

# Orizzonti del diritto commerciale – *Call for papers*

*Le clausole generali nel diritto commerciale ed industriale*

Convegno di studi, 11 e 12 febbraio 2011

## **Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?**

Nicola de Luca

*Ricercatore nella SUN-Seconda Università di Napoli*

### *Abstract*

*L'art. 127-quater t.u.f., introdotto con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 dispone che, in deroga all'art. 2350, comma 1, c.c., gli statuti delle società quotate possono prevedere una maggiorazione del dividendo per l'azionista che: a) non eserciti direttamente o attraverso patti parasociali un'influenza dominante o notevole sulla società; b) partecipi continuativamente alla società da un certo periodo di tempo, fissato nello statuto e comunque non inferiore ad un anno. La maggiorazione del dividendo: a) non può eccedere il 10% del dividendo attribuito alle altre azioni (della stessa categoria, evidentemente); b) può andare a beneficio di azionisti che non abbiano partecipazioni superiori allo 0,5% (o la minore cifra indicata nello statuto) o, comunque, nel caso di partecipazioni superiori, nei limiti di questa percentuale.*

*La disposizione si lascia apprezzare come misura di favore per la stabilità dell'azionariato non di controllo, e cioè come incentivo ad un investimento non speculativo nel capitale delle società quotate. La stessa esordisce ponendo deroga al principio di proporzionalità dei dividendi alla partecipazione sociale. Principio internazionalmente considerato addirittura più forte di quello di proporzionalità tra azioni e voti esercitabili (Armour, Hansmann e Kraakmann). Alcuni studi traggono dallo stesso argomento per fondare un più ampio principio di parità di trattamento tra azionisti (Brudney).*

*Lo scritto che si presenta affronta il tema anzitutto ponendo in risalto l'interesse economico sotteso a misure di incentivo alla stabilità dell'azionariato diffuso. Si analizza la rilevanza della nuova disposizione nell'ordinamento, in particolare verificando in che misura l'art. 127-quater t.u.f. deroghi al principio di proporzionalità dei dividendi, e in che misura si giustifichi con il principio di parità di trattamento tra azionisti. Oltre al contenuto precettivo del principio di parità di trattamento, elevato a regola positiva nel diritto comunitario ma non in tutti gli ordinamenti nazionali, si porrà speciale attenzione ad alcune disposizioni di legge straniera che permettono deviazioni dalla regola di proporzionalità per premiare la stabilità dell'azionariato: in questo senso, sia l'ordinamento tedesco, sia quello francese pongono regole di rilievo permettendo l'uno una distribuzione non proporzionale dei dividendi, l'altro una attribuzione non proporzionale dei diritti di voto. Lo scritto tenta di fornire le linee di interpretazione della regola speciale, precisando i margini di adattamento consentiti all'autonomia statutaria, anche rispetto alle società non quotate.*

\*\*\*

SOMMARIO: 1. La previsione di un dividendo maggiorato in Italia. — 2. La deroga alla regola di proporzionalità dei dividendi e i fondamenti economici. — 3. L'esperienza tedesca del § 60 AktG. — 4. Eguaglianza tra azioni ed eguaglianza tra azionisti: proporzionalità e parità di trattamento. — 5. Deroga alla proporzionalità e trattamento

paritario. — 5.1. Possibili interessi sottesi alla erogazione di un dividendo maggiorato. — 5.2. Valutazione di tali interessi alla luce della parità di trattamento. — 6. Esame dell'art. 127-*quater* t.u.f. alla luce della regola di parità (art. 92 t.u.f.) — 7. Conclusioni.

1. — L'art. 127-*quater* t.u.f.—introdotto con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27—dispone che, in deroga all'art. 2350, comma 1, c.c., gli statuti delle società quotate possono prevedere una maggiorazione del dividendo per l'azionista che:

a) non eserciti direttamente o attraverso patti parasociali un'influenza dominante o notevole sulla società;

b) partecipi continuativamente alla società da un certo periodo di tempo, fissato nello statuto e comunque non inferiore ad un anno.

La maggiorazione del dividendo:

c) non può eccedere il 10% del dividendo attribuito alle altre azioni (della stessa categoria, evidentemente);

d) può andare a beneficio di azionisti che non abbiano partecipazioni superiori allo 0,5% (o la minore cifra indicata nello statuto) o, comunque, nel caso di partecipazioni superiori, detenute anche per interposta persona, nei limiti di questa percentuale.

La disposizione si lascia apprezzare—almeno a prima vista—come misura di favore per la stabilità dell'azionariato non di controllo, e cioè come incentivo ad un investimento non speculativo nel capitale delle società quotate<sup>1</sup>.

Attenta dottrina ha però posto in evidenza che la medesima non favorisce di per sé una più significativa partecipazione alle assemblee o l'espressione del voto, come invece fanno i premi, quali i “gettoni di presenza”, legati appunto all'attivismo degli azionisti<sup>2</sup>. La stessa si è, dunque, interrogata sul senso e sull'opportunità<sup>3</sup> di una tale innovazione nel contesto dell'attuazione della Direttiva 2007/36/CE, in materia di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate, e specialmente dedicata a favorire un maggiore attivismo assembleare, diretto o attraverso rappresentanti. La conclusione, ribadita<sup>4</sup>, è che la disposizione

---

<sup>1</sup> In questo senso si esprime la *Relazione* al decreto, p. 8, che individua appunto nell'incentivo dell'investimento “di lungo periodo dei piccoli azionisti il presupposto per un loro maggiore coinvolgimento nell'esercizio dei diritti sociali”. V. sul punto ASSONIME, *Prime considerazioni sulla trasposizione della direttiva sui diritti degli azionisti: gli effetti sugli statuti delle società quotate e in nuovi termini per le assemblee*, Circolare n. 11/2010, in *Riv. soc.*, 2010, p. 564, ove la considerazione che la disposizione in esame vada letta insieme a quella sull'identificazione degli azionisti, pure “pensata nell'ottica di un rafforzamento dei rapporti di lungo termine tra società ed azionisti”. Analogamente, G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, destinato agli *Scritti in memoria di G.E. Colombo*, § 3, il quale tuttavia reputa necessaria una integrazione statutaria delle condizioni di erogazione.

<sup>2</sup> Così, M. STELLA RICHTER jr., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, Relazione al Convegno di Macerata del 8 ottobre 2010, consultata per la cortesia dell'A., § 1 (“A me pare che il dividendo maggiorato nella sostanza premi la stabilità dell'azionariato, o per meglio dire di un certo azionariato. Per contro, esso di per sé non incentiva in alcun modo i soci a partecipare alle assemblee e a interpretare in modo attivo il proprio ruolo di azionisti. Semmai, esso può indurre a un certo disinteresse nella gestione dei portafogli azionari, spingendo i soci a confidare nella remunerazione aggiuntiva dell'investimento azionario derivante dalla mancata movimentazione dello stesso. La sua previsione induce quindi a non seguire l'andamento dell'investimento e a mancare di cogliere le occasioni di guadagno sul mercato.”).

<sup>3</sup> Sulla motivazione offerta nella *Relazione*, si v. la nt. 1.

<sup>4</sup> Già N. ATLANTE e M. STELLA RICHTER jr., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *Studi e materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2010, [www.notariato.it](http://www.notariato.it) (last visited: 13.12.2010), p. 439 ss. Analoga posizione assume l'ABI (Osservazioni del 30 settembre 2010)

dell'art. 127-*quater* t.u.f. sia illegittima costituzionalmente, per eccesso di delega. La stessa norma di legge è peraltro sottoposta ad analitica verifica sia di razionalità, sia di praticabilità. Il risultato è del tutto negativo.

Sotto il profilo della razionalità, si è notato<sup>5</sup> che la previsione:

- a) può indurre a un certo disinteresse nella gestione dei portafogli azionari, spingendo i soci a confidare nella remunerazione aggiuntiva dell'investimento azionario derivante dalla mancata movimentazione dello stesso; e cioè: a non seguire l'andamento dell'investimento e a mancare di cogliere le occasioni di guadagno sul mercato;
- b) costituisce un limite alla circolazione delle azioni e ne ostacola la più efficiente allocazione, intralciando il buon funzionamento del voto come strumento per migliorare il governo della società;
- c) riduce il grado di contendibilità della società, compromettendo l'efficienza del mercato dei controlli;
- d) discrimina gli azionisti penalizzando quelli di controllo e quelli qualificati, tra cui gli investitori istituzionali, che dovrebbero essere destinati invece, secondo la direttiva comunitaria, ad assumere maggior peso nelle assemblee;
- e) anche nella prospettiva dello Stato "esattore", incentiva a non negoziare le partecipazioni azionarie e perciò riduce le occasioni di esigere l'imposta sul *capital gain*.

Sotto il profilo della praticabilità, si è principalmente rilevato<sup>6</sup> come l'attribuzione del dividendo maggiorato non già a categorie azionarie preindividuate, ma ad azionisti che si trovino al momento dello "stacco delle cedole" in una certa situazione soggettiva, crei incertezze sulla quantificazione del dividendo erogabile, in particolare se sono presenti più categorie azionarie o se la società procede alla distribuzione di acconti su dividendi. I problemi di quantificazione, invero, possono essere superati sia con il metodo *top down* (dall'ammontare complessivo della distribuzione si determina il dividendo unitario), che con quello *bottom up* (dal dividendo unitario si determina l'ammontare globale della distribuzione)<sup>7</sup>. In ciascuno dei due casi, però, la società deve sacrificare un interesse: col metodo *top down*, resta preclusa la possibilità di indicare prima della distribuzione il valore del dividendo unitario, «generando un'incognita sgradita al

---

commentando l'art. X+4 del Nuovo Regolamento Emittenti, posto in consultazione dalla Consob il 5 agosto 2010 (entrambi disponibili su [www.consob.it](http://www.consob.it)). Nel senso che non vi sarebbe eccesso di delega, invece, v. G.A. RESCIO (nt. 1), § 4. L'art. X+4 del Nuovo Regolamento Emittenti si limita in effetti a prevedere che la maggiorazione del dividendo si attui in conformità delle indicazioni provenienti dagli intermediari, facendo salva l'ipotesi che gli azionisti non ritengano di obiettare alla comunicazione dei dati, analogamente a quanto possono fare in caso di identificazione degli azionisti ai sensi dell'art. 83-*duodecies* t.u.f. Al riguardo, Assonime (Osservazioni del 8 ottobre 2010) ha proposto l'eliminazione del riferimento al preteso diritto di obiettare sulla comunicazione dei dati, non essendo prevista tale facoltà nella norma primaria, a differenza di quella sull'identificazione degli azionisti. Anche quest'ultima disposizione, peraltro, suscita forti dubbi di coerenza al sistema, che ho evidenziato in N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 311, al quale mi permetto rinviare.

<sup>5</sup> M. STELLA RICHTER jr., *I troppi problemi del dividendo maggiorato* (nt. 2), § 2-3.

<sup>6</sup> M. STELLA RICHTER jr., *I troppi problemi del dividendo maggiorato* (nt. 2), § 5.

<sup>7</sup> Si tratta di metodi ampiamente sperimentati in occasione dell'introduzione nell'ordinamento giuridico italiano del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 (noto come decreto Euro), per la conversione della cifra del capitale sociale in Euro: e v., per tutti, G. FIGÀ-TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2001, pp. 5, 74 ss.; ID., *Euro e azioni*, in *Riv. soc.*, 2001, 273; ID., *Euro e azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*\*, UTET, Torino, 2004, p. 218 ss.

mercato dei capitali»; con il metodo *bottom up*, la prudenza impone di non distribuire tutto l'utile distribuibile, con la conseguenza di doverne necessariamente tesaurizzare una parte.

Un ulteriore rilievo critico<sup>8</sup> riguarda il sacrificio della parità di trattamento tra azionisti, cui la previsione del dividendo maggiorato inevitabilmente deve condurre. A questo problema è dedicata la riflessione che propongo in questo intervento.

2. — La nuova previsione di legge esordisce ponendo deroga al principio di proporzionalità dei dividendi alla partecipazione sociale (“in deroga all’art. 2350, comma 1, c.c.”): principio, che va internazionalmente sotto il nome di *sharing rule*, e che è considerato addirittura più forte di quello di proporzionalità tra azioni e voti esercitabili (*one share, one vote*)<sup>9</sup>.

Secondo autorevole dottrina giuseconomica, la *sharing rule* è la forma più comune di strategia del *reward*, cioè di ricompensa che premia gli *agent* quando promuovono con successo gli interessi dei propri *principal*: questa «incentiva le condotte leali collegando i guadagni monetari dell’*agent* direttamente a quelli del *principal*». La medesima dottrina sostiene che:

«Un esempio evidente è rappresentato dalla tutela di cui godono gli azionisti di minoranza in base al principio della parità di trattamento, che richiede che la distribuzione degli utili sia strettamente proporzionale alla quota posseduta. Tale norma fa sì che gli azionisti di controllo (*agent*) abbiano un incentivo a massimizzare i guadagni degli azionisti di minoranza della società (*principal*) almeno là dove gli utili della società vengano pagati sotto forma di dividendi»<sup>10</sup>.

La necessità della *sharing rule* per il funzionamento e l’efficienza del mercato azionario è stata oggetto di una accorata difesa da parte di Autori che, in un precedente scritto<sup>11</sup>, ho individuato come scuola di Harvard.

La scuola di Harvard spiega l’opportunità di una regola di eguaglianza con rilevanti argomenti economici, sebbene poi ne tragga corollari difficilmente condivisibili.

Si osserva come la maggior parte delle legislazioni societarie, ivi inclusa quella americana, preveda una regola di eguaglianza tra azionisti nella distribuzione dei dividendi. Senza una regola di eguaglianza—o, meglio, di proporzionalità alla quota di capitale posseduta—le minoranze non avrebbero controllo sulla possibilità che gli amministratori od una maggioranza ostile possano distribuire in maggiore misura a certi soci e in misura inferiore od affatto ad altri. Una tale incertezza sarebbe se non intollerabile, sicuramente altamente costosa. Il rischio per i fornitori di capitale di partecipare in misura meno che proporzionale ai profitti di un’attività li porterebbe, infatti, a fissare un prezzo molto più alto per il capitale offerto, restringendo notevolmente l’offerta. Gli emittenti dovrebbero dunque ricorrere in misura di molto maggiore, se non esclusivamente, a capitale proprio, determinando un’inefficiente allocazione delle risorse. In un sistema di libera contrattazione, perciò, anche mancando una regola imposta, i fornitori di capitale e gli

---

<sup>8</sup> M. STELLA RICHTER jr., *I troppi problemi del dividendo maggiorato* (nt. 2), § 11.

<sup>9</sup> Su cui, per tutti, v. G. FERRARINI, «Un’azione - un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24.

<sup>10</sup> Virgolato da R. KRAAKMANN et al., *Diritto commerciale comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2007, p. 35; originale da H. Hansmann e R. Kraakmann, ed ora J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMANN, *Legal Strategies for Reducing Agency Costs*, in *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, OUP, Oxford New York, 2009, p. 43.

<sup>11</sup> Sia permesso rinviare a N. DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders’ Welfare Growth - Fairness v. Precise Equality*, in *Riv. soc.*, 2009, 697, a p. 736 ss. (da cui si cita); nonché in 34 *Del J. Corp. L.* 855 (2009).

emittenti avrebbero un interesse comune a stabilire una regola di trattamento paritario perché questa accrescerebbe il capitale disponibile, ne ridurrebbe il costo, e darebbe al contempo certezza al fornitore di non essere discriminato<sup>12</sup>. Per questa ragione, il diritto societario ed i principi elaborati dalla giurisprudenza (c.d. *fiduciary principles*) impongono una regola di trattamento paritario che esclude quell'elemento di incertezza, lasciando presumere un trattamento omogeneo degli investitori tanto in occasione della distribuzione dei dividendi, quanto in sede di liquidazione.

I corollari di questa impostazione con riguardo alla disposizione del patrimonio sociale sono in sintesi i seguenti. Anzitutto, trattamenti diseguali possono giustificarsi solo se concordati in sede di sottoscrizione del capitale e mai a discrezione della maggioranza o degli amministratori. Non è ammissibile, se non con il consenso di tutti gli interessati, una distribuzione di utili o una liquidazione parte in natura e parte in denaro. Non è ammissibile una procedura di acquisto forzoso delle azioni di minoranza (*freeze-outs, going private*), perché le stesse si risolvono in liquidazioni anticipate selettive, presentando gli stessi problemi riscontrati per lo scioglimento della società. Infine, gli acquisti di azioni proprie in società con un azionista di riferimento dovrebbero essere addirittura vietati, salvo che per eliminare resti (*fractional shares*). Eccezioni potrebbero essere previste per le società chiuse prive di mercato, mentre per le società ampiamente diffuse e senza azionisti di riferimento gli acquisti andrebbero sottoposti alla previa approvazione delle Corti o di un'autorità amministrativa<sup>13</sup>.

La tesi della scuola di Harvard è stata criticata per le radicali conseguenze che trae dall'individuazione di un principio di parità di trattamento in materia di distribuzioni. Alcuni hanno cercato di mitigarne gli effetti, pur ponendone in risalto i fondamenti. In particolare, si è ulteriormente sviluppata l'idea che la regola di parità di trattamento assicuri liquidità ai mercati, ma si è al contempo ammesso che questa possa essere derogata quando un rispetto rigoroso impedisce un corretto proposito imprenditoriale (*valid business purpose*), misurabile in termini di incremento del rendimento atteso dall'investimento (ROI-*Return on investments*)<sup>14</sup>. Questo sviluppo giunge ad ammettere che una politica distributiva sostenuta da un *valid business purpose* possa determinare trattamenti diseguali se la maggioranza promuove il proprio interesse non recando danno alla minoranza<sup>15</sup>.

Altri—che ho altrove indicato come scuola di Chicago<sup>16</sup>—sostengono invece l'opportunità di un superamento della regola di parità di trattamento (o almeno temperamenti delle sue rigidità) con altrettanti argomenti di tipo economico, pur concordando sull'idea di fondo, che una regola di proporzionale attribuzione dei dividendi sia corretta<sup>17</sup>. Gli argomenti sviluppati da questa scuola conducono a riflessioni

---

<sup>12</sup> Questo è il risultato cui giungono a varie riprese Brudney (Harvard) e alcuni altri coautori – Chirelstein (Yale) e Clark (Harvard) - e che può leggersi con nettezza nell'ultima delle opere di V. BRUDNEY, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, in 71 *Cal. L. Rev.* 1072, a pp. 1077, 1081, 1087-1089 (1983).

<sup>13</sup> Per queste posizioni, V. BRUDNEY, *Equal Treatment* (nt. 12), pp. 1078-1080, 1089, 1092, 1113, nota 129.

<sup>14</sup> Così, R.A. BOOTH, *The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law*, in 38 *Sw. L. J.* 853, 873-879 (1984-1985), il quale conclude (a p. 880) che la *business purpose doctrine* vada ripensata nel senso che è permesso un trattamento che attua una limitata disparità tra azionisti quando si dimostri che la prima è necessaria per l'incremento del ROI. Allo stesso modo questo autore interpreta la discrezionalità degli amministratori nella distribuzione di dividendi: una distribuzione può essere negata quando gli amministratori possono dimostrare che le somme devono essere impiegate per un determinato investimento.

<sup>15</sup> Così, R.A. BOOTH, *The Business Purpose* (nt. 14), p. 884.

<sup>16</sup> N. DE LUCA, *Unequal Treatment* (nt. 11), p. 737 ss.

<sup>17</sup> Cfr. F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHER, *The Economic Structure of corporate law*, Cambridge Ma., 1991, p. 110 s.

estranee al tema qui in rilievo, e cioè se e perché esista un principio di parità di trattamento nella distribuzione dei dividendi ed in che cosa lo stesso consista. Basti dunque ricordare che secondo la scuola di Chicago la divisione degli utili costituisce un semplice trasferimento e non creazione di nuova ricchezza. Perciò, una regola che consentisse una distribuzione non proporzionale di dividendi non accrescerebbe il valore dell'impresa, anzi imporrebbe sugli azionisti un costo di monitoraggio sulla fuoriuscita di capitali dall'impresa, e ridurrebbe in definitiva il benessere aggregato<sup>18</sup>.

Come risulta chiaramente da quanto brevemente riferito, le riflessioni della dottrina giuseconomica più autorevole, pur confermando come pacifica ed incontrastata l'esistenza di un principio di parità di trattamento nella distribuzione di dividendi, non sembrano contraddire l'introduzione di una regola che permetta l'attribuzione di un dividendo maggiorato agli azionisti minoritari, a certe condizioni. Al contrario, la stessa dottrina spiega che non deve essere permesso agli azionisti di maggioranza o, comunque, a coloro che devono prendersi cura degli interessi di tutti gli azionisti (*principal*), e cioè gli amministratori (*agent*), di ottenere maggiori dividendi, perché questo potrebbe in qualche misura dissuaderli dall'operare al meglio delle loro possibilità. Resta perciò da comprendere quale possa essere il senso economico e giuridico di una misura di incentivo—di una *reward strategy*—per gli azionisti al contempo fedeli, estranei alla gestione e “minimi” (n. 5.1), e verificare se e come questa si concili con il principio della parità di trattamento (n. 5.2).

Per giungere a questa riflessione è tuttavia necessaria una digressione. Anticipo perciò quanto emergerà nel prossimo paragrafo, e cioè che la regola dell'art. 127-*quater* t.u.f. non deroga, di per sé, al principio di parità di trattamento, ma a quello di proporzionalità tra dividendi e partecipazione. Sul punto, invero, la dottrina giuseconomica non ha del tutto affinato i propri strumenti di indagine, confondendo i concetti di eguaglianza tra azioni ed eguaglianza tra azionisti<sup>19</sup>.

3. — La previsione di dividendi maggiorati non è un *unicum* dell'ordinamento italiano, già sussistendo disposizione in tal senso nell'ordinamento tedesco<sup>20</sup>, collocata al § 60 *AktG*<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHER, *The Economic Structure* (nt. 17), p. 143 s. Gli autori in discorso non distinguono, tuttavia, tra le varie tecniche distributive ed in particolare non considerano la materia delle distribuzioni in natura e gli acquisti di azioni proprie. Non stupisce perciò come, pur su questa premessa, gli stessi giungano ad escludere il fondamento economico dell'obbligo di offrire a tutti i soci pari opportunità nell'acquisto di azioni proprie, nella liquidazione parziale attraverso attribuzioni in natura e così via. Per uno sviluppo dei loro argomenti, sia permesso rinvio a N. DE LUCA, *Unequal Treatment* (nt. 11), p. 738 ss.

<sup>19</sup> Per un compiuto sviluppo di questa critica v., oltre a N. DE LUCA, *Unequal Treatment* (nt. 11), p. 739 ss., anche il successivo n. 4.

<sup>20</sup> Lo ho ricordato in N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 254, *ivi* a p. 260. La letteratura tedesca sul punto è abbastanza limitata. Oltre ai più diffusi commentari, W. BAYER, *vor § 60*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Beck u. Valen, München, 3. Auflage 2008, p. 213 ss.; M. LUTTER, *vor § 60*, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Heymanns, Köln, 1988, p. 721 ss.; U. HÜFFER, *vor § 60, Aktiengesetz*<sup>8</sup>, Beck, München, 2008, *Rdn.* 9 s., p. 288, v. anche il pur risalente G. HUECK, *Der Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung im Privatrecht*, Beck, Berlin, 1958, p. 44 ss. Per alcune questioni particolari, come la rinuncia dell'azionista di maggioranza al dividendo e il premio per la sottoscrizione di un aumento di capitale, v. i *riff.* a nt. 23. Si v. inoltre York SCHNORBUS, *Tracking Stock In Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough To Adopt American Financial Innovations?*, in *22 U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 541, 587-89 (2001) (sostenendo che le c.d. *tracking stocks* sono ammissibili sia per la possibilità di creare categorie di azioni dotate di privilegi sulla distribuzione degli utili sia per la previsione del § 60 (3) *AktG*).

<sup>21</sup> «(1) Die Anteile der Aktionäre am Gewinn bestimmen sich nach ihren Anteilen am Grundkapital. (2) Sind die Einlagen auf das Grundkapital nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von vier vom Hundert der geleisteten Einlagen. Reicht der Gewinn dazu nicht

La norma del § 60 *AktG* ribadisce—rispetto alla regola di uguaglianza tra azioni indirettamente ricavabile al § 11 *AktG*<sup>22</sup>—il criterio di ripartizione dei dividendi in proporzione alla quota di capitale posseduta, ma consente due ordini di deroghe, che prescindono dalla formazione di categorie privilegiate di azioni. Da una parte, quando non tutti gli azionisti abbiano liberato le azioni, o non lo abbiano fatto in eguale misura (§ 60 (2) *AktG*), i dividendi possono essere ridotti, rispetto alla partecipazione al capitale, in ragione della effettiva liberazione od anche essere esclusi. Dall'altra parte, è possibile erogare dividendi addizionali in forma di premi, se lo prevede lo statuto e lo deliberi l'assemblea (§ 60 (3) *AktG*): ad esempio—ed è clausola di stile degli statuti delle società quotate<sup>23</sup>—come forma di incentivo per coloro che concorrono ad un aumento di capitale apportando nuove risorse<sup>24</sup>. È prassi considerata legittima anche quella di escludere il dividendo per le azioni eccedenti una certa soglia di capitale<sup>25</sup>. Va notato, per quanto qui più interessa, che il § 60 (2-3) *AktG* permette di trattare diversamente gli azionisti che si trovino in condizioni diverse; e quindi deroga sì alla regola di proporzionalità, ma non necessariamente si discosta da quella di parità di trattamento<sup>26</sup>. Com'è noto, in Germania esiste una regola espressa di parità di trattamento, contenuta al § 53a *AktG*, che fa vincolo alle società azionarie di osservare il trattamento paritario degli azionisti che si trovino in condizioni identiche<sup>27</sup>.

---

*aus, so bestimmt sich der Betrag nach einem entsprechend niedrigeren Satz. Einlagen, die im Laufe des Geschäftsjahrs geleistet wurden, werden nach dem Verhältnis der Zeit berücksichtigt, die seit der Leistung verstrichen ist. (3) Die Satzung kann eine andere Art der Gewinnverteilung bestimmen».*

<sup>22</sup> «Die Aktien können verschiedene Rechte gewähren, namentlich bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens. Aktien mit gleichen Rechten bilden eine Gattung».

<sup>23</sup> Di norma è così formulata: «Bei einer Kapitalerhöhung kann die Gewinnbeteiligung neuer Aktien abweichend von § 60 des Aktiengesetzes bestimmt werden» [così § 5 (9) Statuto Deutsche Telekom (18 maggio 2010); similmente, tra altri, § 25 (2) Statuto Siemens (aprile 2010); § 15 (1) Statuto 3U Holding AG (ottobre 2010); § 5 (7) Statuto BASF Se (luglio 2010)].

<sup>24</sup> La deroga del § 60 (3) *AktG* presuppone una previsione statutaria, ma a differenza di quella sul riscatto (§ 239 *AktG*), non è necessaria la sua anteriorità rispetto alla sottoscrizione delle azioni. Si può dunque introdurre un criterio di riparto non proporzionale dei dividendi anche in sede di modificazione (ma non in occasione della distribuzione dei dividendi, ove è solo consentita la rinuncia al dividendo da parte dell'azionista di maggioranza, per consentire una ripartizione più sostanziosa agli altri: e v. HORBACH, *Der Gewinnverzicht des Großaktionärs*, in *AG*, 2001, 78; KÖNIG, *Der Dividendenverzicht des Mehrheitsaktionärs – Dogmatische Einordnung und praktische Durchführung*, in *AG*, 2001, 399) ed in particolare questo avviene non di rado negli aumenti di capitale. Per invogliare all'adesione, viene infatti garantito ai sottoscrittori dell'aumento (indipendentemente dal fatto che vengano a costituire categoria) un diritto sugli utili futuri più che proporzionale rispetto alla quota di capitale posseduta: la previsione è largamente considerata legittima sul rilievo che ai vecchi azionisti è comunque assegnato il diritto di opzione, ovvero che vi è stata un'esclusione o limitazione dello stesso nel rispetto delle prescrizioni di legge (§ 186 (2-3) *AktG*), e cioè ricorrendo l'interesse sociale. V. J. SIMON, *Rückwirkende Dividendengewährung beim genehmigten Kapital?*, in *AG*, 1960, 148; F. WÜNDISCH, *Können junge Aktien mit Dividendenberechtigung für ein bereits abgelaufenes Geschäftsjahr ausgestattet werden?*, in *AG*, 1960, 320; nonché, per l'aumento delegato, H.J. MERTENS, *Zulässigkeit einer Ermächtigung des Vorstands, Aktien mit einem Gewinnbezugsrecht für das abgelaufene Geschäftsjahr auszugeben?*, in *Festschrift für Wiedemann*, Beck, München, 2002, p. 1113; nonché da ultimo U. HÜFFER, *vor § 60 (nt. 20) Rdn. 9 s.*, p. 288.

<sup>25</sup> In questo senso, W. BAYER, *vor § 60 (nt. 20), Rdn. 21*, p. 217; M. LUTTER, *vor § 60 (nt. 20), Rdn. 20*, p. 726.

<sup>26</sup> Un dubbio però si pone quando il dividendo maggiorato sia disposto in presenza di azioni privilegiate, occorrendo chiedersi se la categoria debba approvare specificamente la delibera, ovvero se occorra unicamente avere riguardo alla legittimità della delibera di aumento del capitale sotto il profilo della parità di trattamento: il punto è sollevato da U. HÜFFER, *vor § 60 (nt. 20), Rdn. 9*, p. 288, ove altri riferimenti.

<sup>27</sup> «Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln». È invece amplissima la letteratura in argomento: mi limito a menzionare il monumentale volume D. VERSE, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der*

Un rapido confronto tra la menzionata norma tedesca e l'art. 127-*quater* t.u.f. consente di porre in evidenza analogie e differenze:

- a) il § 60 (3) *AktG* ha portata generale; l'art. 127-*quater* t.u.f. si rivolge alle sole società quotate;
- b) il § 60 (3) *AktG* è formulato a fattispecie aperta; l'art. 127-*quater* t.u.f. consente l'erogazione di dividendi maggiorati solo per premiare la conservazione delle azioni per un certo periodo continuativo di tempo;
- c) il § 60 (3) *AktG* non pone limiti alla maggiorazione del dividendo; l'art. 127-*quater* t.u.f., viceversa, limita la maggiorazione *a*) al 10% del dividendo attribuito alle altre azioni (della stessa categoria); al fatto che *b*) non può essere corrisposto per una quota di partecipazione eccedente 0,5% del capitale (o la minore cifra indicata nello statuto);
- d) il § 60 (3) *AktG* non restringe il novero dei possibili destinatari del premio; l'art. 127-*quater* t.u.f. si dirige solo agli azionisti che non partecipano neppure indirettamente al controllo;
- e) tanto il § 60 (3) *AktG* quanto l'art. 127-*quater* t.u.f. rimettono allo statuto di prevedere una tale previsione (c.d. *opt-in*);
- f) *last but not least*, tanto il § 60 (3) *AktG* quanto l'art. 127-*quater* t.u.f. derogano, implicitamente o espressamente, alla regola di proporzionalità dei dividendi, ponendo un problema di compatibilità con il principio di parità di trattamento.

4. – Come accennato anteriormente, poggiando prevalentemente sul diritto nordamericano, la dottrina giuseconomica non rileva correttamente la distinzione tra eguaglianza fra azioni ed eguaglianza fra azionisti, e dunque finisce per sovrapporre al principio di parità di trattamento quello di proporzionalità.

La proporzionalità tra dividendi e partecipazione azionaria connota le azioni come partecipazioni-tipo standardizzate, a nulla rilevando, in linea di principio, la quantità posseduta o la qualità dell'azionista. Il vincolo di proporzionalità ha la funzione di attrarre capitale, in quanto favorisce la formazione di un mercato secondario e facilita la possibilità di smobilizzare l'investimento<sup>28</sup>. L'esistenza di un mercato secondario, infatti, non può prescindere dalla standardizzazione dei beni che sono destinati a circolarvi e, cioè, dalla relativa fungibilità<sup>29</sup>.

Ben altra cosa è, invero, l'eguaglianza tra azionisti. In una lettura economica del fenomeno societario, postulare l'eguaglianza assoluta tra azionisti significherebbe, se non altro, escludere la rilevanza della quantità e qualità di azioni che ciascuno possiede, dando peso solo alle persone. Questo modo di ragionare<sup>30</sup>

---

*Kapitalgesellschaften*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2006, di cui mia *Recensione*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, I, 647, ove tutti i riferimenti principali.

<sup>28</sup> Sul punto è limpido l'insegnamento di P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, pp. 232, 445; ID., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, ivi spec. a p. 114 ss.; M. SCIUTO e P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*, Torino, 2004, p. 5 ss. Sia inoltre permesso rinvio anche a N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 867, spec. p. 870 ss.

<sup>29</sup> Ancora, il rinvio è a P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*<sup>2</sup>, Giappichelli, Torino, 1994, p. 89 ss.

<sup>30</sup> Evidenza dell'approccio fallace della dottrina americana si ha nelle pagine di R.A. BOOTH, *The Business Purpose* (nt. 14), p. 873, dove si giunge ad affermare che il principio di parità di trattamento («*equality of treatment among shareholders*») è un «*moral value*», che corrisponde al principio di eguaglianza davanti alla legge, fondamento di



entrerebbe in irrimediabile conflitto con i fondamenti dell'economia occidentale di mercato, che si serve in via assolutamente dominante di soggetti economici costituiti in forma societaria, non solo retti dal principio maggioritario, ma da un principio maggioritario correlato alle quote di interesse<sup>31</sup>. Questo principio è di per sé espressione di una "ineguaglianza", per l'ovvia ragione che gli azionisti che non concorrono alla formazione della maggioranza, contano di meno. Giusto o sbagliato che sia, nessuno può negare che la regola di maggioranza è un fondamentale strumento di soluzione dello stallo che parti assolutamente eguali tra loro inevitabilmente determinerebbero.

In questo senso, il principio di parità di trattamento viene espresso, quanto meno a livello comunitario, non già come regola di assoluta eguaglianza tra azionisti, ma come precetto che impone di "trattare in modo eguale" chi si trova in una "situazione identica". E cioè si ammette un trattamento diseguale, quando la diseguaglianza diviene strumento di riequilibrio di situazioni diverse.

Nel caso che ci occupa, quello della distribuzione di un dividendo maggiorato, la deroga opera sicuramente rispetto al principio di proporzionalità. Non è invece toccato il principio di parità di trattamento, *se e nella misura in cui* il trattamento differenziato (deroga alla proporzionalità) ha a fondamento una "situazione non identica" che merita il trattamento differenziato. Affinché il trattamento differenziato sia obiettivamente "equo" occorre, però, riscontrare una giusta correlazione tra la situazione che merita il trattamento differenziato e l'entità della differenziazione. E cioè: la maggiorazione del dividendo deve essere tale da far sì che, all'esito della distribuzione, gli azionisti che si presentavano in una situazione diversa, si trovino o tendano verso una situazione identica o simile.

Il che, com'è intuitivo, è compito tutt'altro che agevole, dovendosi anzitutto individuare quali sono gli elementi che rilevano per determinare se la situazione di un certo azionista sia identica rispetto a quella di un altro azionista, ovvero se non lo è<sup>32</sup>.

5. – Una deroga al principio di proporzionalità dei dividendi pone all'interprete un problema complesso, soprattutto quando la legge non definisce i presupposti ed i limiti per questa deroga. Occorre infatti condurre un esame su due diversi fronti: da una parte, *a*) quale possa essere l'interesse che giustifica la deroga al principio di proporzionalità dei dividendi; dall'altra parte, *b*) quali possano essere gli elementi di diversità nelle situazioni soggettive degli azionisti che consentono di garantire *parità di trattamento*, operando un *trattamento diseguale*.

5.1. — Lo statuto della società deve preindividuare un *interesse sociale* alla creazione di un incentivo affinché gli azionisti effettuino un investimento stabile, da premiare con dividendi maggiorati. Peraltro è

---

ogni sistema politico. Lo zenith della confusione si tocca affermando che: «*the principle is so simple that it seems intuitive that it must apply to corporations, at least in the absence of a better one*».

<sup>31</sup> Invero, l'esigenza di porre tutti i soci sullo stesso piano è propria di un diverso modello economico e sociale, tipico delle società mutualistiche (e delle associazioni non economiche), in cui i soci decidono sì a maggioranza, ma per teste, e si ripartiscono i risultati, non in ragione degli apporti di capitale, ma degli scambi mutualistici intercorsi. E v. sul punto i lucidi rilievi di V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 551, *ivi* a p. 556.

<sup>32</sup> Un paradosso può essere d'aiuto per comprendere quanto complesso sia postulare l'esattezza di un trattamento non paritario senza precise indicazioni legislative sui "valori" rilevanti e sulla misura entro la quale può aversi il riequilibrio. Potrebbe la società Alfa deliberare l'attribuzione dei dividendi o di buoni addizionali sul rilievo che i suoi azionisti versano in condizioni economiche differenti, considerando che l'utilità marginale della moneta è più elevata presso gli azionisti più poveri rispetto a quelli più ricchi? Chiunque studia da giurista il diritto azionario sa bene che una risposta affermativa a questo quesito sarebbe ingiustificabile, ma non potrebbe negare che, dal punto di vista economico, l'idea è sensata e, dal punto di vista sociologico, è giusta.

permesso allo statuto di indicare condizioni ulteriori, che possono contribuire a definire le ragioni per il trattamento differenziato<sup>33</sup>.

Tra gli interessi da scartare vi è sicuramente quello alla *stabilità del controllo*: bastano a dimostrarlo gli argomenti dalla dottrina giuseconomica avanti ricordati, i quali chiariscono che la regola di proporzionalità ha l'obiettivo principe di garantire che la maggioranza non possa approfittare della propria posizione di potere ai danni delle minoranze. Benché allora astrattamente possa essere nell'interesse della società premiare la stabilità del controllo<sup>34</sup>, non può essere permesso alla maggioranza di premiare la propria stabilità come azionista, attraverso una maggiorazione dei dividendi, essendo la stabilità dell'azionista di controllo già premiata dal controllo stesso.

Questa considerazione, certo banale, chiarisce però, per converso, che per la creazione dell'incentivo non basta il solo interesse sociale, ma occorre spesso riscontrare uno specifico interesse della maggioranza. Se, infatti, il dividendo maggiorato non può che provenire da una distribuzione non proporzionale di cui solo gli azionisti di minoranza possono beneficiare, la disposizione statutaria deve necessariamente finire per far gravare sugli azionisti che partecipano al controllo il costo di tale incentivo. E, trattandosi di regola statutaria facoltativa (*opt-in*), deve perciò riscontrarsi negli azionisti di controllo un interesse (non monetario, ma diverso) a ripagare la fedeltà di azionisti minoritari. Senza pretesa di completezza, può essere utile provare ad identificare alcuni interessi in questo senso:

- a) un primo interesse che può avere le caratteristiche ora descritte è quello ad evitare scalate ostili. Non è dubbio che quando l'azionista di maggioranza relativa possa temere una scalata ostile, sarà disponibile a promettere un dividendo maggiorato agli azionisti che non si lascino tentare dalle lusinghe di terzi scalatori<sup>35</sup>. In questo senso, una disposizione statutaria del genere dovrebbe

---

<sup>33</sup> Tenta una individuazione di tali ulteriori condizioni G.A. RESCIO (nt. 1), § 5, affermando che «*ben si potrà, dunque, subordinare la maggiorazione all'esercizio di diritti sociali quali quelli di intervento in assemblea, di presentazione di domande e proposte, di formulazione di argomenti all'ordine del giorno, di partecipazione in modo pertinente alla discussione in ambito assembleare o pre-assembleare, di voto, ecc.*». Esclude invece l'A. che «*condizioni ulteriori preordinate a "non disturbare il guidatore", e quindi consistenti nel "non esercizio" di diritti quali quelli sopra menzionati o di altri diritti amministrativi della minoranza (dalla presentazione di liste per le cariche sociali all'impugnazione di delibere)*». Infine si chiede se «*l'assunzione di caratteristiche soggettive quali condizioni ulteriori per accedere al beneficio, si da riservarlo a particolari categorie di soggetti quali, ad esempio, gli investitori istituzionali, o gli azionisti residenti in un determinato territorio in cui si esplica l'attività della società, o quelli che siano partner in affari della società contribuendo stabilmente alla formazione dell'utile*». Sul punto si conclude che «*potrebbe però rappresentare un ostacolo al riguardo il principio di parità di trattamento*». Mi pare che legare l'incentivo alla partecipazione effettiva possa contribuire a giustificare la disciplina del dividendo maggiorato alla luce della direttiva 2007/36/CE, ma ho dubbio che possano premiarsi comportamenti che per l'azionista sono esclusivamente delle facoltà: in questo senso, non credo che possa essere corretto, né abbia senso, premiare chi pone punti all'ordine del giorno, chi vota a favore o contro, o chi partecipa in modo "pertinente". Resta in ogni caso l'obiezione che basterebbe prevedere dei gettoni di presenza.

<sup>34</sup> Importanti studi economici (M. KAHAN, *Sales of Corporate Control*, in 9 *J.L. Econ. & Org.* 368-79 (1993); e L.A. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in 109 *Q.J. Econ.*, 957-93 (1994)) dimostrano che non è possibile stabilire *ex ante* se sia efficiente incentivare la presa di controllo da parte terzi, facendo beneficiare del premio di maggioranza anche gli altri azionisti. Ciascuna soluzione ha vantaggi e svantaggi. Spesso, eccessiva contendibilità del controllo porta ad una riduzione del valore della società bersaglio, soprattutto se questa viene gravata del peso economico delle scalate, come nelle operazioni di LBO. Può dunque essere nell'interesse dell'impresa evitare cambi troppo frequenti di controllo. Ma questo non può legittimare gli azionisti di maggioranza a crearsi un incentivo per non cedere le partecipazioni.

<sup>35</sup> Un noto caso, simile a quello ipotizzato nel testo, si è posto negli Stati Uniti: cfr. *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 496 (Del. 1985). Mesa Petroleum stava tentando una scalata nei confronti di Unocal, di cui aveva già acquisito una consistente partecipazione, con l'emissione di obbligazioni a copertura. Gli amministratori di Unocal, per difendere l'indipendenza della società, controffrirono ai rimanenti azionisti – espressamente escludendo Mesa Petroleum, dunque senza rispettare la parità di trattamento – di acquistare le azioni (proprie) contro pagamento in

legittimarsi sulla base dei principi vigenti in materia di misure antiscalata ed, in particolare, di obblighi di passività<sup>36</sup>.

- b) Altro interesse che appare idoneo a giustificare l'impegno economico degli azionisti di maggioranza, o comunque con partecipazioni rilevanti, è quello di evitare eccessiva speculazione sui titoli della società. Non è un caso, infatti, se molti collocamenti iniziali (c.d. *IPO-Initial Public Offering*) prevedono premi di fedeltà per i sottoscrittori che conservino le azioni di nuova emissione per un certo periodo di tempo: di norma, il premio si esprime con l'attribuzione di azioni gratuite<sup>37</sup>.

---

obbligazioni della società per un valore nominale (\$ 72), superiore a quello con il quale Mesa aveva finanziato l'acquisto delle azioni Unocal (\$ 54). La scalata di Mesa fallì e la stessa agì contro gli amministratori di Unocal per violazione del *duty of loyalty*. Qui di seguito, il passo più significativo della pronuncia, sul punto d'interesse: «Mesa contends that it is unlawful, and the trial court agreed, for a corporation to discriminate in this fashion against one shareholder. It argues correctly that no case has ever sanctioned a device that precludes a raider from sharing in a benefit available to all other stockholders. However, as we have noted earlier, the principle of selective stock repurchases by a Delaware corporation is neither unknown nor unauthorized. *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d at 554; *Bennett v. Propp*, 187 A.2d at 408; *Martin v. American Potash & Chemical Corporation*, 92 A.2d at 302; *Kaplan v. Goldsamt*, 380 A.2d at 568-569; *Kors v. Carey*, 158 A.2d at 140-141; 8 *Del.C.* § 160. The only difference is that heretofore the approved transaction was the payment of "greenmail" to a raider or dissident posing a threat to the corporate enterprise. All other stockholders were denied such favored treatment, and given Mesa's past history of greenmail, its claims here are rather ironic.

However, our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs. Merely because the General Corporation Law is silent as to a specific matter does not mean that it is prohibited. *See Providence and Worcester Co. v. Baker*, Del.Supr., 378 A.2d 121, 123-124 (1977). In the days when *Cheff*, *Bennett*, *Martin* and *Kors* were decided, the tender offer, while not an unknown device, was virtually unused, and little was known of such methods as two-tier "front-end" loaded offers with their coercive effects. Then, the favored attack of a raider was stock acquisition followed by a proxy contest. Various defensive tactics, which provided no benefit whatever to the raider, evolved. Thus, the use of corporate funds by management to counter a proxy battle was approved. *Hall v. Trans-Lux Daylight Picture Screen Corp.*, Del.Supr., 171 A. 226 (1934); *Hibbert v. Hollywood Park, Inc.*, Del.Supr., 457 A.2d 339 (1983). Litigation, supported by corporate funds, aimed at the raider has long been a popular device.

More recently, as the sophistication of both raiders and targets has developed, a host of other defensive measures to counter such ever mounting threats has evolved and received judicial sanction. These include defensive charter amendments and other devices bearing some rather exotic, but apt, names: Crown Jewel, White Knight, Pac Man, and Golden Parachute. Each has highly selective features, the object of which is to deter or defeat the raider.

Thus, while the exchange offer is a form of selective treatment, given the nature of the threat posed here the response is neither unlawful nor unreasonable. If the board of directors is disinterested, has acted in good faith and with due care, its decision in the absence of an abuse of discretion will be upheld as a proper exercise of business judgment». *Id.*, a p. 957.

<sup>36</sup> Attualmente, in Italia (come nel Regno Unito, in Francia e in Spagna, a differenza che in Germania), vige un obbligo di passività a carico della società bersaglio di un'OPA (art. 104 t.u.f.) che impedisce alla società «di compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta», salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o straordinaria (non è più richiesta la maggioranza di almeno il 30%), e salvo che lo statuto non abbia diversamente disposto (*opt-out*): sul punto, anche per considerazioni sul susseguirsi schizofrenico di provvedimenti contrastanti tra il 2008 e il 2009, M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, del 6 ottobre 2009, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

<sup>37</sup> Nella recente IPO di Enel Green Power (ottobre 2010), ad esempio, è stato previsto un premio di questo tipo. Nel *Prospetto informativo*, p. 563 (disponibile al sito [www.enelgreenpower.com](http://www.enelgreenpower.com)), sono previste misure di incentivo differenziate per "Dipendenti Enel Residenti in Italia", "il pubblico indistinto e gli Azionisti Enel assegnatari del Lotto Minimo o suoi multipli" ovvero "per il pubblico indistinto e Azionisti Enel assegnatari del Lotto Minimo di Adesione Maggiorato o suoi multipli": ai primi, a condizione «che manterranno senza soluzione di continuità la piena proprietà per dodici mesi dalla Data di Pagamento di tali Azioni, e sempre che le stesse siano rimaste depositate presso un

- c) Ulteriore interesse (soprattutto nelle società che valorizzano la gestione manageriale) può essere quello di evitare che i dipendenti, che ricevono parte della remunerazione in azioni della società, possano essere attratti dalla possibilità di monetizzare sul mercato il valore delle prospettive reddituali future della società, anziché prodigarsi per realizzare gli obiettivi cui la remunerazione in azioni deve tendere<sup>38</sup>.
- d) Infine, è il caso di riprendere l'ipotesi riportata dall'esperienza tedesca, e cioè quella di incentivare gli azionisti di minoranza a sottoscrivere gli aumenti di capitale insieme alla maggioranza, con la promessa di un futuro dividendo maggiorato. Sul punto è il caso di precisare che secondo l'esperienza tedesca la maggioranza può concorrere al beneficio e, dunque, lo stesso viene fatto gravare sui soci (di minoranza) che non intendano supportare il nuovo investimento. Si tratta, dunque, di una ipotesi molto più delicata, ponendosi un problema di conflitto di interesse del socio di maggioranza e restando la concreta realizzabilità della promessa di dividendi maggiorati legata alla circostanza che, comunque, non tutti gli azionisti aderiscano<sup>39</sup>.

Nel caso prospettato *sub a*, l'azionista di controllo ha un interesse individuale, non comune agli altri azionisti, ma non in conflitto con quello sociale, né con i fini dell'ordinamento (nella misura in cui non contrasti con la *passivity rule*)<sup>40</sup>, a pagare con una parte dei propri dividendi un comportamento degli azionisti di minoranza che potrebbe essere diversamente indotto da altri fattori individualmente rilevanti. Nel caso *sub b*, l'interesse a che i corsi si mantengano regolari non è solo del socio di maggioranza ma di tutti gli azionisti che non intendano speculare sui titoli nel mercato secondario, ma attendano l'appropriazione diretta dei risultati economici dell'attività. Nel caso *sub c*, l'interesse, oltre che alla maggioranza, è genuinamente

---

*Collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti alla Monte Titoli S.p.A., spetterà l'attribuzione gratuita di n. 1 azione ordinaria della Società ogni n. 20 Azioni assegnate nell'ambito dell'Offerta Pubblica. L'assegnazione gratuita avverrà in relazione ad un massimo di 3 Lotti Minimi assegnati»; ai secondi, purché si trovino nelle medesime condizioni, «spetterà l'attribuzione gratuita di n. 1 azione ordinaria dell'Emittente ogni n. 20 Azioni assegnate nell'ambito dell'Offerta Pubblica. L'assegnazione gratuita avverrà in relazione ad un massimo di 2 Lotti Minimi di Adesione Maggiorati assegnati».*

<sup>38</sup> L'esigenza di escogitare meccanismi atti ad evitare che gli amministratori monetizzino prima del tempo le azioni o le opzioni, è molto sentita nella letteratura statunitense. V. soprattutto L. BEBCHUK e J. FRIED, *Pay Without Performance. The Unfulfilled Promise Of Executive Compensation*, Cambridge (Massachusetts) and London (England), Harvard University Press, 2006, nonché B.J. HALL, *A Better Way to Pay CEOs?*, in *Executive Compensation and Shareholder Value. Theory and Evidence*, a cura di J. Carpenter e D. Yermack, Austin, Wolters Kluwer, 1998, p. 58 ss. Il tema è ampiamente trattato anche nella letteratura italiana più recente: si veda A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, p. 429 ss., la quale propone l'imposizione di un c.d. *vesting period*, in modo da evitare che gli amministratori perseguano esclusivamente interessi di breve periodo; sul punto, v. inoltre G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462 ss., nonché G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 91 ss. Si ricorda infine che in base all'art. 24 della l. 4 giugno 2010, n. 96, il Governo è autorizzato ad emanare entro la fine del 2010 un decreto legislativo che recepisca le Raccomandazioni della Commissione Europea in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate (CK). Su queste raccomandazioni si v., criticamente, G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010 (in corso di stampa) ([www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)); nonché IIDD., *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI Law Working Paper No 126/2009, (<http://ssrn.com/abstractid=1418403>).

<sup>39</sup> È evidente che se la distribuzione di dividendi maggiorati dipende da una spartizione non proporzionale dell'utile distribuibile, il maggiore vantaggio di alcuni deve provenire dal prezzo imposto in capo ad altri. Efficace sul punto G.A. RESCIO (nt. 1), § 4, osservando che definita la "torta" in anticipo, la maggiorazione della "fetta" di alcuni determina la riduzione della "fetta" degli altri.

<sup>40</sup> Cfr. *retro* nt. 36.

appartenente a tutti gli azionisti (*principal*), e l'incremento dei dividendi rappresenta una misura di prevenzione del rischio che i gestori della società (*agent*) non siano attratti dallo stesso interesse comune. Tutti i casi prospettati appaiono, dunque, giustificabili dal punto di vista economico. Più difficile è invece spiegare l'ipotesi *sub d*: qui l'interesse economico non è evidente *in re ipsa*, ma va dimostrato caso per caso, ed in particolare va spiegato: *i*) perché l'aumento di capitale sia necessario, *ii*) perché la maggioranza non è in grado di assicurarla senza il concorso di altri soci, *iii*) perché questi non siano indotti alla sottoscrizione dalla maggiore quota di partecipazione che verranno ad assumere, ma debbano esserlo solo dalla prospettiva di un dividendo futuro maggiorato. Il che fa immediatamente precipitare l'attenzione sul secondo versante del discorso: e cioè quello della opportunità, necessità e proporzionalità della misura di deroga alla proporzionalità a riequilibrare una disparità esistente.

5.2. — Se non è la legge a farlo (come in Italia, ma non in Germania), occorre individuare quali sono le condizioni che giustificano il trattamento diseguale e la relativa misura. Come si è anticipato, infatti, una certa azione societaria è rispettosa del principio di parità di trattamento anche quando assicura omogeneità di risultati, pur apprestando mezzi diversi. In questi casi, tuttavia, è determinante l'individuazione degli elementi che consentono di apprezzare come “non identiche” le posizioni di più azionisti o investitori, e la misurazione delle azioni correttive, per verificare che queste siano proporzionate al riequilibrio delle disparità d'origine. È opportuno esaminare anche sotto questo profilo le stesse ipotesi prospettate più avanti.

a) In caso di scalata ostile, potrebbe ammettersi che gli azionisti siano indotti a non cedere le proprie partecipazioni dalla prospettiva di un dividendo maggiorato. Se il costo del dividendo maggiorato grava sul socio di controllo, senza operare a detrimento di chi decide di vendere, *nulla quaestio*. È pacifico (come è confermato dal dibattito svolto in Germania) che il socio di maggioranza possa rinunciare al dividendo che gli spetterebbe a favore degli altri soci<sup>41</sup>. Ma se, come probabile, la misura antiscalata è posta a carico di coloro che aderiscono all'offerta, ed a vantaggio di chi conserva la partecipazione, incluso il socio di controllo, il discorso è ben più complesso<sup>42</sup>.

Al di là dei profili di conflitto di interesse (che alcune legislazioni, come quella italiana, disciplinano dettando gli obblighi di passività, e permettendone deroghe), qui si pone anzitutto il problema *i*) se sia legittimo considerare in posizione diversa (non identica) gli azionisti che aderiscono all'OPA, rispetto a quelli che non vi aderiscono. Anche dando risposta affermativa a questo interrogativo, occorre chiedersi *ii*) se coloro che non aderiscono all'offerta si trovino in una posizione peggiore rispetto a quelli che aderiscono e se, dunque, sia possibile apprestare un trattamento differenziato (il dividendo maggiorato) per riequilibrare la disparità esistente. La soluzione a questi dubbi condiziona inevitabilmente *iii*) la misura della maggiorazione che non è “liberamente” rimessa alla deliberazione maggioritaria, ma è legittima nella misura in cui non pone chi era in posizione peggiore prima della distribuzione, in posizione migliore di chi non ne beneficia *ex post*.

Al riguardo, si può verificare con esempi numerici che, anche se il *dividendo ordinario* va a vantaggio dell'azionista che ha aderito all'offerta (e non dell'acquirente) secondo il principio dell'imputazione *pro rata temporis*, e anche se il *dividendo maggiorato* da attribuire agli azionisti fedeli non supera il *premio unitario* che i terzi sono disponibili a pagare per ciascuna azione, in più rispetto al valore di mercato, la distribuzione potrebbe comunque contrastare con il principio di parità di trattamento, ponendo chi

---

<sup>41</sup> Cfr. *retro* nt. 24.

<sup>42</sup> La Corte Suprema del Delaware, nel caso *Unocal*, citato alla nt. 35, ritenne che gli amministratori della società bersaglio possano assumere misure antiscalata che discriminano lo scalatore, quando ritengano che dalla scalata possa derivare pregiudizio per la società ed i suoi azionisti. Questa posizione è stata tuttavia successivamente superata dalla normativa federale. Nel 1989, la SEC, in seguito al caso *Unocal*, introdusse una c.d. *all holders rule* [17 C.F.R. § 240.13e-4(f)(8) (2008)], per la quale: «[n]o issuer or affiliate shall make a tender offer unless: (i) [t]he tender offer is open to all security holders of the class of securities subject to the tender offer; and (ii) [t]he consideration paid to any security holder for securities tendered in the tender offer is the highest consideration paid to any other security holder for securities tendered in the tender offer».

vende in posizione deteriore di chi non vende, anziché riequilibrarla: l'entità del dividendo maggiorato dipende, infatti, dalla percentuale di adesione all'offerta; maggiore questa è, minore è il dividendo maggiorato<sup>43</sup>.

b) Anche nell'ipotesi—più probabile e apparentemente meno problematica—che il dividendo maggiorato sia offerto per stabilizzare l'azionariato ed evitare che gli azionisti non di controllo siano indotti alla speculazione, si pone comunque un problema di giustificazione nella prospettiva della parità di trattamento. Anche in questo caso, il dividendo maggiorato può essere erogato solo a condizione che ne sia posto il costo sugli azionisti che vendono o acquistano nel periodo rilevante: se tutti gli azionisti sono “fedeli” o tutti “infedeli”, non può aversi maggiorazione. Ciò premesso, e assumendo che sia nell'interesse sociale premiare gli azionisti “fedeli” e penalizzare quelli “infedeli”, occorre anche qui chiedersi se il premio operi un riequilibrio di una disparità. Al proposito, si può supporre che il premio che il mercato paga sia superiore al dividendo ordinario e che, dunque, l'attribuzione del dividendo maggiorato valga a compensare il premio cui l'azionista rinuncia decidendo di non vendere. La previsione del dividendo maggiorato potrebbe però avvantaggiare l'azionista fedele in misura superiore a quanto non sia necessario per compensare la sua rinuncia a vendere ad un prezzo conveniente.

Supponendo che il dividendo non sia erogato secondo la regola del *pro rata temporis*, ma venga incassato per intero dall'acquirente che risulti azionista al momento dello stacco<sup>44</sup>, è agevole comprendere che questo deve pagare per le azioni un prezzo superiore a quello di mercato, per indurre il cedente a vendere prima dello stacco delle cedole. Ma non è questo l'unico prezzo che deve pagare. Si aggiunge anche quello necessario per remunerare la fedeltà degli altri azionisti: e più gli altri azionisti sono stati fedeli, più il prezzo è elevato<sup>45</sup>. Col risultato che il trattamento dell'acquirente non è eguale rispetto a quello degli altri azionisti,

---

<sup>43</sup> Supponendo che il massimo dividendo maggiorato unitario ( $div_m$ ) sia pari all'utile totale distribuibile ( $U$ ) diviso per il numero delle azioni, aumentato del premio unitario ( $\Delta p$ ) pagato per ogni singola azione—corrispondente al prezzo pagato meno il valore di mercato corrente—; se il  $\Delta p = 1$  e  $U = 1000$  e la società ha emesso 100 azioni, delle quali 30 sono state vendute in adesione all'offerta, il  $div_m = (1000/100) + 1 = 11$ . Ne consegue che gli azionisti fedeli, nel loro complesso, prendono un dividendo di 770 ( $DIV_m$ ), mentre coloro che hanno venduto prendono un dividendo complessivo di 230 ( $DIV$ ). Per ciascuna azione ceduta, perciò, il dividendo unitario ( $div = 7,66$ ), aumentato del premio unitario ( $\Delta p = 1$ ), è pari a 8,66: col risultato che gli azionisti che hanno venduto, anche tenendo conto del premio unitario incassato, si trovano in posizione deteriore rispetto a quelli che non hanno venduto, che prendono un dividendo maggiorato unitario di 11. Nell'esempio dato, il dividendo maggiorato, pur determinato nei limiti del premio unitario, non riequilibra la posizione di chi non vende rispetto a quella di chi vende, ma sbilancia positivamente la posizione degli azionisti fedeli, imponendo il prezzo in capo a chi intenda aderire all'offerta.

<sup>44</sup> È questa la regola che vale nei mercati regolamentati, visto che i dividendi sono necessariamente incassati per tramite degli intermediari che provvedono ad accreditarli al conto del cliente che risulta azionista al momento dello stacco. Più analiticamente, l'art. 4.6.5 del *Manuale dei Servizi-Gestione Accentrata* di Monte Titoli (del Dicembre 2004) prevede che «le operazioni di pagamento del dividendo sono effettuate dal Monte con: i) una prima elaborazione alla data di esigibilità»—vale a dire: il terzo giorno di borsa aperta dopo la data di stacco in borsa (obbligatorio se l'azione è quotata nei Mercati Regolamentati gestiti da Borsa Italiana)—«sulle azioni per le quali non sono state trasmesse - dalla data della disposizione di servizio al giorno precedente la data di esigibilità - istruzioni di rinuncia o di rinvio; ii) successive elaborazioni sulle azioni risultanti “cum dividendo” (per effetto delle istruzioni di rinvio) dopo la data di esigibilità, effettuate il giorno lavorativo successivo al ricevimento delle istruzioni di incasso inviate dagli intermediari (dalla data di esigibilità fino al giorno lavorativo precedente la prescrizione del dividendo)».

<sup>45</sup> Se Tizio offre di acquistare le azioni di Caio, Sempronio e Mevio, tutti azionisti da più di un anno, prima dello stacco del dividendo, il prezzo offerto deve tenerne conto. Se il capitale della Società è € 120.000, ciascuno degli azionisti ha 40/120 azioni e sono distribuibili 1200 € di utili, il prezzo minimo al quale ciascuno è disponibile a vendere le proprie azioni a Tizio è 40.400 € (valore nominale più dividendo anticipato). Se però è previsto statutariamente un dividendo maggiorato per gli azionisti che possiedono le azioni da più di un anno, supponiamo, per comodità di calcoli, in misura doppia rispetto al dividendo ordinario, si avranno i seguenti scenari, a seconda che Tizio acquisti le azioni solo da Caio, od anche da Sempronio o da Mevio. A) Se Tizio acquista solo da Caio a 40.400 €, Tizio ha diritto al dividendo unitario ordinario ( $div$ ), Sempronio e Mevio a quello maggiorato ( $div_m$ ): se viene distribuito tutto l'utile ( $U$ ), Tizio, con 40 azioni, riceve un dividendo complessivo di 240 € ( $DIV$ ), e cioè un  $div$  di 6 €; Sempronio e Mevio, con 40 azioni

fedeli o infedeli. Egli infatti deve pagare sia il prezzo della fedeltà, sia quello dell'infedeltà altrui. In definitiva, azionisti in posizione differente (fedeli ed infedeli) vengono trattati similmente, mentre azionisti in posizione analoga (venditori e compratori, entrambi "infedeli") vengono trattati diversamente.

c) Anche l'ipotesi di attribuire un dividendo maggiorato agli azionisti amministratori, per indurli a non privarsi delle azioni e condividere, così, le sorti di medio-lungo periodo della società, non è priva di criticità rispetto al principio di parità di trattamento. In questo caso, il prezzo del dividendo maggiorato grava su tutti gli azionisti ad eccezione degli amministratori e sono invero tutti gli azionisti (astrattamente considerati) ad avere interesse a che gli amministratori restino fedeli. È plausibile, dunque, che si considerino gli azionisti-amministratori in posizione diversa rispetto agli altri, ai fini di un trattamento diversificato. Poiché tuttavia gli stessi non si trovano in una posizione deteriore rispetto agli altri azionisti, non può valere l'idea che il prezzo del dividendo maggiorato debba gravare sugli altri azionisti in modo da riequilibrare una disparità esistente. Alla luce del principio di parità di trattamento, la decisione è dunque legittima nella misura in cui l'interesse sociale giustifichi tale sacrificio o gli azionisti che subiscono il trattamento deteriore "rinuncino" alla parità di trattamento. Ma, come visto, la dottrina giuseconomica nega l'efficienza di questa ipotesi<sup>46</sup>.

d) Infine, l'ipotesi di premiare con dividendi maggiorati gli azionisti che concorrano ad un aumento di capitale pone, oltre ai quelli già posti in evidenza, anche problemi di compatibilità con il principio di parità di trattamento. Infatti, il dividendo maggiorato è attribuito agli azionisti che hanno sottoscritto l'aumento del capitale e viene, dunque, sottratto al dividendo ordinario spettante a chi non ha conferito nuove risorse: in vero, *i*) nulla garantisce che i sottoscrittori si trovino in una posizione deteriore rispetto ai non sottoscrittori, *ii*) o che la maggiorazione sia adeguata a riequilibrare queste situazioni. Ad ogni modo, la dottrina tedesca, che ha avuto occasione di soffermarsi sul punto, ritiene che il sacrificio della parità di trattamento sia ammissibile nella stessa misura in cui il diritto di opzione può essere escluso o limitato, e cioè quando lo esige l'interesse sociale<sup>47</sup>.

6. — Quanto osservato nel paragrafo precedente consente di fissare alcuni punti.

La possibilità di attribuire dividendi maggiorati incide sulla regola di proporzionalità, ma non si giustifica con la stessa. Derogare alla regola di proporzionalità pone infatti un problema di parità di trattamento che può essere risolto (alternativamente) riscontrando: *a*) che il trattamento diseguale serve ed è proporzionato ad un riequilibrio di posizioni diverse; *b*) che gli azionisti che ricevono un trattamento deteriore abbiano rinunciato alla parità di trattamento; *c*) che la parità di trattamento debba essere declinata per la sussistenza di un interesse sociale obiettivo, purché la deroga appaia proporzionata.

La regola di cui all'art. 127-*quater* t.u.f. consente espressamente di porre deroga alla regola di proporzionalità, attraverso l'attribuzione di un dividendo maggiorato, al ricorrere di cinque concomitanti condizioni: 1) si tratti di società quotata e vi sia una previsione statutaria (*opt-in*); 2) l'azionista sia stato fedele per almeno un anno; 3) lo stesso non abbia partecipato neppure indirettamente al controllo; 4) la

---

ciascuno, ricevono un *DIV* di 480 €, e cioè un *div<sub>m</sub>* di 12 €. B) Se Tizio acquista da Caio e Sempronio (o Mevio) a 80.800 €, allo stacco dei dividendi sia Tizio, sia Sempronio (o Mevio) ricevono un *DIV* di 600 €, ma il *div* per Tizio, titolare di 80 azioni, è 7,5 €, mentre il *div<sub>m</sub>* per Sempronio (o Mevio), titolari di 40 azioni, è di 15 €. Nell'ipotesi A) per ciascuna azione, Tizio paga 1.000 € per capitale e 10 € per dividendo anticipato a Caio, meno il *div* di 6 € (tot: 1.004 €); nell'ipotesi B) Tizio paga 1.000 € per capitale e 10 € per dividendo anticipato a ciascuno dei venditori, meno 7,5 € per *div* (tot: 1.002,5 €). Se Tizio riesce a comprare le azioni da tutti e tre, il costo unitario delle azioni sarà di 1.010 € ciascuna, e ricevendo un *div* per 10 per ciascuna, viene a sopportare un costo finale per ciascuna azione pari a 1.000 €.

<sup>46</sup> *Retro* nt. 10.

<sup>47</sup> *Retro*, nt. 24.

maggiorazione non ecceda il 10% del dividendo ordinario; 5) la maggiorazione riguardi una partecipazione non eccedente lo 0,50%.

Occorre verificare se la ricorrenza di queste condizioni garantisca di per sé rispetto del principio di parità di trattamento. Al riguardo, va ricordato che sulla vigenza di una regola di trattamento paritario in materia di emittenti quotati non v'è spazio per il dubbio<sup>48</sup>. Ai sensi dell'art. 92 t.u.f., infatti, «*gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni*».

Nella regola dell'art. 127-*quater* t.u.f. sono operate due distinzioni tra azionisti: quella relativa alla fedeltà, e quella relativa alla compartecipazione al controllo. L'attribuzione di un dividendo maggiorato agli azionisti "fedeli" per almeno un anno può essere giustificata—ricorrendo una posizione non identica—con l'esigenza di compensarli per la scelta di non avere approfittato di condizioni di mercato vantaggiose per procedere ad una dismissione. Analogamente, la sperequazione tra azionisti che abbiano o non abbiano partecipato al controllo si può giustificare sul presupposto che chi vi partecipa "estrae benefici privati" di cui non possono beneficiare gli altri azionisti, i quali vanno dunque compensati per la loro fedeltà con un dividendo maggiorato.

Sotto questi profili, dunque, può ritenersi che la disposizione dell'art. 127-*quater* t.u.f. non deroghi a (né violi) l'art. 92 t.u.f., identificando *ex ante* azionisti in condizioni non identiche che possono meritare un trattamento differenziato. Per poter essere sicuri che non si abbia violazione della parità di trattamento, tuttavia, occorre anche riscontrare che il trattamento differenziato sia proporzionato alla sperequazione ed in grado di riequilibrarla, ovvero che sussista un interesse sociale obiettivo. Al riguardo, il legislatore italiano consente agli statuti un limitato ambito di manovra, permettendo di precisare ulteriori condizioni per l'erogazione della maggiorazione, nel rispetto di un doppio limite quantitativo: da una parte, la maggiorazione non può eccedere il 10% del dividendo ordinario, dall'altra parte la maggiorazione non può attenersi a partecipazioni eccedenti lo 0,50% del capitale.

Come è stato esattamente rilevato<sup>49</sup>, questa seconda previsione non si spiega agevolmente e rischia di discriminare gli investitori istituzionali, i quali per definizione non partecipano al controllo, ma spesso sono titolari di partecipazioni superiori allo 0,50%. Una distinzione tra investitori individuali e istituzionali, d'altronde, non sembra possa poggiare sulla rilevazione di condizioni obiettivamente non identiche e meritevoli di perequazione, visto che i secondi non sono portatori di interessi diversi da quelli degli investitori individuali diretti.

Le alternative sono dunque due: o si ritiene che, nonostante la ricorrenza dei requisiti di cui all'art. 127-*quater* t.u.f. vi sia spazio per un controllo sulla clausola statutaria e sulla delibera distributiva alla luce dell'art. 92 t.u.f.; o si ritiene che la ricorrenza dei requisiti di legge di cui all'art. 127-*quater* t.u.f. escluda la rilevanza della eventuale disparità di trattamento. In questa seconda prospettiva, se ne deve trarre che l'art. 127-*quater* t.u.f. deroga esplicitamente all'art. 2350 c.c. ed implicitamente anche all'art. 92 t.u.f., nel senso che, nel rispetto delle condizioni ivi stabilite, non è possibile invocare un controllo della deliberazione con la quale si decide l'attribuzione di un dividendo maggiorato, per violazione del principio di parità di trattamento.

---

<sup>48</sup> E v. sul punto F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180; F. BOCHICCHIO, *Buy back e riduzione del capitale sociale - Integrità del capitale e autonomia nella determinazione della compagine societaria*, Cedam, Padova, 2000, *passim*, ma spec. 89 ss., 134 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento agli artt. 92 e 132*, in AA.VV., *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, II, EGEA, Milano, 1999, 9 ss.; 1185 ss.; nonché, prima della riforma del t.u.f., M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899.

<sup>49</sup> Da M. STELLA RICHTER jr., *Il troppi problemi del dividendo maggiorato* (nt. 2), § 2.



Questa conclusione non è priva di riflessi anche in generale, permettendo di fornire una risposta al dubbio, sicuramente legittimo, se sia ammissibile introdurre negli statuti delle società diverse da quelle soggette alla disposizione dell'art. 127-*quater* t.u.f. una disposizione che permetta di premiare la stabilità dell'azionariato con un dividendo maggiorato, analogamente a quanto consente il § 60 (3) *AktG* tedesco. Per fornire risposta occorre esaminare la questione sotto almeno due profili. Da una parte, se sussiste, come alcuni ritengono, un principio generale di parità di trattamento<sup>50</sup>, valevole anche nel diritto delle società non quotate, l'attribuzione del dividendo maggiorato può essere considerata legittima a condizione che sussista una disparità di situazione che il dividendo maggiorato sia in grado di riequilibrare, o, in alternativa, il prezzo della maggiorazione sia posto in capo a chi ha specifico interesse a che gli azionisti che ne risultano beneficiari conservino la partecipazione, ovvero, in ulteriore alternativa, esista un interesse sociale obiettivo che permetta la misura con effetti diseguali. Dall'altra parte, occorre verificare se sia legittimo derogare al principio di proporzionalità dei dividendi rispetto alla partecipazione posseduta, fuori dalla creazione di categorie azionarie speciali ed in mancanza di un presupposto di legge, come quello espresso all'art. 127-*quater* t.u.f..

Il primo quesito merita risposta affermativa, sia che si ritenga sussistente un principio generale di parità di trattamento sia che, come ritiene preferibile chi vi parla, questo non abbia portata precettiva propria nel diritto societario<sup>51</sup>. Il secondo quesito merita invece risposta negativa, non potendosi ritenere che il principio di proporzionalità dei dividendi alla quota di partecipazione sia disponibile.

7. — Le considerazioni svolte in questa relazione impongono, infine, di esprimere un giudizio di opportunità sulla una regola che permette l'attribuzione di dividendi maggiorati agli azionisti fedeli, estranei al controllo, anche alla luce del principio di parità di trattamento. Il giudizio non può non essere critico, osservando come nei casi in cui una misura del genere può essere economicamente sensata non è affatto necessario derogare nel caso concreto al principio di proporzionalità dei dividendi, bastando la creazione di categorie speciali di azioni o di strumenti finanziari, ovvero l'adozione di altre misure.

---

<sup>50</sup> In materia societaria, si dispone di un recente ed approfondito studio di G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, del quale non posso dare che un accenno. Tra i maggiori pregi dell'opera vi è quello di voler condurre una riflessione scevra dal preconetto, rifiutando una accettazione del principio di parità di trattamento come petizione di principio «che si limita ad affermare ciò che dovrebbe invece dimostrare» (p. 22). Seguendo un approccio «normativo», si giunge a dimostrare l'esistenza del principio in parola, riconoscendone però la derogabilità. La parità di trattamento si impone infatti finché non ci sia un favore obiettivo per la conduzione dell'impresa che ne giustifichi il sacrificio (p. 96 s., 201 ss., 255 ss., 258 ss., 279 ss.). Altri studi fondamentali condotti in Italia sono quelli di G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 (il quale ammette una parità di trattamento fondata su basi contrattuali, come proporzione reciproca alla partecipazione ai vantaggi e ai sacrifici contrattuali, ma gli riconosce portata precettiva assai limitata); A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725; ID., *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 165 ss. (che parlava di principio "pallido"). Riportano invece il problema alla eguaglianza tra azioni e all'abuso della maggioranza F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento tra soci*, in *Riv. soc.*, 1987, 3; C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1; nonché, con posizioni non coincidenti, M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Giuffrè, Milano, 1991, 109, che fonda il principio sul disposto dell'art. 2373 c.c.; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi tra soci*, in *Trattato Colombo-Portale*, 3\*\*, Utet, Torino, 1993, 35 ss., che invece lo fonda sull'art. 2348 c.c. Nega sostanzialmente l'esistenza di un diritto soggettivo alla parità di trattamento, proprio sul rilievo che è ammissibile formare categorie fornite di diritti diversi, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, Napoli, 1960, 250 ss.

<sup>51</sup> La mia personale convinzione è che la parità di trattamento, o meglio la disparità, sia rilevante quando chi la determina agisce in violazione della correttezza e buona fede, vale a dire col proposito di procurarsi un vantaggio ignorando il sacrificio, spesso non necessario, che impone. Per le motivazioni, mi sia permesso di rinviare a N. DE LUCA, *Unequal Treatment* (nt. 11), p. 754 ss.

Nel caso di un'OPA ostile è certamente legittimo che l'azionista di controllo faccia controfferte agli altri azionisti per indurli a non dismettere le loro partecipazioni. Tutt'altro che scontato è che debba farlo utilizzando risorse comuni, penalizzando lo scalatore che diviene azionista. Non è un caso se in tutta Europa vige una regola di parità di trattamento nei mercati finanziari e se anche negli Stati Uniti, proprio a seguito del caso *Unocal*, la SEC abbia emanato la c.d. *all holders rule*, volta ad evitare che le misure di difesa possano perpetrare disparità di trattamento<sup>52</sup>. Se, dunque, la sola ragione per l'introduzione dell'art. 127-*quater* t.u.f. fosse quella di favorire strategie di difesa, la disposizione non avrebbe adeguata giustificazione sistematica.

In secondo luogo, per evitare eccessiva speculazione sulle azioni, le società per azioni sono solite procedere ad acquisti di azioni proprie che oggi non hanno limiti quantitativi per le società non quotate e possono riguardare fino al 20% del capitale delle società quotate. Esistono dunque strumenti generali, benché anche questi discussi e discutibili<sup>53</sup>, che permettono di conseguire i medesimi obiettivi. Va del resto condiviso il rilievo che introdurre un premio di fedeltà potrebbe essere sconveniente per l'emittente, risultando sgradito al mercato sia per la minore attitudine dell'investimento diffuso a valere da flottante disponibile, sia per l'incertezza sul dividendo erogabile<sup>54</sup>.

D'altronde, l'art. 2349 c.c. permette, mediante destinazione di utili, l'assegnazione a favore dei prestatori di lavoro, individualmente, di speciali categorie di azioni o di strumenti finanziari, anche con «norme speciali riguardanti alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti»<sup>55</sup>. Non è dunque necessario scomodare il principio di proporzionalità dei dividendi, o quello di parità di trattamento, per realizzare un obiettivo—quello di fidelizzazione e moralizzazione degli azionisti dipendenti—che il legislatore già permette a tutte le società azionarie, non solo a quelle quotate.

Infine, se da un lato è tutto da dimostrare l'interesse sociale a che siano premiate le minoranze che concorrono con la maggioranza a sottoscrivere un aumento di capitale, esistono principi consolidati che sanzionano la minoranza che ingiustificatamente ostacola la deliberazione di un aumento necessario<sup>56</sup>. Tanto basta, a mio avviso, nell'equilibrio dei rapporti endosocietari, ad indurre il comportamento corretto.

---

<sup>52</sup> *Retro*, nt. 38.

<sup>53</sup> Per un giudizio d'incoerenza del legislatore comunitario, peraltro simultaneamente e autonomamente formulato, v. M. STELLA RICHTER jr., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 286, spec. p. 293 ss. (nonché, in una versione ampliata ed aggiornata, *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle azioni proprie*, già apparsa in *Profili attuali del diritto societario*, a cura di G. Ferri jr. e M. Stella Richter jr., Milano, 2010, p. 91 ss. e destinata agli *Scritti in onore di U. Belviso*, in corso di pubblicazione, spec. § 7, testo e nt. 13); e N. DE LUCA, *sub art. 2357*, in *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, Commentario sistematico al d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, a cura del medesimo, in *Nuove leggi civili commentate*, 2009, 425, *ivi* a p. 445 ss. Cfr., inoltre, per analoghi ed ulteriori rilievi critici, R. LENER, *C'è una ratio per i limiti all'acquisto di azioni proprie?*, in *Profili attuali del diritto societario* (nt. 53), p. 127 ss.

<sup>54</sup> Ancora, M. STELLA RICHTER jr., *Il troppi problemi del dividendo maggiorato* (nt. 2), § 5.

<sup>55</sup> Per tutti, v. A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2349*, in *Le società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 284.

<sup>56</sup> Per tutti, v. G.B. PORTALE, «*Minoranze di blocco*» e *abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al gouvernement des juges?*, in *Europa e dir. privato*, 1999, 153; A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003, p. 182 ss.