attribuzione non monetaria ».

mune) di distribuire il dividendo in denaro (23). Infatti, nel primo caso, ci si trova di fronte a due fattispecie talmente diverse da non potersi rinvenire i presupposti per un'applicazione analogica tra esse (24). Mentre, nel secondo, l'integrazione *ex art. 1374 c.c.* non può essere attuata in ragione del fatto che tale disposizione concerne gli usi *normativi* e non quelli *negoziali* (25).

Sgombrato il campo dalla presunta ipotesi che l'ordinamento riconosca un diritto del socio a vedersi assegnato un dividendo "in denaro", è necessario chiedersi se sia coerente con il sistema delle società lucrative la distribuzione di un dividendo che "non arricchisce" il percettore.

A tal proposito è doverosa una distinzione tra l'assegnazione di azioni di *nuova emissione* ed azioni *proprie* acquistate dalla società. Nel primo caso la distribuzione si configura come una operazione di *natura contabile*, più affine ad un aumento di capitale gratuito che ad una forma di remunerazione per il percettore.

Invece, nell'ipotesi in cui i titoli oggetto dell'assegnazione rinvenissero da un precedente *buy-back* è doveroso considerare — oltre che la *sé stante* operazione di *assegnazione* delle azioni — anche la, logicamente antecedente, fase di *acquisto*.

Segnatamente, dall'analisi dell'intero ciclo, si evince che questo è *funzionalmente* assimilabile al fatto che alcuni soci abbiano "dato mandato" agli amministratori di acquistare — utilizzando le riserve disponibili — le partecipazioni detenute da altri azionisti al fine, poi, di farsele assegnare.

Pertanto, l'effetto complessivo queste due operazioni (acquisto e assegnazione di azioni proprie) è più simile ad una modalità di "riorga-

(23) Di questo avviso, invece, SANTINI (nt. 8), 173.

(24) A tal proposito, in merito all'inesistenza del diritto a percepire il dividendo in denaro, P. SFAMENI (nt. 8), 241 osserva che tale « principio che non può [...] farsi risalire — per la profonda differenza di fattispecie — all'esplicita previsione in tema di conferimenti (art. 2342), per i quali, invece, vale la presunzione di necessario versamento in denaro, salvo diversa previsione statutaria ».

(25) In questo senso SALVATORE, *Le assegnazioni di bei ai soci nelle società lucrative*, in *Contr. e impr.*, 1999, 830. Poi, sulla distinzione tra usi "normativi" e usi "contrattuali", cfr. anche VETTORI, *Il regolamento*, in *Trattato Roppo*, 2022, Milano, 396 il quale osserva che « gli usi di cui parla l'art. 1374 sono gli usi normativi o consuetudini, disciplinati dagli artt. 1 e 8 prel. » e che questi « si distinguono dagli usi contrattuali o clausole d'uso che si intendono inseriti nel contratto se non risulta che non sono state volute dalle parti ». In termini analoghi cfr. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, 2023, Padova, 207; ROPPO, *Il contratto*, 2011, Milano, 461; CAPOBIANCO, *Il contratto. Dal testo alla regola*, 2006, Milano, 184; ASQUINI, *Usi legali e usi negoziali*, in *Riv. dir. comm.*, 1944, I, 71; BOBBIO, *Consuetudine (teoria generale)*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, 426; PAVONE LA ROSA, *Usi normativi e usi negoziali*, *ibidem*, 513.

nizzazione interna” della compagine sociale (che comporta il *trasferimento* della partecipazione dai soci “venditori” a quelli che percepiscono il dividendo) che ad una forma di “remunerazione” degli azionisti (26).

A tal proposito — non volendomi addentrare nella questione del c.d. “tramonto dello scopo lucrativo” (27) — il problema giace nel chiedersi se una distribuzione di utili in azioni possa mettere in discussione lo *scopo* lucrativo della società.

A questa domanda non può che darsi risposta negativa.

Infatti, come è senz’altro compatibile con la definizione sancita dall’art. 2247 c.c. una deliberazione dell’assemblea dei soci che — *una tantum* (28) — decida di *non distribuire* l’utile, lo stesso deve dirsi qualora tale deliberazione decidesse di raggiungere un risultato (patrimonialmente) simile mediante l’*assegnazione* di *azioni* ai soci a titolo di dividendo (29).

2.1. Una volta assodata la legittimità dello *share dividend* è doveroso

(26) Si vedano fin d’ora le analogie tra lo *scrip dividend* (su cui cfr. il §3) — in cui i soci possono scegliere di ricevere il denaro (e, quindi, essere diluiti) o le azioni (e, quindi, mantenere intatta/incrementare la propria partecipazione) — e la combinazione di acquisto e assegnazione di azioni proprie — in cui i soci possono scegliere se vendere le loro azioni (e, quindi, perdere parte della loro partecipazione a fronte della percezione del corrispettivo in denaro) o non venderle e, quindi, percepire, a titolo di dividendo, le azioni precedentemente acquistate (accrescendo la loro partecipazione rispetto ai soci “venditori”).

(27) Su cui cfr. — *ex plurimis* — SANTINI, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, 151; G. MARASÀ (nt. 8), *passim*, PORZIO, “...allo scopo di dividerne gli utili”, in *Giur. comm.*, 2014, I, 661 e TOMBARI, *Lo “scopo della società”: significati e problemi di una categoria giuridica*, *ivi*, 2023, I, 338.

(28) La stessa cosa *non* potrebbe dirsi qualora una clausola *statutaria* indicasse l’assegnazione delle *azioni* come l’*unica* modalità di distribuzione del dividendo attuabile. Infatti, questa condurrebbe ad una limitazione della discrezionalità dell’assemblea circa la delibera “sulla distribuzione del dividendo” che non è compatibile con l’art. 2443 c.c. per delle considerazioni più ampie sul punto, cfr. GALGANO (nt. 21), 1161 e il paragrafo successivo del presente contributo.

(29) Di questo avviso — *ex multis* — G. FERRI (nt. 20), 409 osserva che « la divisione in esercizi annuali e la distribuzione degli utili alla chiusura di ogni esercizio è ormai un elemento caratterizzante del fenomeno societario nella valutazione sociale e, come tale, necessariamente impronta di sé la volontà delle parti e l’economia del contratto » pertanto « il rinviare la distribuzione degli utili al momento della chiusura della liquidazione rispetto a società la cui durata, attraverso la possibilità di proroghe del termine statutario, è praticamente illimitata, significherebbe ridurre il diritto del socio agli utili a remota e ipotetica eventualità e cioè praticamente annullarlo, pur costituendo esso l’elemento essenziale del contratto di società, quanto meno sotto il profilo dell’interesse individuale del socio » e SFAMENI (nt. 8), 212. Invece, *contra*, G. MARASÀ (nt. 8), 118 secondo il quale « la qualifica societaria è [...] sicura se, ferma restando la natura economica dell’attività svolta in comune, si *deroga* soltanto alla *periodicità* della divisione dell’utile rinviandone l’acquisizione alla *scadenza* della società » (enfasi aggiunte).

esaminare il *rapporto* tra la *delibera* che opta per la distribuzione dell'utile mediante l'assegnazione di azioni (*ex art. 2433, comma 1°, c.c.*) e il fatto che lo *statuto* « de[bb]a indicare » — ai sensi dell'art. 2328, comma 2°, n. 7), c.c. (30) — « le norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti » (31).

A tal proposito possono porsi tre quesiti: *i*) se sia (o meno) *necessaria* una clausola statutaria che preveda espressamente tale modalità di distribuzione dell'utile; *ii*) se sia (o meno) legittima una clausola statutaria che preveda questa come l'*unica* modalità di distribuzione dell'utile e *iii*) come possa essere alleggerito il procedimento di assegnazione nel caso in cui fosse presente una clausola statutaria che prevede espressamente lo *share dividend*.

Procedendo con ordine, da un confronto comparatistico con gli altri paesi in cui sono espressamente previste modalità “alternative” (rispetto al denaro) di distribuzione del dividendo, emerge che l'alternativa “non monetaria”, in tali ordinamenti, è praticabile solamente qualora fosse espressamente prevista nello *statuto* della società “distributrice” (32).

(30) Innanzitutto, è doveroso osservare che in dottrina — a dispetto del verbo « *deve* » posto all'apice dell'elenco dell'art. 2328, comma 2°, c.c. — si è osservato che l'indicazione di cui al punto n. 7) non sia indispensabile in quanto in sua mancanza trovano applicazione le norme “suppletive di legge” di cui all'art. 2433 c.c. Sul tema, cfr. FERRARA JR-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1999, 414.

(31) In dottrina è stato più volte affrontato il rapporto tra la competenza assembleare a deliberare « sulla distribuzione degli utili » (*ex art. 2433 c.c.*) e l'eventuale previsione statutaria indicante « le norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti » (*ex art. 2328, comma 2°, n. 7), c.c.*). I temi più affrontati sono stati quello delle c.d. clausole di distribuzione *automatica* ed *integrale* e quella di *ritenzione* dell'utile su cui cfr. — *ex multis* — F. GALGANO (nt. 21), 1161; ID., *L'impresa e le società*, in *Diritto civile e commerciale*, III, Padova, 2003, 381; G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato Colombo-Portale*, 7, Torino, 1994, 507; N. ABRIANI, *Problemi in tema di clausole sulla distribuzione degli utili e sul pegno di azioni*, in *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata*, *Atti del convegno di Como 25 gennaio 1997*, (a cura di) A. Munari-G.M. Zamperetti, Milano, 1997, 123 e L. TRONCI (nt. 20), 52.

(32) Con riferimento all'ordinamento tedesco, cfr. il § 58, *Abs. 5, AktG* secondo cui la *Sachausschüttung* è subordinata al fatto che « die Satzung dies vorsieht »; similmente anche l'ordinamento francese in cui l'Article L. 232-18 del *Code de Commerce* prevede che « la faculté d'accorder à chaque actionnaire [...] une option entre le paiement du dividende [...] en numéraire ou en actions » debba essere prevista da « les statuts ». Anche se in merito ad un argomento parzialmente diverso, una analoga posizione è quella del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO (nt. 22), 253 secondo cui « una clausola che consenta la riduzione del capitale sociale mediante l'attribuzione di beni in natura: [...] avrà la funzione di autorizzare una modalità di rimborso che non è prevista dalla legge e che il socio (assente o di minoranza) non è tenuto ad aspettarsi. Con il suo inserimento si avrà nello statuto una regola organizzativa che impedisce al socio di eccepire il diritto ad essere liquidato solo in denaro ».

Pertanto, sembra che in detti ordinamenti il denaro sia considerato come la modalità di distribuzione “*standard*” e tutto ciò che differisce da questo (dividendo in natura o in azioni) rappresenti una “alternativa *residuale*” rimessa all’autonomia statutaria.

Invece, come visto nel precedente paragrafo, nel nostro ordinamento non vige una “gerarchia” (se non di tipo consuetudinario) tra le *modalità* di corresponsione del dividendo. Pertanto, giacendo tutte le modalità di distribuzione “sullo stesso piano”, l’assemblea dei soci, nel silenzio dello statuto, a norma dell’art. 2433 c.c., gode della *piena autonomia* di scegliere quella che più ritiene confacente alle esigenze della società (e dei suoi soci) (33).

Dicendo questo, veniamo immediatamente proiettati nella soluzione del quesito *sub ii*). Infatti, anche per capire se sia (o meno) legittima una clausola statutaria che preveda l’assegnazione di azioni come l’*unica* modalità di corresponsione del dividendo, bisogna chiedersi se (quanto) possa essere compreso il diritto dell’assemblea di determinare le *modalità* di distribuzione dell’utile.

A tal proposito, in ragione del fatto che l’applicazione di una siffatta clausola statutaria genererebbe l’effetto di impedire — in maniera *costante e sistematica* (34) — una distribuzione di utili idonea ad arricchire i percettori, essa rappresenterebbe un’invasione di campo tanto della competenza assembleare di deliberare « sulla distribuzione degli utili » (art. 2433 c.c.), quanto della “lucratività *durante societate*” (sancita dagli artt. 2247 e 2350 c.c.) (35).

Infatti, dal punto di vista funzionale, l’effetto “concreto” di tale

(33) Salvo, naturalmente, il verificarsi di condotte contrarie alla buona fede nell’esecuzione del contratto sociale (si pensi, per esempio, al fatto che la delibera di distribuzione — e, quindi, di scelta della modalità di erogazione del dividendo — possa essere viziata da “abuso di maggioranza”).

(34) Quanto osservato, per lo meno, vale fino alla modifica statutaria che rimuova l’ipotetica clausola.

(35) In questo senso ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario* Schlesinger, 1992, 106 osserva che la funzione di *investimento* propria del tipo azionario richiede che questo generi una sua redditività *anche* a breve termine impedendo che la realizzazione dello scopo lucrativo possa concentrarsi *solamente* all’esito dell’attività d’impresa svolta. Analogamente anche COZIAN-VIANDIER-DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Parigi, 2005, 301 osservano che « une société qui [...] ne distribuerait jamais les bénéfices qu’elle réalise ne respecterait a priori sa finalité ». Invece, in merito alla “lucratività” prevista (*rectius*, sancita) dall’art. 2350 c.c., cfr. — *ex multis* — anche VISENTINI, *Voce società (Azioni di)*, in *Enc. dir.*, vol. IV, Milano, 1959, 986 (nt. 28) il quale osserva che « il riconoscimento di un diritto all’assegnazione degli utili nel corso della vita sociale è la sola parte specificamente normativa dell’art. 2350 » e SFAMENI (nt. 8), 211, ove ampi riferimenti bibliografici.

clausola sarebbe quello di *precludere* ai soci qualsiasi forma di remunerazione monetaria dell'investimento fatto nella società all'infuori della percezione del residuo netto di liquidazione o dell'alienazione della partecipazione (magari proprio alla società) che sarebbe del tutto contrario agli appena citati principi.

Invece, venendo al punto *iii*) dell'elenco, come si vedrà nei §§ 4.1 e 4.2, l'assegnazione di azioni (di nuova emissione o proprie) ai soci presuppone altre *deliberazioni* (rispettivamente, un aumento di capitale gratuito o una delibera di autorizzazione per "disporre" delle azioni *ex art. art. 2357-ter c.c.*). Pertanto, si potrebbe ipotizzare che la clausola statutaria, che *espressamente* ammetta la possibilità che l'assemblea deliberi un "dividendo in azioni", sortisca l'effetto di concedere all'organo amministrativo la facoltà di intraprendere le delibere conseguenti alla distribuzione stessa (*i.e.*, l'emissione e assegnazione delle nuove azioni e la disposizione di quelle proprie).

Con riferimento all'ipotesi di assegnazione di azioni proprie, questa interpretazione non pare generare particolari questioni. In quanto, l'assemblea — ordinaria — che è tenuta a deliberare « sulla distribuzione degli utili » è il medesimo organo chiamato, ai sensi dell'art. 2357-ter c.c., ad *autorizzare* gli amministratori a « disporre » delle azioni proprie precedentemente acquistate. In particolare, non pare contrario al sistema di autorizzazioni previsto dall'art. 2357-ter c.c. il fatto che l'assemblea dei soci, avendo deliberato di distribuire il dividendo mediante l'assegnazione di azioni (proprie), attribuisca la facoltà — agli amministratori — di dare concreta attuazione alla delibera, disponendo delle azioni, e — quindi — assegnandole ai soci.

La questione, invece, acquisisce una rilevanza maggiore qualora di tratti di assegnazione di azioni di nuova emissione. Infatti, in questo caso, per procedere all'emissione di nuove azioni è necessario modificare lo statuto con una delibera dell'assemblea *straordinaria*. Pertanto, è necessario chiedersi se una clausola statutaria possa "*spostare*" la competenza assembleare di modificare lo statuto nelle mani degli amministratori che danno concreta attuazione alla distribuzione (36).

(36) In merito alla "traslazione" di alcune competenze — tipicamente assembleari — all'organo amministrativo, si consideri dal punto di vista dell'analisi economica del diritto la *semplificazione organizzativa* che questo comporta. In tal senso, già in tempi anteriori all'introduzione del Codice del '42, SCIALOJA, annotando in *Foro it.*, 1936, I, 402, App. Milano, 14 marzo 1935, sottolineava che « migliaia di statuti hanno dettato clausole più o meno larghe di delega ».

Il punto di osservazione privilegiato per chiarire questione è rappresentato dall'art. 2443 c.c., a norma del quale, lo statuto può attribuire agli amministratori la facoltà di (*rectius*, la delega per) eseguire la delibera di aumento del capitale (37).

Per poter procedere in tal senso, è innanzitutto necessario capire se l'aumento di capitale c.d. "gratuito" — *i.e.* quello che prevede il passaggio delle riserve a capitale — possa essere deliberato anche ai sensi del citato art. 2443 c.c. (38). La principale perplessità argomentata dalla dottrina in merito all'estensione della delega all'art. 2442 c.c. risiede nel fatto che questa implica l'attribuzione all'organo amministrativo di una *scelta* sulla destinazione degli utili tendenzialmente riservata all'assemblea (39).

Tuttavia, in questo caso il problema non si pone in quanto, l'assemblea dei soci — in occasione della delibera "sulla distribuzione degli utili" — destina quanto intende distribuire ai soci ad un'apposita *riserva* "al servizio della corresponsione del dividendo in azioni". E, solo conseguentemente, gli amministratori eseguono la delibera assembleare di distribuzione, imputando l'apposita riserva a capitale e, quindi, assegnando le azioni rinvenienti da tale aumento ai soci percettori. Pertanto, in questa fattispecie, non si configura una "invasione di campo" degli amministratori in una materia di competenza dei soci. In quanto, le due *fasi* sono l'una (delibera di aumento di capitale) la concreta esecuzione dell'altra (delibera di distribuzione) (40). Dunque, è da ritenere coerente con il sistema,

(37) In generale, sul tema degli aumenti di capitale c.d. "delegati", cfr. BELVISO, *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2004, 1317.

(38) Sul tema della "delegabilità" dell'aumento di capitale gratuito, in dottrina, cfr. P. MARCHETTI, *Modificazioni alla disciplina delle società di capitali e cooperative*, in *Nuove leggi civ.*, 1988, 199; MUCCIARELLI-STRAPELLI, *L'aumento gratuito del capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2014, 331; BELVISO, *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica delle società di capitali*, *ivi*, 2004, 1332; MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, 146; CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, 164 e TONDO, *Delega agli amministratori per aumento gratuito del capitale*, in *Foro. it.*, 1989, V, 145.

(39) Sul tema, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*¹⁰, (a cura di) M. Campobasso, 2020, Torino, 518. Di questo avviso, quando ancora vigeva il controllo giurisdizionale sulla omologazione degli atti societari, il TRIBUNALE DI MILANO, in *Massime commentate del Tribunale di Milano*, in *Riv. soc.*, 1987, 665 osservava che « la delega ad aumentare il capitale gratuitamente appare legittima solo se vengono indicate nella relativa delibera assembleare le poste utilizzabili per l'aumento nel loro importo esistente al momento della deliberazione (all'atto dell'aumento dovrà verificarsi che tali poste sono tuttora esistenti e utilizzabili) ».

(40) In senso analogo F. LA MALFA, *Aumento di capitale e delega al consiglio*, in *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, (a cura di) Buttarò-A. Patroni Griffi, Milano, 1984, 501 (nt. 4) osserva che « la necessità di tenere distinte la competenza a modificare l'atto

il fatto che la clausola statutaria che esplicitamente ammette la distribuzione dell'utile in azioni (di nuova emissione) possa essere strutturata in modo da attribuire — almeno per i *cinque* anni previsti dall'art. 2443 c.c. — la facoltà all'organo amministrativo di attuare l'aumento di capitale “a servizio” dell'assegnazione dello *share dividend*.

3. Come suggerito dalla formulazione dell'art. 2350 c.c., e della sua rubrica (41), un investimento nel capitale di rischio di una società può essere remunerato tanto mediante la corresponsione di un *dividendo* periodico, quanto beneficiando del *pro quota* del residuo netto di *liquidazione* (42).

In una “*ideal economy* (43)” queste due alternative sono *equivalenti*: infatti, indipendentemente che la società distribuisca il dividendo, i soci potrebbero decidere di “auto-remunerarsi” vendendo parte della loro partecipazione sul *mercato* ad un prezzo che riflette il *reale valore* delle stesse e, quindi, che consideri (*i.e.*, che “incorpori”) gli eventuali dividendi non distribuiti (44).

Tuttavia, come detto, questo schema di remunerazione funzionerebbe solamente in un “mercato *perfetto*” che ben differisce dalla *imperfetta*

costitutivo e la competenza a deliberare sulla destinazione delle riserve e dei fondi comporta che il consiglio di amministrazione sia legittimato ad imputare a capitale solo quella parte del netto al quale l'assemblea abbia dato tale destinazione o quella parte che si sottrae all'alternativa ritenzione-distribuzione ».

(41) A tal proposito, cfr. la rubrica dell'art. 2350 c.c. che recita « diritto agli utili e alla quota di liquidazione » oltre che il 1° comma di tale norma, secondo cui « ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli *utili* netti e del *patrimonio netto risultante dalla liquidazione* » (enfasi aggiunte).

(42) Queste due modalità di remunerazione dell'investimento, si collocano in due differenti frangenti temporali, rispettivamente: al termine di *ogni esercizio* (*i.e.* in sede di distribuzione dell'utile) o all'esito della procedura di *liquidazione* della società (*i.e.* trascorso il termine di novanta giorni previsto dall'art. 2493 c.c.). Questa divergenza temporale, porta con sé due conseguenze: *i*) il fatto che, ciascuna alternativa sarà preferita rispetto all'altra in ragione delle esigenze di liquidità (a breve o a lungo termine) di ciascun socio e *ii*) il fatto che la seconda alternativa (attesa della liquidazione), concentrando lo scopo lucrativo al termine dell'impresa, permette di non sottrarre risorse finanziarie all'attività d'impresa stessa.

(43) In questi termini le *assumptions* del celeberrimo Teorema di Modigliani-Miller (M.H. MILLER-F. MODIGLIANI, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, in 34 *The Journal of Business*, 1961, 411). In particolare, gli Aa. individuano come condizioni di base per potersi parlare di “*ideal economy*”: l'esistenza di « perfect capital markets » (in cui non ci sono « brokerage fees, [...] taxes, or other transaction costs »); il fatto che gli investitori agiscano secondo « rational behavior » e che dispongano di « perfect certainty » sugli investimenti che fanno.

(44) Questa è la tesi a cui arrivano M.H. MILLER-F. MODIGLIANI (nt. 43), 428 i quali — sotto le condizioni illustrate nella precedente nota — affermano « that given a firm's investment policy, the dividend payout policy it chooses to follow will affect neither the current price of its shares nor the total return to its shareholders ».

realtà con cui la presente analisi vuole confrontarsi (45). Pertanto, nel “mondo reale” — e soprattutto nelle società *chiuse* — non potendosi conseguire una “*auto-remunerazione*” facendo ricorso al mercato (46), gioca un ruolo cruciale la *scelta* della società (*i.e.*, all’assemblea dei soci) di distribuire (o meno) il dividendo.

Ragion per cui, all’interno della compagine sociale si polarizzano due ideali “schieramenti” di soci mossi da diverse esigenze: da un lato, quelli interessati all’immediata percezione del *dividendo* e, dall’altro, quelli che prediligono l’*accantonamento* dell’utile a riserva per *autofinanziare* la società (e, quindi, l’attività d’impresa da essa svolta) (47). Pertanto, la delibera assembleare “sulla distribuzione dell’utile” — adottata con il principio *maggioritario* — finirebbe, inevitabilmente, per *scontentare* la minoranza.

A tal proposito viene in aiuto l’istituto diffusosi grazie alle *best practices* internazionali del c.d. *scrip dividend*.

Infatti, se l’assemblea distribuisse ai soci un dividendo corrisposto — a seconda della *scelta* di ciascun singolo azionista — mediante l’assegnazione di *azioni* della società o in *denaro*, si otterrebbe una remunerazione differenziata in ragione delle preferenze d’investimento di ciascun socio (48). Quindi, i soci interessati a realizzare il loro investimento in un orizzonte temporale di *lungo* termine (e, quindi, disposti a rinunciare all’*immediato* ritorno finanziario del dividendo) opteranno per l’assegnazione di azioni accrescendo la relativa partecipazione rispetto a quelli che

(45) A tal proposito, anche M.H. MILLER-F. MODIGLIANI (nt. 43), 431, in conclusione del loro articolo, osservano che « to complete the analysis of dividend policy » è necessario « to abandon the assumption of perfect capital markets ». Sul tema delle *inefficienze* del mercato cfr. anche il successivo studio di F. MODIGLIANI, *Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation*, in 37 *The Journal of Finance*, 1982, 255.

(46) Si noti che l’operazione può essere posta in essere tuttavia, molto probabilmente, le asimmetrie informative che caratterizzano un mercato imperfetto indurrebbero gli operatori ad applicare uno *sconto* rispetto al *fair value* della partecipazione venduta. In questo modo l’alternativa di “*auto-remunerarsi*” ricorrendo al mercato si configura come decisamente meno conveniente rispetto alla percezione del dividendo.

(47) A tal proposito, JAEGER, *L’interesse sociale*, 1964, Milano, 201 osserva che è inevitabilmente affidata alla *maggioranza assembleare* (*rectius*, dei soci) la *scelta* tra lo « scopo-*fine* » di *distribuzione* degli utili, oppure, lo « scopo-*mezzo* » di *accantonamento* degli stessi (enfasi aggiunte).

(48) Dal punto di vista operativo, si noti che la delibera che — ai sensi dell’art. 2433 c.c. — distribuisce lo *scrip dividend*, oltre a fissare l’ammontare del dividendo e il rapporto di assegnazione delle azioni (su cui, cfr. *infra* il § 5) fissa il termine entro cui ciascun socio deve *comunicare* alla società la modalità con cui intende ricevere il dividendo (*i.e.*, in denaro o in azioni).

hanno scelto di ricevere il denaro, i quali vengono — quindi — *diluiti* (49).

Ciò detto, si evince come una *opzione* concessa al socio in merito alla modalità di corresponsione del dividendo incida sull'*assetto* della compagine sociale, consistendo — di fatto — in una scelta di carattere organizzativo. Questo richiede di confrontarsi con alcuni interrogativi: *i*) se sia (o meno) legittima una modalità di distribuzione che concede una scelta all'azionista percipiente; *ii*) quale sia il grado di discrezionalità dell'assemblea nel fissare il rapporto di concambio (*i.e.* possono essere previsti degli "sconti" per "premiare" i soci che optano per le azioni non sottraendo risorse finanziarie alla società?) e *iii*) come ci si debba comportare nel caso in cui ci fossero più *categorie* di azioni (*i.e.*: chiedendosi se sussiste un "diritto al rango" la cui tutela è affidata all'assemblea speciale).

Procedendo con ordine, occorre chiedersi se sia legittima una modalità di distribuzione dell'utile che — come lo *scrip dividend* — attribuisca all'azionista la *facoltà* di *scegliere*, in base alle proprie preferenze, la *modalità* di corresponsione del dividendo. Infatti, se nel *Code de commerce* francese l'*Article* L232-18 prevede che « *l'assemblée [...] a la faculté d'accorder à chaque actionnaire [...] une option entre le paiement du dividende [...] en numéraire ou en actions* », nel nostro ordinamento non esiste alcuna norma che contempra una distribuzione del dividendo *differenziata* in ragione di una *scelta* rimessa alla discrezionalità del percettore (50).

Tuttavia, come osservato nel §2 con riferimento ad un tema parzialmente diverso, il fatto che il legislatore non abbia *espressamente* previsto questa modalità di remunerazione dell'investimento, non può far giungere ad una risposta negativa al quesito. In particolare, non pare che possano

(49) Per comprendere la portata dell'effetto diluitivo dell'operazione di distribuzione, si pensi — per esempio — ad una società in cui la compagine sociale è composta da due soci (Tizio e Caio) detenenti una partecipazione egualitaria (pari a 500 azioni, aventi un valore di mercato di 1 € ciascuna). L'assemblea decide di distribuire l'utile di 200 € nella forma di uno *scrip dividend*. Tizio sceglie di ricevere il dividendo in denaro (pari a 100 €); invece, Caio opta per 100 nuove azioni della società. Ad esito dell'aumento di capitale gratuito a servizio della distribuzione, la compagine risulterà così composta: Tizio deterrà 500 azioni (pari al 45,5% del capitale) mentre Caio 600 (pari al 54,5% del capitale).

(50) Ad enfatizzare questo concetto, e — quindi — il fatto che lo *scrip dividend* non sia una figura già presente sotto altre forme nel nostro ordinamento, vale la pena precisare che in questo caso non si ha una distribuzione dell'utile "in denaro" a cui — successivamente — segue una *datio in solutum* tra la società e alcuni suoi soci volta ad estinguere il credito pecuniario tramite l'assegnazione di azioni. Infatti, in questo caso, la delibera assembleare *ex art.* 2433 c.c. prevede — *ab origine* — l'*opzione* di scegliere la modalità di remunerazione preferita da ciascun singolo socio.

sorgere problemi di legittimità circa una delibera di distribuzione dell'utile che affidi a ciascun socio la possibilità di *scegliere* tra due legittime modalità di ricevere il dividendo.

Sgombrato il campo sulla legittimità dello *scrip dividend*, intendo dare risposta agli interrogativi *sub ii*) e *sub iii*) — rispettivamente sulla discrezionalità nella fissazione del rapporto di *conambio* e sulle modalità di esecuzione in caso di *categorie* di azioni — nei §§ 5 e 6.

4. Nelle pagine che precedono si è più volte detto che lo *share dividend* può essere corrisposto sia assegnando ai soci le azioni di *nuova emissione* che le *azioni proprie* precedentemente acquistate dalla società. In entrambi i casi, il socio percettore si vede assegnate delle azioni della società; quindi — erroneamente — si potrebbe pensare che queste due operazioni siano perfettamente fungibili tra loro; ma, come vedremo nelle sezioni che seguono, non è così.

4.1. La distribuzione dell'utile ai soci mediante l'assegnazione di azioni di *nuova* emissione risulta una fattispecie sociale molto simile a quella esplicitamente prevista nell'ordinamento dall'art. 2349 c.c. (51). Infatti, in entrambi i casi, l'*utile* e le riserve distribuibili vengono destinati ad incrementare — “gratuitamente” — il capitale sociale; quindi, a fronte di tale incremento, vengono emesse *nuove azioni* da assegnare *ai soci*; o, nel caso dell'art. 2349 c.c., ai prestatori di lavoro (52).

Il parallelismo con l'assegnazione di azioni a favore dei prestatori di lavoro rappresenta una prova del fatto che l'emissione di azioni rinveniente dall'aumento di capitale “gratuito” (*i.e.*, del passaggio di riserve a capitale) possa essere destinata ad una *diversa* sorte rispetto all'assegna-

(51) A tal proposito, cfr. MARCHETTI (nt. 16), 269, il quale osserva che « lo schema dello *share dividend* per qualche aspetto ricorda la fattispecie dell'art. 2349, comma 1°, con la differenza che lì le azioni dell'aumento di capitale gratuito vengono attribuite certo in conto utili, ma non ai soci. Il parallelismo con lo *share dividend*, peraltro, sarebbe assai più stretto (anzi, i confini si confonderebbero) allorché si prevedesse un regime di partecipazione dei dipendenti agli utili poi “pagabili in azioni”, e/o se fosse istituzionalizzata una (necessaria) partecipazione dei dipendenti all'azionariato ».

(52) Si consideri — solamente a scopo ricognitivo — l'ipotesi dell'applicabilità della disciplina del *work for equity* anche ai compensi degli amministratori. Infatti, l'art. 2389, comma 2°, c.c. espressamente sancisce che 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 » positivizzando la diffusa pratica di creare dei piani di *stock option* a beneficio degli amministratori.

zione proporzionale agli azionisti prevista dall'art. 2442, comma 2°, c.c. (53).

Questa constatazione sulla “non proporzionalità” dell'assegnazione ha delle immediate conseguenze sulla distribuzione delle azioni a titolo di dividendo. In particolare, da essa, deriva la *possibilità* di utilizzare questa modalità anche nella situazione: *a*) in cui fossero presenti più *categorie* di azioni caratterizzate da disomogenei diritti patrimoniali (*i.e.*, azioni “ordinarie” ed azioni “privilegiate”) e *b*) in cui lo statuto della società prevedesse la *maggiorazione* del dividendo ai sensi dell'art. 127-*quater* t.u.f. A queste circostanze, si aggiunge il fatto che la tematica dell'assegnazione non proporzionale (*i.e.*, non omogenea) delle azioni emesse “gratuitamente” risulta centrale anche nella — poc'anzi menzionata — tipologia di distribuzione dello *scrip dividend* in cui alcuni soci ricevono il denaro e altri le azioni di nuova emissione.

Come detto — sia nello *share dividend* (qualora effettuato con azioni di nuova emissione) sia nell'assegnazione di cui all'art. 2349 c.c. — l'emissione delle nuove azioni è “coperta” da un prodromico *aumento di capitale* ad essa funzionale. A tal proposito, sorge spontaneo chiedersi quale sia il rapporto tra il contenuto della delibera di aumento e quanto previsto dall'art. 2441 c.c. E, quindi, se debba — o meno — essere attribuito ai soci il *diritto di opzione* sulle azioni di nuova emissione; e, in caso negativo, quali siano le *conseguenze* di questa esclusione.

Per poter fare ciò è necessario fare una distinzione tra: *i*) la delibera di distribuzione dell'utile che assegna “indiscriminatamente” le azioni ai soci e *ii*) quella che preveda lo *scrip dividend*, permettendo ai percettori di *scegliere* tra denaro o azioni.

Nel primo caso l'assegnazione delle azioni riguarda *tutti* i soci (*rectius*, tutte le azioni) in modo *omogeneo* (54). Facendo sì che la distribuzione si configuri in modo non dissimile rispetto a quanto previsto dalla disciplina di cui all'art. 2442 c.c.; pertanto, in virtù di quanto previsto dal secondo comma della citata disposizione, non è necessario interrogarsi sulla sussistenza dell'eventuale diritto, perché evidentemente non sussiste.

(53) Infatti, in entrambe le citate fattispecie non si ricorre ad una assegnazione delle “nuove” azioni « agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute » (così l'art. 2442, comma 2°, c.c.). Segnatamente, nell'ipotesi di cui all'art. 2349 c.c., i titoli vengono assegnati — appunto — « ai prestatori di lavoro »; mentre, nel caso dello *share dividend*, vengono assegnati in ragione della quota parte dell'utile spettante a ciascun socio, la quale non è detto che sia *proporzionale* rispetto alle “azioni già possedute”.

(54) Tranne che nell'ipotesi in cui esistessero delle clausole statutarie che prevedono una diversa proporzione della quota parte del dividendo spettante alle azioni.

La situazione, invece, cambia nella configurazione della delibera in cui i soci *possono scegliere* se ricevere il dividendo in denaro o in azioni. Infatti, in questo caso, da un lato, non è possibile applicare la disciplina dell'art. 2442, comma 2°, c.c. mentre, dall'altro, se le azioni rinvenienti dall'aumento di capitale "a servizio" della distribuzione fossero offerte *in opzione* ai soci ai sensi dell'art. 2441, comma 1°, c.c., si frustrerebbe l'utilità dell'operazione e, quindi, il suo nesso funzionale con la distribuzione. Pertanto, di primo acchito, sarebbe necessario deliberare un aumento di capitale con "esclusione" del diritto di *opzione*.

Tuttavia, a ben vedere, nell'esecuzione questa modalità di aumento di capitale, il "diritto di opzione" — pur non essendo espressamente concesso ai soci in fase di *sottoscrizione* delle azioni emesse — è insito "a monte" al momento della *scelta* di ricevere il dividendo in *denaro* o in *azioni*. Infatti, come in un aumento di capitale oneroso, il *diritto di opzione* dà la possibilità ai soci di non diluirsi "seguendo" l'aumento, in questo caso, il medesimo risultato è *funzionalmente* ottenuto attribuendo ai soci la facoltà di *scegliere* se ricevere — a titolo di dividendo — le *azioni* in luogo del denaro (55).

In ragione del fatto che non può dirsi "escluso" il diritto di opzione nell'aumento di capitale a servizio dello *scrip dividend*, a questo non trova applicazione la disciplina prevista dall'art. 2441 c.c. (e, in particolare, le cautele di cui ai commi 4, 5 e 6) (56). Segnatamente, non è necessario

(55) Come illustrato nel § 3 l'opzione di ricevere il denaro in luogo delle azioni, sortisce l'effetto potenzialmente *diluitivo* sul socio percipiente. Si pensi, per esempio, all'ipotesi in cui tutti i soci scegliessero di ricevere le azioni in luogo del denaro. In merito all'effetto diluitivo, cfr. l'esemplificazione numerica illustrata a nota 49. Per una analisi di tipo economico-finanziario sull'effetto *diluitivo* conseguente alla corresponsione di un dividendo in azioni, cfr. le considerazioni di AL-YAHYAE, *Stock dividend ex-day effect and market microstructure in a unique environment*, in 139 *International Economics*, 2014, 71 e quelle, seppur svolte in un contesto diverso (il *pricing* di un *equity warrant*), di BARBI, *Equity Warrant: Dilution Effect and Implications for Pricing*, in www.ssrn.com, 25 novembre 2008.

(56) A tal proposito, ritengo opportuno tornare sul parallelismo con l'assegnazione di azioni a favore dei prestatori di lavoro. Infatti, anche in quel caso — al fine di poter assegnare le azioni ai dipendenti — è necessario *escludere* la possibilità che i *soci* le sottoscrivano in virtù del *diritto di opzione* che spetta a questi. A tal proposito, in dottrina si è osservato che l'assegnazione di cui all'art. 2349 c.c. deve essere letta confrontandosi con l'ultimo comma dell'art. 2441 c.c. a norma del quale con una delibera dell'assemblea straordinaria, « *può essere escluso* il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono *offerte* in sottoscrizione *ai dipendenti della società* ». Sul tema, cfr. — *ex multis* — AUTORI, *Art. 2349, in Azioni*, (a cura di) Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, (diretto da) P. Marchetti, L.A. Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, 190, il quale osserva che « qualora l'esclusione del diritto di opzione sia prodromica all'assegnazione delle azioni ai dipendenti l'art. 2441, ultimo comma, pone alcune importanti e rilevanti eccezioni rispetto alla disciplina

determinare il “prezzo” di emissione (e il, conseguente, rapporto di assegnazione) rifacendosi a determinate valutazioni della società (57).

Pertanto, è possibile concludere che rientra nella *discrezionalità* dell'assemblea (o dell'organo amministrativo eventualmente delegato ad eseguire l'aumento) la possibilità di assegnare “a sconto” le azioni. Così facendo, è possibile “premiare” gli azionisti che — nell'ambito di una distribuzione “*scrip*” — scelgono le azioni in luogo del denaro.

Ciò detto, è doveroso chiedersi — tanto dal punto di vista contabile quanto da quello della disciplina civilistica applicabile — quale sia la sorte della *differenza* tra il dividendo distribuito e il valore nominale delle azioni emesse. Infatti, nonostante con lo *share dividend* le riserve distribuite vengano imputate a favore dell'aumento di capitale, *non tutto* l'ammontare delle riserve distribuite viene imputato alla voce “capitale sociale”, ma solo quanto necessario per “coprire” l'emissione delle azioni da assegnare ai soci secondo il c.d. “rapporto di assegnazione” (58).

Segnatamente, qualora la *valorizzazione* delle azioni fosse *superiore* rispetto al loro valore *nominale*, allora *non tutto* l'utile distribuito sarebbe da destinare all'incremento del *capitale* sociale (59). La sorte della *differenza* tra le due grandezze potrebbe essere: a) quella di “restare” nella

generale. In tal caso infatti la particolare natura dell'operazione da compiere rende sempre legittima la decisione di procedervi ossia, come è stato affermato in dottrina, si presume che l'interesse sociale sia soddisfatto *di per sé*, senza che sussista la necessità di soffermarsi a valutare volta per volta quale interesse concreto tale assegnazione persegua» (enfasi in originale). In questo modo, l'art. 2441, ultimo comma, c.c. — attribuendo la natura di “interesse superiore” all'assegnazione delle azioni ai dipendenti — permette di escludere il diritto di opzione “aggirando” i presidi procedurali previsti dai commi 4, 5 e 6.

(57) A tal proposito, cfr. l'art. 2441, comma 6°, c.c. secondo cui in caso « di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione [...] il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla *congruità* del *prezzo* di emissione delle azioni » e che questo è determinato « in base al *valore* del *patrimonio netto*, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle *quotazioni* nell'ultimo semestre ».

(58) Questo ragionamento, trova applicazione anche alle società che — ai sensi dell'art. 2346, commi 2° e 3°, c.c. — si avvalgono della facoltà di *omettere* l'indicazione del valore *nominale* delle azioni. Infatti, qualora si volesse rispettare la parità contabile precedente alla distribuzione, è necessario destinare a capitale solamente la quota parte del dividendo distribuito pari al prodotto tra la parità contabile delle azioni assegnande (*i.e.*, il loro valore nominale implicito) e il numero delle stesse.

(59) Si pensi, per esempio, ad una società la cui assemblea ha deliberato la distribuzione di uno *share dividend* di 30 € mediante l'assegnazione ai soci di azioni aventi valore nominale pari a 1€ ciascuna e valorizzate 1,5 €. Il numero di azioni da emettere è pari a 20 (30 €: 1,5 €/azione). Pertanto, a fronte di una distribuzione di 30 €, è necessario aumentare il capitale solamente di 20€ (20 azioni x 1€/azione).

riserva distribuibile (potendo, quindi, essere poi distribuita ai soci) o *b*) quella di venir destinata ad un'altra riserva (*i.e.*, il *sovrapprezzo*) (60).

La seconda strada è da ritenere preferibile, in quanto non stornare la differenza tra il capitale nominale emesso e lo *share dividend* distribuito potrebbe generare l'effetto *distorsivo* di una *doppia* distribuzione. Infatti, pensando alla "natura" dell'operazione — imputando la differenza a "*sovrapprezzo* di emissione" — si enfatizza il fatto che le azioni sono assegnate ai soci in base al loro *controvalore*, il quale può differire dal loro valore nominale (indipendentemente dal fatto che questo sia implicito o esplicito) (61).

Una volta affrontate le questioni concernenti la valorizzazione dell'aumento di capitale "a servizio della distribuzione", mi pare doveroso fare qualche precisazione circa le *regole assembleari* per l'adozione della delibera. Segnatamente, come detto, nel caso di *share dividend* effettuato mediante l'assegnazione di azioni di nuova emissione, la delibera principale (che *ex art.* 2433 c.c. concerne la distribuzione dell'utile) presuppone una ulteriore delibera di aumento di capitale "a servizio della distribuzione". Infatti, se la delibera principale stabilisce il *modo* con cui distribuire il dividendo (*i.e.*, assegnando nuove azioni), quella logicamente consequenziale "crea" le condizioni per attuare la distribuzione (*i.e.*, "crea" le azioni da assegnare).

Non essendo possibile fare un "accorpamento" delle due delibere assembleari, in quanto una compete all'assemblea ordinaria e l'altra a quella straordinaria, è necessario che le stesse avvengano in momenti separati (ancorché immediatamente consecutivi). Segnatamente, l'organo amministrativo convocherà (magari con un limitatissimo scarto temporale): *i*) l'assemblea *ordinaria* per deliberare sulla distribuzione dello *share dividend* e — quindi — *ii*) quella *straordinaria* per eseguire l'aumento a

(60) Facendo riferimento all'esempio della precedente nota, la *differenza* tra l'utile distribuito e l'aumento di capitale (30 € - 20 € = 10 €), potrebbe: *a*) restare nella riserva degli utili da distribuire la quale verrebbe ridotta dei 20 € necessari per aumentare "gratuitamente" il capitale; oppure *b*) essere destinata a *sovrapprezzo*.

(61) Si noti che la destinazione della *differenza* tra l'ammontare dello *stock dividend* distribuito e il valore nominale delle azioni a *sovrapprezzo* enfatizza il fatto che « se si guarda alla sostanza economica della operazione, in essa non può non scorgersi una dinamica del tutto analoga — ancorché tecnicamente ben distinta — alla distribuzione di dividendo subordinata al reinvestimento dello stesso in nuove azioni »; in questi termini P. MARCHETTI (nt. 22), 4. Infatti, se, con il denaro ricevuto a titolo di dividendo, un socio avesse voluto sottoscrivere ulteriori azioni di nuova emissione, la *differenza* tra quanto da lui *versato* alla società e il capitale sociale da questo sottoscritto, sarebbe destinata — ai sensi dell'art. 2431 c.c. — alla riserva di *sovrapprezzo*.

suo servizio. Ciò detto, pare ragionevole che la delibera di distribuzione contenga una “modalità alternativa” (magari in denaro) rispetto allo *share dividend* qualora l'assemblea straordinaria deliberasse l'aumento (62).

4.2. Su un piano profondamente diverso giace, invece, l'assegnazione di *azioni proprie* detenute dalla società. Infatti, l'inquadramento di questa modalità di distribuzione del dividendo — sempre che possa essere così qualificata (63) — è diretta conseguenza della *natura* che si intende attribuire all'acquisto (nonché al possesso) da parte della società delle proprie azioni (64).

In particolare, se queste potessero essere considerate alla stregua di qualsiasi altro *asset* posseduto dalla società (*i.e.*, di un immobile), la loro assegnazione sarebbe riconducibile al *genus* delle distribuzioni “in natura”. Tuttavia, così non è in quanto il quadro normativo oggi delineato dagli artt. 2357 ss. c.c. attribuisce alle azioni proprie un diverso *ruolo* sistematico all'interno dell'ordinamento.

Segnatamente, a partire dal recepimento nazionale della Seconda

(62) In tal senso, cfr. il Verbale e la Relazione illustrativa dell'Assemblea ordinaria e straordinaria di UniCredit S.p.A. del 13 maggio 2014, 3 secondo cui « fermo che, laddove per qualsiasi ragione, non risulti possibile procedere all'esecuzione dell'aumento di capitale secondo quanto descritto nella relativa Relazione degli Amministratori per l'Assemblea Straordinaria, il dividendo sarà corrisposto unicamente *in denaro* » (enfasi aggiunta).

(63) In senso negativo riguardo a questa operazione, cfr. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato delle società*, II, (a cura di) V. Donativi, Milano, 2022, 713, il quale non condivide la posizione secondo cui « l'attribuzione (gratuita) [delle azioni] ai soci [deve essere] assoggettata alla disciplina comune della distribuzione delle riserve »; in particolare, l'A. non aderisce alla tesi secondo cui « la distribuzione delle azioni proprie ai soci come utile in natura (*stock dividend*) sia legittima ove supportata da una apposita *delibera distributiva*, che potrebbe attribuire, oltre a utili distribuibili e riserve disponibili, anche la riserva azioni proprie (quando quest'ultima andava costituita come riserva positiva) » (enfasi aggiunta).

(64) A tal proposito, ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Riv. soc.*, 2008, 1168 osservava che « a fronte della eterogeneità *causale* sul piano operativo dell'acquisto di azioni proprie, il dibattito dottrinale si è soffermato sul significato dei limiti legislativi all'acquisto stesso *ex art.* 2357 ss. Ne è derivata una contrapposizione di opinioni (ancora attuale) sul ruolo delle azioni proprie nel sistema, essenzialmente riconducibili a due tesi: per alcuni l'acquisto di azioni proprie deve considerarsi come una forma di *investimento* da parte della stessa società emittente; per altri si tratta di un'operazione assimilabile ad un *rimborso* di risorse patrimoniali. Quindi, secondo la prima tesi si tratterebbe di un vero e proprio acquisto di beni (le proprie azioni) aventi un valore e, quindi, ancora capaci di contribuire alla formazione del patrimonio sociale. Per la seconda tesi, invece, si tratterebbe di un atto di restituzione ai soci di una frazione del patrimonio. L'obbligo di acquisto nel limite dei soli utili distribuibili e delle riserve disponibili (art. 2357, comma 1, c.c.) rappresenta, dunque, un requisito *qualitativo* essenziale, finalizzato ad impedire la distribuzione di riserve indisponibili » (enfasi in originale).

Direttiva Societaria (65), e — quindi — con la novella dell'art. 2357-ter c.c. apportata dal d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139 — che allinea la disciplina contabile *ita-gaap* ai principi IAS/IFRS (66) — fa immediatamente comprendere che le azioni proprie *non* rappresentano una forma di “investimento” paragonabile a qualsiasi altro *asset* (67). A tal proposito, il fatto che queste non debbano essere iscritte nell'*attivo* di stato patrimoniale (anche a fronte dell'apposizione di una riserva) ma nel *passivo* in una *riserva negativa*, fa capire che il loro acquisto non rappresenta l'investimento in una — “particolare” (68) — attività detenuta dalla società ma una modalità di *distribuzione* ai soci, da cui deriva una *riduzione* del patrimonio netto della società (69).

Questa interpretazione degli aspetti contabili dell'operazione è confermata anche sul piano della *disciplina* societaria da applicare all'acquisto delle azioni proprie. Infatti, il fatto che questo possa essere attuato solamente « nei limiti degli *utili* distribuibili e delle *riserve* disponibili » ed in virtù di un'autorizzazione *assembleare*, lo accomuna dal punto di vista funzionale ad una *distribuzione* (di utili o riserve) a favore dei soci che alienano le azioni alla società.

All'esito di questa rapida premessa, è legittimo sentirsi disorientati

(65) Si fa riferimento al d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142 in attuazione alla Direttiva 77/91/CEE come modificata dalla Direttiva 2006/68/CE.

(66) In merito al trattamento contabile delle “*treasury shares*” nell'ambito dei principi contabili internazionali, cfr. il §33 dello IAS 32 secondo cui « if an entity reacquires its own equity instruments, those instruments (‘treasury shares’) shall be deducted from equity » e che il « consideration paid or received shall be recognised directly in equity ».

(67) Sulla disciplina delle azioni proprie a seguito della novella apportata dal d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139, cfr. DE LUCA, *La riserva “negativa” per azioni proprie in portafoglio*, in *Società*, 2016, 5; ID. (nt. 63), 691; ID. - LUCARELLI, *Art. 2357-ter*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, (diretto da) Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 727; STRAMPELLI, *Commento all'art. 2424-bis (Disposizioni relative a singole voci dello stato patrimoniale)*, *ivi*, 2226; RACUGNO, *Azioni proprie: acquisto, iscrizione in bilancio, annullamento*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 1627; SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015 per il recepimento della Direttiva 2013/34/UE in tema di bilanci*, in *Società*, 2015, 1061 e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 145 — Riserva negativa azioni proprie: indisponibilità delle riserve disponibili utilizzate per l'acquisto*, 17 maggio 2016 ove ampi riferimenti bibliografici.

(68) Tale aggettivo, deriva dal fatto che mediante l'acquisto di azioni proprie la società diventa socia “di sé stessa”. Per il « concetto [del] possesso di se stessi o della partecipazione a se stessi », cfr. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Milano, 2010, 2.

(69) Cfr. l'art. 2357-ter, comma 3°, c.c. a norma del quale, « l'acquisto di azioni proprie comporta una *riduzione* del *patrimonio netto* di eguale importo, tramite l'iscrizione nel passivo del bilancio di una specifica voce, con segno negativo » e l'art. 2424-bis, comma 7°, c.c. secondo cui « le azioni proprie sono rilevate in bilancio a diretta *riduzione* del *patrimonio netto*, ai sensi di quanto disposto dal terzo comma dell'articolo 2357-ter » (enfasi aggiunte).

chiedendosi cosa effettivamente rappresenti una *assegnazione* — a titolo di *dividendo* — di azioni proprie, il cui precedente acquisto rappresentava — a sua volta — una *distribuzione*.

Per dare una risposta a questo quesito, è opportuno osservare l'intero "ciclo" dell'operazione, quindi, considerando — anche — l'antecedente acquisto delle azioni, oltre che la loro successiva assegnazione. A testimonianza dell'*unitarietà logica* dei due fenomeni, si noti che spesso la delibera assembleare che, ai sensi dell'art. 2357, comma 2°, c.c. *autorizza* l'acquisto delle azioni proprie, indica quale futura destinazione dei medesimi titoli quella di essere utilizzati come corrispettivo di assegnazione per corrispondere futuro *share dividend*.

Pertanto, secondo questa impostazione concettuale, il *collegamento* logico-negoziale tra l'*acquisto* e l'*assegnazione* delle azioni assimila questa fattispecie alla circostanza in cui i soci abbiano "dato mandato" (mediante la delibera assembleare) agli amministratori di *acquistare* — utilizzando le riserve disponibili — delle azioni sul mercato al fine, poi, di farle *assegnare* a loro stessi.

Quindi, lo *share dividend* attuato con l'assegnazione di azioni proprie non è altro che una fattispecie *funzionalmente* analoga (*i.e.*, che produce i medesimi effetti sia per la società che per i soci) ad una *distribuzione* del dividendo *in denaro* a cui si aggiunge l'effetto cumulato sulla compagine sociale dell'*acquisto* da parte di alcuni soci (attuato con quanto incassato a titolo di dividendo) delle partecipazioni detenute da altri soci.

In particolare, il massimo effetto di questa riallocazione delle partecipazioni nella compagine sociale si può ottenere con una distribuzione di azioni proprie effettuata con modalità *scrip*. Infatti, così facendo, i soci — senza modificare il numero delle azioni in circolazione — possono giungere a tre diversi risultati: *a*) l'*uscita* dalla compagine sociale (*vendendo* le azioni alla società); *b*) l'*accrescimento* della propria partecipazione nella società (non vendendo e — successivamente — optando per ricevere il dividendo *in azioni*) e *c*) la *riduzione* della propria partecipazione nella società (non vendendo e — successivamente — optando per ricevere il dividendo *in denaro*).

Invece, facendo riferimento alla società che effettua la distribuzione, è possibile leggere l'*assegnazione* delle azioni (proprie) come l'operazione *speculare* rispetto al loro — precedente — acquisto. Da ciò deriva che questa rappresenta una modalità per « *riassestare* i rapporti partecipativi »

alla situazione anteriore rispetto all'acquisto (70). Segnatamente, in ragione del fatto che la distribuzione-assegnazione delle azioni comporta la loro "fuoriuscita" dal portafoglio della società, ad esito della stessa, non c'è più ragione di mantenere l'iscrizione della *riserva negativa* nello stato patrimoniale (71). Quindi, la riduzione di tale posta (decrementativa) del patrimonio netto è controbilanciata dallo storno dell'*utile* "distribuito". Tuttavia, questa "riallocazione" delle poste del passivo, anche se comporta un effetto — complessivamente — *neutro* sul patrimonio netto, come detto, ha dei profondi impatti sugli *equilibri* della compagine sociale.

Dopo aver appurato cosa — *effettivamente* — comporti una distribuzione del dividendo mediante l'assegnazione di azioni proprie, anche in questo caso, è opportuno soffermarsi su cosa succede qualora le azioni siano assegnate secondo un *diverso* controvalore rispetto al corrispettivo pagato al momento del loro acquisto (e.g., al loro "costo" di acquisto) (72).

Innanzitutto, è doveroso dire che il *corpus* di disciplina delineato degli artt. 2357 ss. c.c., da un lato, prevede che l'assemblea determini il *prezzo* minimo e massimo *di acquisto* delle azioni mentre, dall'altro, *tace* riguardo al corrispettivo *di alienazione*. È, quindi, possibile affermare che questa fattispecie non debba soggiacere a particolari vincoli di sistema e — analogicamente — che questa considerazione sia applicabile anche alle altre "modalità" di trasferimento delle azioni proprie (e.g., l'assegnazione a titolo di dividendo).

Quindi, venendo all'oggetto della presente ricerca, possiamo concludere che — come detto con riferimento alle azioni di nuova emissione (73) — non vi sono limiti "legali" o "sistematici" all'*autonomia privata* dell'assemblea dei soci nella determinazione del *rapporto di assegnazione* delle

(70) Per questa espressione, cfr. DE LUCA (nt. 63), 714 (enfasi aggiunte) il quale osserva che « l'assegnazione gratuita [delle azioni proprie] ha solo l'effetto di riassetare i rapporti partecipativi tra i soci superstiti, al pari dell'annullamento » e, poi, che « l'assegnazione gratuita [...] — al pari della distribuzione dei dividendi o dell'annullamento delle azioni proprie — non ha contenuto gestorio. Agli amministratori compete allora solo di *eseguire* la deliberazione assembleare. Si tratta, in altri termini, di un atto dal *contenuto* tipicamente *organizzativo*, per certi versi analogo alla assegnazione di nuove azioni per effetto di un aumento di capitale gratuito » (enfasi aggiunte).

(71) A tal proposito, cfr. DE LUCA (nt. 63), 715, il quale osserva che « le azioni proprie cessano di essere tali al momento [...] [della] girata, e coerente iscrizione nel libro dei soci a favore degli assegnatari » e, quindi, aggiungo, che in quel momento perde la sua funzione la loro iscrizione nella riserva negativa.

(72) In particolare, come si vedrà nel § 5, una tappa logica del procedimento di assegnazione è rappresentata dal calcolo del *rapporto di assegnazione*, il quale dipende dal *dividendo* spettante ad ogni azione e dal loro *valore*.

(73) A tal proposito, cfr. le considerazioni fatte al § 4.1.

azioni — *proprie* — a titolo di dividendo. Infatti, queste non costituiscono un *asset* della società la cui “fuoriuscita” dal patrimonio sociale ad un corrispettivo inferiore rispetto al loro valore “reale” rappresenta un “*deficit*” per il patrimonio sociale e — quindi — un possibile *pregiudizio* per i creditori (74).

Ciò detto, il fatto che il *valore di mercato* delle azioni — soprattutto se queste fossero quotate — sia soggetto a continue *fluttuazioni*, implica il fatto che il controvalore loro attribuito ai fini del calcolo del rapporto di assegnazione vari costantemente.

Ciò detto, sorge spontaneo — innanzitutto — chiedersi se questa plusvalenza (o minusvalenza) debba “transitare” dal conto economico, come si farebbe nel caso derivasse dall’alienazione di qualsiasi altro cespite. Il principio contabile OIC 28 — che ricalca la formulazione dello IAS 32 (75) — risponde a questa domanda in maniera *negativa*, sancendo che « l’eventuale differenza tra il valore contabile della voce AX “*Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio*” e il valore di realizzo delle azioni alienate [in questo caso: il controvalore a cui vengono *assegnate*] è imputata ad incremento o decremento di un’altra voce del patrimonio netto (76) ».

Appurato che le “differenze” sono da iscrivere a patrimonio netto, è opportuno chiedersi quale natura possano avere tali riserve; e, in particolare, se quella *incrementativa*, derivante dalla differenza *positiva*, possa essere considerata disponibile a tutti gli effetti (*i.e.*, ai fini della distribuzione del dividendo o di copertura delle perdite) oppure debba essere assoggettata alla disciplina prevista per la riserva da sovrapprezzo di emissione sancita dall’art. 2431 c.c. (77).

La ragione di questa possibile “incertezza” di qualificazione risiede

(74) A tal proposito, DE LUCA (nt. 63), 716 osserva che « proprio perché non si liberano risorse disponibili, non pare che vi sia alcun ostacolo imposto dalla necessità di tutelare i creditori sociali » (*i.e.*, l’applicazione della disciplina prevista dall’art. 2445 c.c.).

(75) Cfr. la nt. 76.

(76) In questi termini il §39 dell’OIC 28; il quale — anche se disciplina espressamente l’alienazione delle azioni proprie — è analogicamente applicabile anche alla loro assegnazione a titolo di utile. Sempre sul tema, cfr. anche il § 33 dello IAS 32 secondo cui « *no gain or loss shall be recognised in profit or loss on the purchase, sale, issue or cancellation of an entity’s own equity instruments* ».

(77) In merito a questo interrogativo, cfr. BENVENUTO, *Le novità in tema di riserve introdotte con il decreto legislativo 139/2015*, in *Assonime Working Paper*, 16/2016 e FURLANI, *Alienazione azioni proprie: trattamento delle riserve*, in *www.ecnews.it*, 24 novembre 2016.

nel fatto che la dottrina maggioritaria (78) — suffragata anche dalla giurisprudenza di legittimità (79) — ritiene che la disciplina prevista per il sovrapprezzo debba essere applicata analogicamente anche agli *apporti* “in conto capitale” (80).

Tuttavia, come detto, è vero che gli apporti “in conto capitale” trovano la loro disciplina in quella prevista per il sovrapprezzo; tuttavia, la riserva costituita con le plusvalenze derivanti dall'*alienazione* — o, come in questo caso dall'*assegnazione* — delle azioni proprie non è un *apporto* ma il risultato di un plusvalore *realizzato*. Infatti, l'*alienazione* (o l'*assegnazione*) rappresenta uno *scambio* tra la società e le economie terze (gli acquirenti o i soci che si vedono assegnare le azioni a titolo di dividendo) idoneo a generare ad entrate monetarie immediate (in caso di *alienazione*) o all'estinzione del diritto di credito (vantato dai percipienti il dividendo). Infatti, nel momento in cui vengono assegnate ai soci delle azioni ad un determinato controvalore, inferiore al prezzo pagato dalla società per le stesse, si *realizza* la “plusvalenza” che implica un risparmio (*rectius*, una minore uscita) rispetto all'attuale corrispettivo del dividendo distribuito (delle azioni assegnate) (81).

5. Nelle pagine che precedono si è più volte fatto cenno al fatto che lo *share dividend* sia corrisposto ai soci in ragione di un “rapporto di assegnazione” che esprime il numero di azioni necessario per vedersi assegnata una azione a titolo di dividendo (82).

(78) A tal proposito, cfr. — *ex multis* — COSTA, *Le riserve nel diritto delle società*, Milano, 1984, 55; COLOMBO (nt. 31), 518; TANTINI, *I « versamenti in conto capitale » tra conferimenti e prestiti*, Milano, 1990, *passim*; ID., *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, I, 779 e SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum P. Abbadessa, II, Torino, 2014, 1344.

(79) Cfr. Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Società*, 2009, con nota di LEONE, *Contributi in conto capitale: generalità della fattispecie e invalidità della delibera di restituzione ai soci*, 456.

(80) A tal proposito, BENVENUTO (nt. 77), 23 osserva che « sotto il profilo operativo peraltro la differenza tra riserve da sovrapprezzo e riserve facoltative appare poco significativa. Il regime delle riserve da sovrapprezzo prevede che esse non sono distribuibili fino a che la riserva legale non abbia raggiunto un quinto del capitale sociale. Quand'anche quindi la riserva generata dalla plusvalenza della vendita di azioni proprie fosse ritenuta soggetta alla disciplina relativa alle riserve da sovrapprezzo, si avrebbe un divieto di distribuzione solo per l'ipotesi in cui la riserva legale non avesse raggiunto il quinto del capitale sociale ».

(81) In merito al “principio di realizzazione”, STRAMPELLI, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, 246 osserva che i « plusvalori rispetto al costo iniziale sono iscrivibili in bilancio soltanto qualora essi risultino da scambi effettuati con *terze economie* e diano quindi origine ad entrate monetarie immediate o ad un diritto di credito » (enfasi aggiunte).

(82) Per completezza, è doveroso precisare che, qualora un socio *i*) non detenesse una partecipazione sufficiente a raggiungere il numero di azioni previsto dal rapporto di asse-

A tal proposito, nei §§ 4.1 e 4.2, si è visto che non vi sono né vincoli “anti-diluitivi” né vincoli che mirano all’evitare distribuzioni lesive dell’integrità patrimonio sociale che impongono che tale rapporto debba riflettere il valore “reale” delle azioni assegnande. Tuttavia, si è detto che la *ratio* della corresponsione del dividendo *in azioni* risiede nell’offrire ai soci una modalità di “pagamento” *alternativa* rispetto al denaro; quindi, questa deve essere attuata secondo il principio del *cash equivalent* (83).

Da questa constatazione si evince che la fissazione di un “rapporto di assegnazione” *congruo* rispetto al valore delle azioni assegnande non deriva dal rispetto di una norma imperativa — come, invece, accade con il sovrapprezzo in un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione — bensì dall’esigenza di carattere economico-finanziario di rendere quanto più appetibile e “logica” l’operazione (84).

Ciò detto, è opportuno — ai fini della trattazione — illustrare come sia opportuno calcolare il “rapporto di assegnazione” e, quindi, in che modo questo debba essere indicato nella delibera assembleare di distribuzione. Premetto che le considerazioni che mi accingo a svolgere sono riferibili ed applicabili tanto nel caso di una distribuzione del dividendo in azioni (proprie o di nuova emissione), quanto nel caso di *scrip dividend*.

In merito alla determinazione del rapporto di assegnazione, in virtù del citato principio del *cash equivalent*, questo dovrebbe riflettere da un

gnazione nonché *ii*) non detenesse un numero multiplo di tale valore, la situazione può essere risolta con uno *scrip dividend* “parziale”. Segnatamente, sarebbe opportuno corrispondere il dividendo attribuendo ai soci: *a*) i titoli azionari per quanto riguarda il “pacchetto” di azioni che raggiunge un multiplo intero del rapporto di assegnazione e *b*) il denaro per quanto riguarda le azioni eccedenti (o che non raggiungono) tale rapporto. A conferma di quanto detto, cfr. anche il fatto che il legislatore francese, che *espressamente* prevede lo *share* e lo *scrip dividend*, l’Art. L232-19, al 4, *Code de commerce* sancisce che « lorsque le montant des dividendes ou des acomptes sur dividendes auquel il a droit ne correspond pas à un nombre entier d’actions, l’actionnaire peut recevoir le nombre d’actions immédiatement inférieur complété d’une soulte en espèces ou, si l’assemblée générale l’a demandé, le nombre d’actions immédiatement supérieur, en versant la différence en numéraire ».

(83) L’espressione “*cash equivalent*” è una locuzione ben nota ai principi contabili internazionali; infatti, è definita dal § 6 dello IAS 10 come gli « short-term, highly liquid investments that are readily convertible to known amounts of cash and which are subject to an insignificant risk of changes in value ». Invece, in questo contesto, si intende come “*cash equivalent*” una attività che possa essere assegnata agli azionisti *in luogo del denaro* quale modalità (ad esso equivalente) per corrispondere il dividendo.

(84) Si pensi, per esempio, ad uno *scrip dividend* in cui l’opzione di ricevere il dividendo nella modalità di *share dividend* viene offerta ai soci secondo un rapporto di assegnazione che “visibilmente” sovrastima (sottostima) il valore delle azioni assegnande. Infatti, in tale frangente, nessun azionista opterebbe per ricevere il dividendo in azioni (in denaro), in quanto sarebbe eccessivamente penalizzato rispetto all’alternativa di ricorrere al *mercato* per acquistare ulteriori azioni (vendere parte del proprio pacchetto azionario).

lato l'*importo* monetario del dividendo spettante a ciascuna azione e, dall'altro, il *valore* delle azioni assegnande.

Segnatamente, dopo aver determinato l'ammontare dell'importo del dividendo spettante a *ciascuna* azione — rapportando l'ammontare totale della distribuzione al numero di azioni (85) — è necessario "valorizzare" le azioni oggetto dell'assegnazione. Per fare questo, in linea teorica, è possibile ricorrere ad uno degli svariati metodi di valutazione sviluppati dalla prassi aziendalistica; tuttavia, il fatto che, come detto, lo *share dividend* trovi applicazione — soprattutto — nel contesto delle società *quotate* (o, comunque, negoziate) fa sì che il metodo dei *prezzi di mercato* sia quello maggiormente utilizzato ai fini della valorizzazione delle azioni assegnande.

Questo approccio è particolarmente coerente con la *ratio* dell'operazione e con il principio del *cash equivalent* secondo cui le azioni assegnate sono considerate alla stregua di un bene succedaneo del denaro in virtù dell'*immediata alienabilità* dei titoli sul *mercato*. Infatti, in tale contesto, avrebbe poco senso utilizzare un valore diverso da quello "di mercato" (*i.e.*, utilizzare il valore "patrimoniale" delle azioni) in quanto quello sarebbe un corrispettivo difficilmente conseguibile dagli azionisti (86).

Nella prassi, si è soliti valorizzare le azioni secondo la *media* dei prezzi di borsa di un determinato periodo antecedente alla distribuzione; il valore così ottenuto viene defalcato un coefficiente di *sconto*. Che, da un lato, mitiga i teorici effetti della *diluizione* del prezzo di mercato delle azioni conseguente all'incremento del numero dei titoli in circolazione e all'eventuale (nel caso di *scrip dividend*) esborso per il pagamento del dividendo in denaro; e, dall'altro, (soprattutto nel caso di *scrip dividend*) di "premiare" i soci che ricevono il dividendo sotto forma di azioni e, che — quindi — non gravano sulla struttura finanziaria della società.

Una volta determinato il controvalore di assegnazione delle azioni, al fine di calcolare il "rapporto di assegnazione" è sufficiente dividere tale grandezza per l'importo monetario della quota parte del dividendo spettante a ciascuna azione.

(85) Si pensi, per esempio, alla necessaria esclusione delle azioni proprie i cui diritti patrimoniali sono "sterilizzati". Infatti, ai sensi dell'art. 2357, comma 2°, c.c. « finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni ».

(86) A tal proposito, si noti che il *valore "patrimoniale"* delle azioni (*i.e.*, il patrimonio netto a valori di mercato) sarebbe — concretamente — ricavabile dai soci solamente ad esito della liquidazione della società.

Ciò detto, ora è possibile addentrarsi nel secondo profilo di cui si è data evidenza in apertura del paragrafo ossia nelle modalità di *indicazione* del rapporto di assegnazione nella delibera di distribuzione. A tal proposito, innanzitutto, vale la pena chiedersi “*dove*” debba essere espresso il rapporto di assegnazione.

In particolare, al pari di quanto avviene in una distribuzione in denaro, le “*caratteristiche*” della corresponsione del dividendo (*rectius*, le “*modalità*” con cui si intende attuarla) dovrebbero essere indicate nella delibera assembleare che — ai sensi dell’art. 2433 c.c. — *adotta* tale distribuzione. Pertanto, si potrebbe concludere che la delibera di distribuzione dello *share dividend* debba indicare anche il rapporto di assegnazione secondo cui le azioni vengono attribuite ai soci.

Tuttavia, lo sfasamento temporale tra il momento della *delibera* assembleare e quello della *distribuzione-assegnazione* dei titoli, unito al fatto che il prezzo dei titoli quotati sia soggetto a fluttuazioni (87), fa sì che il rapporto di assegnazione determinato nel primo momento non sia “aggiornato” nel secondo (*i.e.*, non rifletta più il valore di mercato delle azioni assegnande).

A tal proposito, la delibera di distribuzione potrebbe indicare — non il valore *puntuale* del rapporto di assegnazione — ma solamente il *procedimento* operativo necessario per determinarlo. Rinviando, quindi, l’esatta determinazione del rapporto al momento in cui viene eseguita l’assegnazione (88). In particolare, questa potrebbe prevedere solamente: *i*) l’*arco temporale* da esaminare ai fini del calcolo valore medio; *ii*) la “tipologia” di media (media aritmetica, media ponderata, ecc.) e *iii*) il *coefficiente di sconto* che deve essere defalcato dal valore così ottenuto.

In questo modo, la delibera assembleare, predeterminando le caratteristiche fondamentali dell’operazione — da un lato — *fissa* le *condizioni finanziarie* della stessa e — dall’altro — *evita* che la distribuzione sia esposta agli *effetti distorsivi* legati all’andamento del prezzo di borsa delle azioni della società nel periodo entro cui esercitare l’opzione.

(87) Si consideri che, oltre alle fisiologiche fluttuazioni dei corsi derivanti dal fatto che le azioni siano negoziate su un mercato liquido, solitamente, dopo l’*annuncio* della distribuzione del dividendo (anche qualora si tratti di *stock dividend*), si assiste ad un immediato *apprezzamento* del prezzo di borsa in ragione delle future aspettative di redditività.

(88) Tuttavia, si noti che, qualora la distribuzione riguardasse azioni di *nuova* emissione, la delibera assembleare di aumento del capitale “a servizio della distribuzione” deve indicare l’ammontare *massimo* di azioni che si intende emettere (e la corrispondente quota di capitale). Lasciando così la puntuale determinazione del numero di azioni al momento di esecuzione della distribuzione.

6. Finora — per semplicità espositiva — si è trattato il tema dell'assegnazione delle azioni a titolo di dividendo in società che non si fossero avvalse della facoltà, prevista dall'art. 2348 c.c., di emettere *categorie* di azioni. Tuttavia, ai fini della completezza della trattazione, è doveroso dare contezza anche di questa possibilità.

In primo luogo, rispetto allo *share dividend* in una società in cui fossero presenti *più* categorie di azioni, occorre chiedersi “*quali*” azioni debbano essere assegnate ai soci a titolo di dividendo.

A tal proposito (in una società in cui fossero presenti azioni di categoria A e di categoria B), si possono immaginare tre diverse ipotesi: *i*) assegnare le azioni della *medesima* categoria di quella posseduta (quindi, assegnando ai titolari di azioni di categoria A le azioni di categoria A e ai titolari di azioni di categoria B le azioni di categoria B); *ii*) assegnare — indistintamente — ai soci le azioni di una delle categorie *esistenti* (quindi, ad esempio, assegnare a tutti i soci le azioni di categoria A) oppure *iii*) assegnare — indistintamente — ai soci una “*nuova*” categoria (*e.g.*, la categoria C) creata *ad hoc* per la distribuzione.

Immaginando che le varie categorie abbiano dei diritti amministrativi differenziati, è immediato constatare che queste tre modalità di distribuzione conducono ad una diversa riallocazione del diritto di voto all'interno della compagine sociale incidendo, quindi, sugli *equilibri* di *governance* della società. Pertanto, in virtù dell'importanza organizzativa di tale scelta, occorre (appunto) chiedersi *quale* sia la “corretta” modalità per attuare la distribuzione.

Per rispondere a questo quesito, se si optasse per una lettura estensiva dell'art. 2442, comma 2°, c.c., si concluderebbe che è *necessario* effettuare una assegnazione di azioni della medesima categoria di quelle già possedute, optando — quindi — per l'alternativa *sub i*) (89).

Tuttavia, come detto nel § 4.1, nonostante le due fattispecie (aumento di capitale gratuito e *share dividend*) siano accumulate dal realizzarsi con il “passaggio di riserve a capitale”, sono profondamente diverse; e, quindi, l'applicazione analogica dell'art. 2442, comma 2°, c.c. non rappresenta una accettabile soluzione del problema.

(89) A tal proposito, MUCCIARELLI-STRAMPELLI (nt. 38), 329 osservano che « il secondo comma dell'art. 2442 è espressione del cosiddetto requisito di omogeneità, in base al quale — secondo la dottrina più autorevole — l'aumento deve essere attuato in modo da non alterare le preesistenti posizioni reciproche degli azionisti ». In tal senso, CERRAI, *Modificazioni dell'atto costitutivo*, in Av. Vv., *Diritto commerciale*, Bologna, 2003, 404, che definisce questo un « principio generale » dell'ordinamento.

Ciò detto, emerge che non c'è alcuna norma dell'ordinamento che sancisce che la distribuzione debba essere attuata in modo da non alterare le preesistenti posizioni reciproche degli azionisti, salvo tale alterazione non integri un "pregiudizio" ai sensi dell'art. 2376 c.c. (90). Pertanto, in assenza di una clausola statutaria sul tema, la decisione di optare per una delle differenti modalità *supra* esposte rientra nella piena *discrezionalità* dell'assemblea dei soci che — ai sensi dell'art. 2433 c.c. — delibera « sulla distribuzione degli utili » (91).

Ora, nonostante ciò, è opportuno fare qualche considerazione per capire quale sia — se ce n'è una — l'alternativa "migliore".

Innanzitutto, procedendo per esclusione, in ragione del fatto che l'intera operazione è ispirata al principio del *cash equivalent*, non sarebbe funzionale creare una *nuova* categoria di azioni che venga utilizzata per la distribuzione del dividendo (ipotesi *sub iii*). E si giunge alla medesima conclusione anche pensando all'ipotesi in cui fossero assegnati degli strumenti finanziari partecipativi emessi per la distribuzione. Infatti, in entrambi i casi, il fatto che i nuovi titoli non siano quotati (o negoziati) fa sì che ai soci sia preclusa l'immediata alienabilità degli stessi sul mercato.

Venendo, quindi, ad un confronto tra le ipotesi *sub i*) e *sub ii*),

(90) Si pensi, per esempio all'art. 2349 c.c. che — assegnando le azioni a soggetti non soci (*i.e.*, i prestatori di lavoro), per definizione — rappresenta una distribuzione che altera i rapporti preesistenti tra gli azionisti. In merito a tale problematica, cfr. G. MIN, *Governance by Dividends*, in 107 *Iowa Law Review*, 123 il quale osserva che « unlike cash, each stock comes with its rights and limitations, including voting rights and the attendant rights of control. Therefore, it does not seem to make much sense to extend the rationale we have used for cash dividends to stock dividends that potentially alter the control and voting rights of the shareholders in a company with more than one class of stock ». Per una panoramica di come i vari stati federali trattano la questione, cfr. la tabella elaborata dall'A. a p. 154.

(91) A livello comparatistico, cfr. l'Art. L232-18, al 2, *Code de commerce*, il quale lascia la discrezionalità sulla scelta all'assemblea prevedendo che « lorsqu'il existe des catégories différentes d'actions, l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice a la faculté de décider que les actions souscrites seront de la même catégorie que les actions ayant donné droit au dividende ou aux acomptes sur dividende ». In termini simili anche il *Model Business Corporation Act (MBCA)* elaborato dal *Corporate Laws Committee* della *Business Law Section dell'American Bar Association (ABA)* che al § 6.23 prevede che « (a) Unless the articles of incorporation provide otherwise, shares may be issued pro rata and without consideration to the corporation's shareholders or to the shareholders of one or more classes or series of shares. An issuance of shares under this subsection is a share dividend. (b) Shares of one class or series may not be issued as a share dividend in respect of shares of another class or series unless (i) the articles of incorporation so authorize, (ii) a majority of the votes entitled to be cast by the class or series to be issued approve the issue, or (iii) there are no outstanding shares of the class or series to be issued ». Pensando all'unica norma del nostro ordinamento che può rappresentare un *vincolo* alla citata autonomia privata è rappresentata dal fatto che — per effetto della distribuzione — non possono essere violati i *limiti quantitativi* previsti dall'art. 2351, comma 2°, c.c.

l'effetto distorsivo sulla *ripartizione* dei diritti di voto tra le varie categorie è meno evidente — ma non assente — nel primo caso rispetto al secondo.

Tuttavia, non è possibile stabilire *aprioristicamente* che la prima modalità sia “migliore” (o più corretta) rispetto alla seconda, dovendo — quindi — il giudizio essere condotto con riferimento al singolo caso concreto, valutando che l'assunzione della delibera *a*) non sia viziata da abuso di maggioranza e, quindi, *b*) non violi il principio di buona fede e correttezza.

In ogni caso, nella prassi nazionale ed internazionale più comune — sempre che tale possa dirsi in ragione del fatto che lo *share dividend* è una fattispecie “di nicchia” nel nostro ordinamento — si è soliti optare per la modalità *sub i*) in cui vengono assegnate ai soci le azioni *della medesima categoria* di quella posseduta. Pertanto, nel proseguo della trattazione ci si concentrerà su questa ipotesi di assegnazione.

In ragione della distribuzione “*differenziata*”, per rispettare il principio del *cash equivalent*, è necessario calcolare un rapporto di assegnazione *specifico* per ogni singola categoria. Questo — come detto — dipende dalla quota di dividendo spettante ad ogni azione e dal controvalore a cui queste vengono assegnate. Pertanto, qualora alle diverse categorie spettasse il *medesimo* dividendo (92), e alcune avessero un controvalore *superiore* rispetto alle altre, i soci titolari di quelle riceverebbero i titoli secondo un rapporto di assegnazione *maggiore* (percipiendo, quindi, un numero *minore* di titoli) rispetto a quello spettante ai titolari delle azioni che valgono meno. Quindi, lo *share dividend*, in virtù della disomogenea proporzionalità dell'assegnazione, genera una *riallocazione* dei diritti sociali tra le diverse categorie (*i.e.*, da quella maggiormente a quella minormente valorizzata) (93).

(92) Tale situazione può originarsi *a*) perché le diverse categorie sono caratterizzate dall'essere dotate degli stessi diritti patrimoniali o *b*) perché l'eventuale privilegio è pagato in denaro.

(93) Si pensi, per esempio, ad una società il cui capitale sociale è diviso in 200 azioni: 100 della categoria A e 100 della categoria B aventi un valore di mercato pari — rispettivamente — a 1 € e 2 €. Viene deliberato uno *share dividend* di 100 € (pari a 0,5 € ad azione) e, come controvalore da impiegare ai fini del calcolo del rapporto di assegnazione viene utilizzato il valore di mercato delle azioni. Pertanto, il rapporto di assegnazione risulta essere: uno a 2 per le azioni della categoria A e uno a 4 per le azioni della categoria B. Ad esito della distribuzione, vengono emesse (ma un simile discorso potrebbe essere fatto se si fosse trattato di azioni proprie) 50 azioni della categoria A e 25 azioni della categoria B; pertanto, il capitale risulterà essere diviso in 275 azioni di cui 150 della categoria A e 125 della categoria B. Prima della distribuzione, le due categorie si spartivano in maniera egualitaria i diritti sociali (rappresentando — ciascuna — la metà del capitale sociale); mentre, dopo alla distribuzione tale proporzione cambia a favore della categoria A (*i.e.*, quella contraddistinta

A tal proposito, vale la pena chiedersi se questa “riallocazione” rappresenti un *pregiudizio* per i soci della categoria che vede diminuire il proprio “peso” sulla società, che — ai sensi dell’art. 2376 c.c. — richiederebbe l’approvazione dell’*assemblea speciale*. In altri termini, la *quaestio* risiede nel chiedersi se nell’ordinamento esista — e sia tutelato — il c.d. “diritto al rango” degli azionisti di categoria, e — quindi — se lo *share dividend* possa pregiudicarlo (94).

Volendo dare risposta *negativa* a queste domande, è doveroso — fin da subito — precisare che, nella legislazione nazionale, non esiste un “diritto al rango” (inteso come *diritto tutelato* della categoria a non essere “diluita” dalle operazioni sul capitale) (95). Infatti, non esiste una norma nazionale, analoga a quella tedesca del § 182, *Abs. 2, AktG* (96), che prevede il *Zustimmung* dell’assemblea speciale della categoria quale *Voraussetzungen* per deliberare “qualsiasi” aumento di capitale. A tal proposito, in sede di recepimento della Seconda Direttiva in materia socie-

dal valere meno) la quale rappresenta il 54,5% del capitale e a discapito della categoria B (*i.e.*, quella che vale di più) la quale rappresenta il 45,5% del capitale. Naturalmente, se una delle categorie fosse rappresentata da azioni di risparmio, la riduzione del “peso” della categoria sarebbe meno rilevante; a tal proposito, P. MARCHETTI (nt. 16), 274 osserva che « essendo escluse le azioni di risparmio dal diritto di voto senza eccezione alcuna nonché dal diritto di impugnare le delibere assembleari (art. 2377, comma 3°) così come dai diritti corporativi attribuiti a certe aliquote minoritarie del capitale (art. 145 t.u.f.), ovviamente la riduzione del peso percentuale delle categorie non determina (come invece può verificarsi per la riduzione del “peso” di categoria con diritto di voto pur limitato) un pregiudizio alla “potenza di voto” della categoria o comunque dai diritti sociali c.d. amministrativi e corporativi della stessa ».

(94) Su cui cfr. — *ex multis* — MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 205; GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999, 171; COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato Colombo-Portale*, 3, II, Milano, 1993, 550 e LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008, 46.

(95) A tal proposito, cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 145 — Approvazione delle assemblee speciali in caso di aumento di capitale non proporzionale*, 30 maggio 2023 secondo cui « la delibera di aumento di capitale che prevede l’emissione di un numero di nuove azioni [...] non proporzionale rispetto al numero delle azioni [...] di ciascuna categoria esistente — con o senza diritto di opzione ai sensi degli artt. 2441 e 2481-bis c.c. — non costituisce di per sé un pregiudizio dei diritti di alcuna delle categorie di azioni [...], ai fini dell’approvazione dell’assemblea speciale ai sensi dell’art. 2376 c.c. ».

(96) Secondo cui, per poter deliberare una *Erhöhung des Grundkapitals* (aumento di capitale), « sind mehrere Gattungen von stimmberechtigten Aktien vorhanden, so bedarf der Beschluß der Hauptversammlung zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Aktionäre jeder Gattung. Über die Zustimmung haben die Aktionäre jeder Gattung einen Sonderbeschluß zu fassen » [se esistono più categorie di azioni con diritto di voto, affinché la deliberazione della assemblea generale sia efficace è necessario il consenso degli azionisti di ciascuna categoria].

taria (97) — e, in particolare, dell'art. 25, comma 3° (98) — il Legislatore nazionale, avendo lasciato invariato l'art. 2376 c.c., ha sposato l'argomentazione secondo cui la delibera di aumento deve “passare” per l'approvazione dell'assemblea speciale *solamente* quando *pregiudichi* i diritti di una categoria (99). Quindi, tale meccanismo non è funzionale al permettere ai soci della categoria di *mantenere inalterato* il loro “peso specifico” sulla società, ma all'*escludere* che il *plenum* assembleare possa ledere (*rectius*, modificare *in peius*) i diritti degli stessi.

Si tratta, a questo punto, di capire se una modifica — *indiretta* — come quella che avviene in questo caso, possa configurare un “pregiudizio” *tutelato* dall'ordinamento.

A tal proposito, si noti che la *non proporzionale* assegnazione dello *share dividend*, non configura un pregiudizio di tipo *diretto* (*i.e.*, derivante dalla modificazione di un diritto ad essa attribuito), ma *indiretto* in quanto è conseguenza dalla differente *valorizzazione* delle azioni ai fini del calcolo del rapporto di assegnazione.

Se in una società chiusa la diversa valorizzazione deriva dalla stima del valore monetario di diritti “differenziali” che caratterizzano la categoria, in una società quotata, questo è conseguenza del *diverso valore* di mercato dei titoli, il quale scaturisce dal *contingente* apprezzamento (deprezzamento) del prezzo di borsa della categoria — apparentemente — pregiudicata (favorita) dalla distribuzione (100). Ora, se si rispondesse affermativamente a tale quesito — quindi ammettendo che un pregiudizio *indiretto* e *di fatto* possa rappresentare un interesse tutelato ai sensi dell'art. 2376 c.c. — si giungerebbe al *paradossale* risultato di ampliare

(97) La Direttiva 77/91/CEE del Consiglio, del 13 dicembre 1976.

(98) Secondo cui, « [s]e esistono più categorie di azioni, la decisione dell'assemblea concernente l'aumento di capitale [...] è subordinata ad una votazione separata almeno per ciascuna categoria di azionisti i cui diritti siano lesi dall'operazione ». Poi confluito nell'art. 68, comma 3°, Direttiva (UE) 1132/2017.

(99) A tal proposito, cfr. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 577, e poi in *Scritti di Floriano d'Alessandro*, II, Milano, 1997, 571 (da cui cito) « le modalità di attuazione della direttiva confermano [...], e ormai al di là appunto di ogni possibile dubbio, che il rapporto tra disciplina degli aumenti di capitale e quella delle assemblee speciali è un rapporto non determinato a priori e in modo unitario dal legislatore, ma da stabilirsi caso per caso, sulla base degli ordinari criteri onde deve essere guidata l'applicazione dell'art. 2376 c.c. ».

(100) A tal proposito, MARCHETTI (nt. 22), 10 osserva che « la mera contrazione del peso percentuale della categoria deriva dal dato *del tutto casuale, occasionale e non strutturale*, dell'apprezzamento in borsa della categoria in un dato periodo. Un accadimento *di fatto* in un'operazione strutturata con tutte le garanzie per rispettate, come rispetta, la permanenza dei diritti e delle caratteristiche della categoria » (enfasi aggiunte).

l'ambito di applicazione di tale norma — potenzialmente — a qualsiasi modificazione statutaria (101).

Pertanto, ad esito di quanto appena osservato, è possibile concludere che la distribuzione dello *share dividend* in presenza di più categorie di azioni — nonostante *possa* determinare la diminuzione del “peso specifico” di una categoria — non richieda l'approvazione dell'assemblea speciale della categoria sfavorita in quanto tale “indebolimento” rappresenta un pregiudizio *indiretto* e *contingente* rispetto alla delibera stessa.

7. Una “sfumatura” del tema dell'assegnazione di azioni ai soci a titolo di dividendo — che presenta più differenze che analogie con quanto detto finora — è rappresentata dall'assegnazione di azioni “di altre società” partecipate dalla società che effettua la distribuzione.

In particolare, questa operazione è riconducibile allo schema del dividendo “in natura” in cui la corresponsione periodica dell'utile è effettuata mediante l'assegnazione di un *cespite* (iscritto nell'*attivo* di stato patrimoniale del bilancio) della società. Così facendo, si contempera — da un lato — l'esigenza di garantire una forma di *remunerazione* per i soci percettori senza utilizzare le risorse finanziarie della società, e — dall'altro — quella di *dismettere* o ridurre una partecipazione.

Intendo affrontare la questione concentrandomi su due questioni “nodali” riguardanti: *i*) il grado di *discrezionalità* dell'assemblea nella valutazione delle partecipazioni assegnande, e — quindi — nella fissazione del rapporto di assegnazione; nonché *ii*) i profili *contabili* dell'operazione (102).

Procedendo con ordine, differentemente da quanto detto *supra* in

(101) A proposito delle modificazioni indirette, ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, 870 — seppur con riferimento al recesso, ma quanto osservato è applicabile *mutatis mutandis* anche al di specie — osserva che ampliare il perimetro applicativo dell'art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c. anche alle «modificazioni “indirette” dei diritti degli azionisti significherebbe, a ben guardare, rendere sostanzialmente illimitato l'ambito di applicazione della norma. Per convincersi di ciò può essere forse sufficiente riflettere che in definitiva il complesso dei diritti derivanti dall'azione non sono altro che un riflesso dei modi in cui è organizzata la società: al limite con la conseguenza, sicuramente paradossale, che ogni modifica statutaria sarebbe suscettibile, a prescindere dal suo contenuto formale, di attribuire ai soci dissenzienti il diritto di recesso». A tal proposito, l'A. fa il calzante esempio del fatto che — se si comprendessero anche le modifiche “indirette” — anche «un mutamento del sistema di amministrazione con il passaggio a quello dualistico (che “indirettamente” limita i diritti di partecipazione dei soci escludendoli dall'approvazione del bilancio e dalla nomina dei gestori)», rappresenterebbe una fattispecie idonea a concedere il recesso *ex art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c.*

(102) Si noti che le conclusioni cui si giungerà in questo paragrafo trovano applicazione a qualsiasi distribuzione del dividendo “in natura” effettuata mediante l'assegnazione ai soci di *beni* diversi dal denaro.

merito alla distribuzione di azioni *della società*, l'assegnazione dei titoli rappresentativi del capitale di *altre società* comporta una *fuoriuscita* di un *bene* (i.e., le azioni) dal (e, quindi, una *contrazione* del) patrimonio sociale. Pertanto, in virtù del potenziale *pregiudizio* che questa operazione può rappresentare per i creditori, è necessario che la determinazione del rapporto di assegnazione non sia rimessa alla discrezionalità dell'assemblea dei soci, ma debba rispettare determinate cautele. Infatti, qualora si sovrastimasse il rapporto di assegnazione, si contravverrebbe al divieto di pagare dividendi per utili non realmente conseguiti di cui all'art. 2433, comma 3°, c.c.; incorrendo nella sanzione penale prevista dall'art. 2627 c.c.

Fatta questa premessa, si può ipotizzare di assegnare le azioni valorizzandole secondo: a) il *book value* a cui sono iscritte nel bilancio della società; b) il loro valore *di mercato* nonché c) secondo un valore *intermedio* rispetto ai primi due. Tra queste tre alternative, pare preferibile la seconda — ossia l'assegnazione secondo il *fair value* delle azioni distribuite — in quanto è l'unica modalità di valorizzazione delle azioni che tutela l'integrità del *patrimonio* sociale nell'operazione di distribuzione.

Segnatamente, anche se il rispetto (almeno) del valore contabile delle azioni garantisce la c.d. “copertura” del capitale sociale, l'assegnazione ad un valore *inferiore* del valore “di mercato” delle azioni (ancorché maggiore del *book value*) minerebbe l'integrità del *patrimonio* sociale. In quanto, la società risulterebbe indebitamente privata — a beneficio dei soci — della possibilità di realizzare le *plusvalenze latenti* che avrebbe conseguito se avesse venduto i titoli sul mercato a valori correnti (*rectius*, di mercato); ad evidente scapito dei creditori (103). La conferma di questa esigenza, figlia dei principi di diritto comune posti a tutela dell'integrità del patrimonio sociale (cfr. l'art. 2433, comma 2°, c.c.), si ricava anche dall'Interpretazione IFRIC 17 (*Distribuzione ai soci di attività non rappresentate da disponibilità liquide*) pubblicata dall'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (104). La quale al § 11 sancisce che le società che adottano i principi contabili internazionali *devono* valutare la

(103) In termini analoghi — anche se con riferimento ad una diversa fattispecie (la riduzione del capitale mediante assegnazione di beni ai soci) — cfr. NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1993, 342 e MAGLIULO, *La riduzione reale del capitale con particolare riferimento alle Srl*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, *Atti del convegno di Milano in data 29 marzo 2008*, in *Quaderni della Fondazione italiana per il notariato*, *Il sole 24 ore*, n. 3/2008.

(104) Si noti, che nel *Press Release* dell'IFRIC 17 diffuso dallo *International Accounting Standards Board* (IASB) si precisa che, prima dell'emanazione dell'Interpretazione « the dividend payable [was] sometimes recognised at the carrying amount of the assets to be

« passività relativa alla distribuzione di attività non rappresentate da disponibilità liquide come dividendo per i propri soci al *fair value* (valore equo) dell'attività da distribuire ».

La conseguenza dell'assegnazione ad un controvalore *diverso* rispetto al valore di bilancio delle azioni proietta immediatamente al punto *sub ii*) dell'elenco fatto in apertura del paragrafo, ossia al trattamento contabile delle *differenze* (positive o negative) che possono derivare dalla distribuzione. Procedendo con ordine, la distribuzione del dividendo effettuata mediante l'assegnazione di azioni rappresentative del capitale di una partecipata (quando il *fair value* coincidesse con il *book value*) comporta che il debito della società nei confronti dei percettori — sorto al momento della delibera assembleare — venga stornato mediante l'eliminazione della corrispondente voce dell'attivo rappresentante le azioni.

Invece, se vi fosse una *differenza* tra i due valori, questa non dovrebbe essere trattata come una plusvalenza (se positiva) — o minusvalenza (se negativa) — “*da valutazione*” ma come una plusvalenza — o minusvalenza — “*realizzata*”. Infatti, questa viene *realmente conseguita* dalla società nel momento in cui le azioni vengono assegnate ai soci estinguendo un debito avente un valore contabile maggiore rispetto a quello dei titoli assegnandi.

Pertanto, il plusvalore non è da imputare ad una riserva di patrimonio netto ma “transita” dal conto economico (e, precisamente, dalla voce A5 “Altri ricavi e proventi”) della società (105).

Analogamente, anche il citato IFRIC 17 al § 14 sancisce che le società che adottano i principi contabili internazionali « nel momento in cui [...] proced[ono] al regolamento del dividendo pagabile, dev[ono] rilevare nel prospetto dell'utile (perdita) d'esercizio l'eventuale differenza tra il valore contabile delle attività distribuite e il valore contabile del dividendo pagabile ». Con il risultato complessivo che — tanto per le società IAS/IFRS quanto per quelle OIC *adopter* — la plusvalenza configura un componente positivo del reddito di esercizio che può essere (a sua volta) oggetto di *distribuzione* ai soci.

8. In conclusione, nonostante la modalità di distribuzione del dividendo mediante assegnazione di azioni si sia sviluppata (ed affermata) soprattutto nelle grandi società quotate (in particolare nelle *banche*), essa

distributed and sometimes at their fair value. As a result significant diversity in practice has developed and the IFRIC as asked to provide guidance » (enfasi aggiunte).

(105) In senso opposto, invece, VINCENZI-TARDINI, *Erogazione di dividendi in natura: aspetti contabili e fiscali*, in *Bilancio e reddito*, X, 2012, 17.

può rappresentare — anche — un utile strumento per rendere più “allettante” l’investimento nel capitale di rischio delle PMI.

In particolare, le *nuances* di questa modalità di corresponsione del dividendo che sono maggiormente idonee a tale scopo sono: *i*) lo *scrip dividend*, che prevede la possibilità per ciascun socio di scegliere se ricevere il pagamento in contanti o in azioni e *ii*) la distribuzione delle azioni di società partecipate.

Segnatamente, l’istituzionalizzazione dello *scrip dividend* anche nelle società chiuse — o, che, comunque, non sono negoziate su un mercato liquido permetterebbe ai soci di minoranza di poter *decidere* in modo “sartoriale” — e del tutto democratico (*rectius*, sottratto al principio maggioritario) — i profili di remunerazione del proprio investimento. In quanto pone, al termine di ogni esercizio, gli azionisti-investitori di fronte alla possibilità di *scegliere* se: *a*) percepire il dividendo in denaro e — quindi — diluirsi o *b*) percepire le nuove azioni e — quindi — mantenere intatto (e, eventualmente, incrementare) il loro “peso” in società. Questa operazione massimizzerebbe la soddisfazione dei soci investitori qualora fosse attuata mediante l’assegnazione di *azioni proprie* (106), e combinata con il contestuale acquisto delle stesse dagli azionisti che intendono dismettere l’investimento connesso alla loro partecipazione (o, comunque, parte di esso).

Invece, venendo all’assegnazione a titolo di dividendo delle azioni di società partecipate, questa rappresenta una modalità di *demerger* per modificare l’assetto organizzativo-societario con cui viene esercitata l’attività d’impresa.

EDOARDO COMPAGNONI

*Dottorando di ricerca in Diritto commerciale
presso l’Università Bocconi di Milano*

Abstract

L’obiettivo di questo contributo è, da un lato, quello di indagare — sia dal punto di vista societario che da quello contabile — la fattispecie dell’assegnazione di azioni ai soci a titolo di dividendo e, conseguentemente, dall’altro, quello di far emergere le *differenze* — per la società e per i soci — tra l’assegnazione di azioni di *nuova* emissione e quella di azioni *proprie* già presenti nel patrimonio della società. Questo si farà con particolare riferimento al c.d. *scrip dividend* ossia la facoltà, rimessa alla volontà dei soci, di *scegliere* tra ricevere il dividendo “in denaro” o “in azioni”.

(106) Il che consentirebbe anche di risparmiare i costi connessi alla modifica statutaria funzionale all’emissione delle nuove azioni.

The aim of this paper is, firstly, to investigate — both from a corporate and accounting point of view — the issue of share dividends and, consequently, to bring out the differences — for the company and for the stockholders — between the assignment of newly issued shares and that of treasury shares already in the company's assets. This will be done with particular reference to the so-called scrip dividend: i.e., the option, left to the will of the shareholders to choose between receiving the dividend “in cash” or “in shares”.