

## CAPITOLO PRIMO

### IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Partecipazione azionaria e diritto di voto: dalle prime compagnie al codice civile del '42. – 3. (*Segue*): dal codice del '42 alla riforma del 2003. – 4. Voto non proporzionale e suddivisione del capitale in azioni. – 5. Voto non proporzionale e principio capitalistico. – 6. Voto non proporzionale e tipologia della realtà. – 7. Delimitazione e definizione del percorso d'indagine.

1. *Premessa*. – La locuzione “un’azione un voto” indica la coincidenza tra le unità di partecipazione in cui è suddiviso il capitale di una società per azioni e i voti esercitabili nella sua assemblea. Essa riassume in un’unica espressione un modello di voto scindibile in tre regole: il voto è attribuito solo alle azioni (nessun voto senza azione); il voto è riconosciuto a ciascuna azione (nessuna azione senza voto); ogni azione ha un voto soltanto (divieto di voto plurimo). Questi tre principi delineano il sistema legale adottato da molti ordinamenti, tra cui quello italiano, ai fini dell’assunzione delle delibere assembleari.

La disciplina della società per azioni dà tuttavia possibilità piuttosto ampie di discostarsi da questa puntuale simmetria. Fermo il divieto di voto plurimo, già presente nel codice del '42 e ribadito ancor oggi dall’art. 2351, comma 4°, c.c., i restanti due postulati sono infatti entrambi derogabili da parte dello statuto.

Il primo (nessun voto senza azione) perché al moltiplicarsi delle forme di acquisizione delle risorse economiche di cui la s.p.a. può usufruire si è accompagnata la facoltà di riconoscere il voto su singoli argomenti anche a strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni<sup>1</sup>. Il potere dei posses-

---

<sup>1</sup> Cfr., in particolare, gli artt. 2346, comma 6°, 2349, comma 2° e 2351, comma 5°, c.c.

sori di ibridi d'influenzare l'approvazione delle delibere assembleari in materie prestabilite determina il parziale superamento del principio nessun voto senza azione<sup>2</sup>. Il voto, da sintesi dei soli interessi dei soci, diviene mezzo di composizione degli interessi eterogenei di coloro che finanziano a diverso titolo l'impresa societaria<sup>3</sup>.

Possibilità di deroga ancora maggiori presenta il secondo postulato (nessuna azione senza voto). L'estensione a tutte le società, quotate e non, della

---

<sup>2</sup> È controverso se i possessori di ibridi siano ammessi a partecipare assieme ai soci alla formazione di un'unica maggioranza composita (in tal senso, cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, 55 nt. 61 e 75 ss.; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria*, 264; LIBERTINI, *Riflessioni generali*, 253; LUONI, 346 ss.; MIGNONE, 335 ss.; OPPO, *In tema di «libertà e responsabilità»*, 322 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, 1297 s.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi*, 211 e 214 s.), oppure formino una maggioranza necessariamente separata (v. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, 298; CORSI, *La nuova s.p.a.*, 417; FERRARA JR.-CORSI, 492 s.; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria*, 826; GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, 131 s.; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, 536; LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, 592 ss.; MIOLA, *I conferimenti in natura*, 285 nt. 655; SANTORO, 152 s.; SERA, *Il procedimento assembleare*, 65; STAGNO D'ALCONTRES, 310 ss.; TOMBARI, *Strumenti finanziari*, 155 s. testo e nt. 44; e, dubitativamente, NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, 550 ss.; nonché, con opinione espressa prima dell'entrata in vigore della riforma, ABRIANI, *La struttura finanziaria*, 148 ss.). In posizione mediana vi è poi chi ritiene che spetti all'autonomia privata stabilire se i portatori di ibridi debbano o meno votare assieme ai soci: cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*. 2<sup>7</sup>, 220 nt. 45; GIANNELLI, 177 s. nt. 38; LOLLI, I, 207.

La capacità dei possessori di ibridi di condizionare con il loro voto l'approvazione delle delibere assembleari resta tuttavia ferma qualunque sia l'opinione accolta. In particolare, secondo la dottrina favorevole alla formazione di due maggioranze autonome il voto dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi diviene condizione di efficacia della deliberazione assembleare assunta dai soci. Ciò comporta il riconoscimento ai possessori di ibridi di un potere di veto nelle materie indicate dallo statuto. È da escludere, invece, che le loro dichiarazioni di voto possano avere una valenza di tipo solo consultivo. Tale interpretazione contrasterebbe con la collocazione della norma che riconosce il voto ai possessori di ibridi, perché nell'art. 2351 il termine voto è inteso in funzione deliberativa. Inoltre, relegherebbe l'art. 2351, comma 5° a disposizione riproduttiva di quanto già previsto negli artt. 2346, comma 6° e 2349, comma 2°, i quali, nell'ammettere il riconoscimento di diritti amministrativi, già contemplano in modo implicito la facoltà di attribuire ai possessori di strumenti finanziari anche il rilascio di pareri non vincolanti (cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, 55 e 80 ss.).

<sup>3</sup> Viceversa, ad esempio, in Germania è pacifico che i possessori di *Genußrechte*, non conferenti la qualità di socio, non possono votare in assemblea, in ossequio al principio *kein Stimmrecht für Nichtaktionäre* (cfr., in luogo di molti, ERNST, 80; HIRTE, 477 ss.; LUTTER, *Besprechung*, 294 s.; e, di recente, HÄGER/ELKEMANN-REUSCH, 268 ss.; in giurisprudenza, BGH, 21 luglio 2003; BGH, 9 novembre 1992; BGH, 5 ottobre 1992).

facoltà di emettere azioni senza voto; la possibilità di limitare il voto a taluni argomenti, nonché di subordinarlo al rispetto di condizioni non meramente potestative (cfr. l'art. 2351, comma 2°); la potenziale creazione di nuove categorie di azioni al di là delle fattispecie tipizzate dalla legge (art. 2348, comma 2°, c.c.); e, infine, la prevedibilità di tetti massimi di voto oppure di sistemi di voto scalare nelle società non facenti appello al mercato del capitale di rischio (art. 2351, comma 3°) sono tutti elementi che a seconda dei casi spezzano oppure comunque attenuano la correlazione un'azione un voto. Nel complesso tali forme di diversificazione della partecipazione azionaria danno vita a un'elasticità sconosciuta nell'assetto normativo previgente.

Tra i principali temi emersi dalla nuova disciplina del diritto societario vi è dunque quello di definire la cornice entro cui può esplicarsi la libertà nella società per azioni di regolare gli assetti di potere interni tramite l'elaborazione di regole particolari in tema di attribuzione e di ripartizione della forza di voto. Nell'accostarsi allo studio del problema è utile un breve *excur-sus* storico al fine di verificare se e in quale misura l'attuale duttilità trovi rispondenza anche in altri momenti evolutivi della società per azioni.

2. *Partecipazione azionaria e diritto di voto: dalle prime compagnie al codice civile del '42.* – Storicamente i presupposti indispensabili affinché ogni azione abbia il voto – vale a dire, ogni socio ha diritto di votare in assemblea; ogni socio ha inoltre diritto a tanti voti quante sono le azioni possedute – quasi mai sono stati dei caratteri indefettibili della partecipazione azionaria. Nelle prime manifestazioni della realtà azionaria la puntuale corrispondenza tra capacità deliberativa e risorse impegnate, nonché il riconoscimento a tutti i soci della facoltà di votare, erano al contrario degli elementi del rapporto partecipativo soltanto eventuali<sup>4</sup>. Già nella *East India Company* inglese sia la nomina degli amministratori che l'esercizio delle funzioni gestorie erano riservate ai maggiori azionisti<sup>5</sup>. E previsioni analoghe si ritrovano inoltre in quasi tutte le prime Compagnie olandesi, francesi e tedesche<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Lo ricorda, più di recente, LEDOUX, 22 ss.

<sup>5</sup> Per essere eletti amministratori era necessario avere una partecipazione pari ad almeno duemila sterline (cfr. VIGHI, 682 nt. 17). Inoltre, sebbene i soci avessero diritto a un solo voto a prescindere dall'entità della partecipazione, il sistema era tutt'altro che democratico in quanto l'acquisto della qualità di socio era appannaggio esclusivo di determinate categorie di persone (v. MIGNOLI, *Idee e problemi*, 16 ss. e 49 s.) e il voto in assemblea era riservato ai possessori di un certo numero di azioni (cfr. BANFI, 397; VIGHI, 688 nt. 39).

<sup>6</sup> Cfr. VIGHI, 676 ss. spec. 682 nt. 17 e 688 nt. 39; e v. anche GALGANO, *Lex Mercatoria*,

L'originaria diffusione nel nostro paese di tali meccanismi può ricavarsi da un rapido esame degli statuti di società italiane anteriori al *Code de Commerce* del 1807<sup>7</sup>. Da esso si evince che agli albori della società per azioni solo in via occasionale viene riconosciuto un voto per ogni unità di partecipazione<sup>8</sup>. Spesso per poter votare si pretende il possesso di un ammontare minimo di azioni, con l'applicazione – tra coloro che raggiungono la soglia prefissata – ora del principio capitario<sup>9</sup>, ora di quello capitalistico<sup>10</sup>. Frequenti sono altresì combinazioni tra tetti minimi e tetti massimi,

---

141 ss.; KLEIN, spec. 391 s.; LÉVY-BRUHL, 193; G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie*, 900. Sul punto appaiono poco significativi gli assetti interni della Compagnia olandese delle Indie orientali, alla quale – unitamente all'*East India Company* inglese – la letteratura storiografica fa risalire l'origine della moderna società per azioni [in tal senso, v. BONFANTE, *Lezioni*, 34 ss.; COTTINO, *Il diritto che cambia*, 493 ss.; GALGANO, *Le società per azioni. Principi generali*, 3 ss.; ID., *Lex Mercatoria*, 141 ss.; MORI, 209 ss.; SCIALOJA, *Sull'origine delle società*, spec. 18 ss.; UNGARI, *Profilo storico*, 19 ss.; VIGHI, 664 ss., il quale riprende alcuni argomenti di LEHMANN, 7 ss.; VIVANTE, *Trattato*, II, 7 s.; e, più di recente, cfr. (SCIUTO-)SPADA, 20 ss.; sui tentativi di valorizzare precedenti esperienze di epoca medievale v. DE MADDALENA, 263 ss.]. Infatti, sebbene tutti i cittadini delle Province Unite possano partecipare alla Compagnia (cfr. LE COMPAGNIE OLANDESI, 583 ss.; COTTINO, *Introduzione al Trattato*, 284; MIGNOLI, *Idee e problemi*, 50), manca in essa un'assemblea nella quale poter esprimere il voto, né vi è suddivisione del capitale in parti uguali tra loro [v. (SCIUTO-)SPADA, 21].

<sup>7</sup> Le considerazioni sviluppate nel testo scaturiscono dallo studio degli statuti raccolti da UNGARI, *Statuti di Compagnie, passim*, rappresentanti un campione significativo della realtà azionaria italiana dei secoli XVII e XVIII, anche per la loro provenienza da fonti archivistiche dislocate sull'intero territorio nazionale. Da circa metà degli statuti esaminati non è stato tuttavia possibile ricavare indicazioni attendibili sui criteri di riparto dei voti, per l'ambiguità delle clausole, per l'assenza di regole statutarie sul funzionamento dell'assemblea e in altri casi ancora per la mancanza di un vero e proprio organo assembleare.

<sup>8</sup> L'attribuzione di un voto per ogni unità di partecipazione è previsto nelle seguenti società: Compagnie Anglaise des Mines et Minières en Savoie del 1738 (art. 1); Compagnia Reale del Piemonte per le Opere e Negozi in seta del 1752 (art. 56); Società Minerale di Livorno del 1756 (art. 17); Compagnia Lagomarsino per la fabbricazione di tele con colla del 1768 (art. Primo); Banca di Sconto di Genova del 1785 (art. VI); Société en commandite pour le commerce des Indes Orientales sous pavillon Savoyarde del 1789 (art. 14); Compagnia di Mercanti e Tiraoro per finire e partire l'argento e l'oro del 1792 (art. XI).

<sup>9</sup> Compagnia Marittima di S. Giorgio del 1653 (artt. 6 e 8); Compagnia per il Commercio del Levante del 1715 (artt. 10 e 11); Compagnia Generale di Assicurazioni Marittime del 1741 (Capitolo 4°); Casa di commercio di Mantova del 1756 (artt. IV.IV e IV.IX); Caisse d'Assurances Générales pour le cas d'incendies del 1778 (lett. k e q); Approvata Compagnia di Assicurazioni Marittime del 1787 (art. V); Real Compagnia del Corallo (Tit. VIII. III-VI).

<sup>10</sup> Società della Miniera di Rame in Garfagnana del 1760 (art. Tredicesimo); Compagnia d'Assicurazione del 1766 (artt. 5 e 6); Imperiale Società per il Commercio Asiatico di Trie-

talvolta accompagnati anche dalla previsione di scaglioni di voto<sup>11</sup>. In qualche caso, poi, si vota semplicemente per teste, senza ulteriori particolarità<sup>12</sup>. La raffinata complessità di talune soluzioni, unita alla circostanza che la loro notevole varietà tipologica non trova rispondenza nella ripartizione dei profitti, quasi sempre rigidamente proporzionata al capitale sottoscritto, inducono a reputare siffatti congegni non sempre e non solo come il frutto di un percorso evolutivo dell'istituto societario ancora in fase embrionale, bensì come formule espressive di un'attenta ricerca di un punto di equilibrio tra pulsioni capitalistiche e istanze partecipative<sup>13</sup>.

L'impiego di modelli di proporzionalità attenuata caratterizza la società anonima anche nel XIX secolo. Mentre in Germania il principio di corrispondenza alla partecipazione al capitale è introdotto sin dal 1861 (art. 224 II, *ADHGB*), Belgio, Portogallo e Svizzera impongono nelle assemblee dei meccanismi te-

---

ste ed Anversa del 1781 (art. 7); Compagnie des Messageries de Savoie del 1789 (art. 21); Scancello di Sicurtà Marittime, Vedovili e Pupillari del 1804 (art. 7); Caisse de crédit del 1805 (Ch. X, § 2).

<sup>11</sup> Imperiale Privilegiata Compagnia Orientale del 1719 (art. VI); Compagnia d'Assicurazione Marittima del 1740 (artt. 14 e 17); Nuova Compagnia di Commercio del 1753 (art. IV); Camera d'Assicurazione Mercantile Marittima in Trieste del 1779 (art. 15); Compagnia Austriaco-Americana del 1785 (art. 3); Banco di Assicurazione e Cambi Marittimi del 1786 (art. 4); Camera di Assicurazioni e Cambi Marittimi del 1787 (art. IV); Compagnia Veneta di Sicurtà del 1788 (art. X); Società Greca di Assicurazioni del 1789 (art. 5); Camera Veneta d'Assicurazioni del 1793 (art. VII); Banco d'Assicurazioni del 1794 (art. XIII); Società greca di Assicurazioni del 1805 (art. XIX); Camera di Assicurazioni Marittime del 1805 (art. III e IV). Talora sono stabiliti solo scaglioni di voto: cfr. la Grande Compagnie Savojarde del 1760 (art. 14). Altre volte si prevede che gli azionisti che non raggiungono la soglia minima per votare possono raggrupparsi per avere diritto al voto: Compagnia d'Assicurazione del 1766 (art. 6); Real Compagnia del Corallo (Tit. VIII.V); Associazione Reale per le Manifatture di seta del 1793 (art. 21).

<sup>12</sup> Compagnia di Nostra Signora di Libertà del 1638 (parr. nono, quindicesimo e diciannovesimo); Compagnia di negozio per il commercio con il Portogallo ed il Brasile del 1681 (art. 20); Real Compagnia delle Assicurazioni Marittime del 1751 (artt. XVIII e XX); Compagnia delle Sicurtà marittime nella Piazza d'Ancona del 1761 (artt. V e X); Società per l'esercizio della Stamperia Reale del 1768 (art. Quarto e Nonno); Società dei Signori Cavalieri e Dame o Compagnia Pignatelli del 1769 (art. Quarto); Compagnia d'Assicurazioni Marittime del 1785 (art. V). Con l'avvertenza che talvolta il voto *pro capite* è desumibile solo in via indiziaria dalla lettura dell'intero statuto.

<sup>13</sup> Il complesso bilanciamento tra istanze personalistiche e capitalistiche nelle compagnie italiane del XVII e XVIII secolo (v. JAEGER, *Il voto "divergente", nella società per azioni*, 37) si manifesta soprattutto nelle frequenti soluzioni di temperare il principio capitalistico tramite un tetto massimo di voto, oppure, al contrario, di attenuare quello democratico affiancandovi la necessità di un possesso azionario minimo per partecipare alle assemblee.

si a ridurre la capacità deliberativa degli azionisti con le partecipazioni più elevate<sup>14</sup>, qualora gli statuti prevedano dei criteri plutocratici di voto<sup>15</sup>. Un'analoga varietà di regole di riparto dei voti contraddistingue le compagnie inglesi e americane, dove non di rado si riconosce un solo voto per azionista, oppure vengono previsti complessi sistemi di graduazione<sup>16</sup>. Un'ampiezza di formule perdurante nei sistemi di *common law* fino alla fine del XIX secolo, quando la diffusione del principio di libera costituzione delle *corporations*, in luogo dell'originario sistema concessorio, fa emergere come standard la regola *one share one vote*<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Cfr., rispettivamente, l'art. 61, legge belga del 18 maggio 1873, l'art. 183, *Código de comercio* portoghese del 1888 e l'art. 640, *Code fédéral des obligations* del 1881. In Francia, l'art. 27 della legge del 24 luglio 1867 individua nello statuto la fonte primaria di regolamentazione del diritto di voto e in particolare ad esso rinvia per la determinazione del numero minimo di azioni da possedere per essere ammessi a partecipare all'assemblea, senza tuttavia precisare il criterio residuale da applicare nel silenzio del contratto sociale (cfr. LYON-CAEN-RENAULT, n. 854<sup>1</sup>, 238 s.; TROPLONG, II, n. 722, 211 s.). La previsione di tetti minimi di voto resta a lungo assai diffusa nell'ordinamento francese (cfr. LÉVY-BRUHL, 192 ss.; RIPERT, 99), tanto da rendersi necessario riconoscere a-gli azionisti il diritto di raggrupparsi per raggiungere la soglia richiesta, mentre vengono progressivamente meno altre preclusioni statutarie di voto, quali quelle a carico dei soci non originari, così come le clausole di subordinazione del voto dei nuovi soci al gradimento dei vecchi. Queste clausole furono accolte con ostilità dalla dottrina francese, in quanto ritenute in contrasto con il principio di uguaglianza tra gli azionisti (cfr. PARDESSUS, nn. 979 e 1041, 25 ss. e 146 ss.; e v. anche DELAPORTE, 142).

<sup>15</sup> Secondo l'art. 61, della legge belga 18 maggio 1873, qualora lo statuto si avvalga della facoltà di istituire un regime di tipo capitalistico nessun azionista può comunque disporre di oltre 1/5 dei voti complessivi e 2/5 di quelli spettanti ai soci presenti in assemblea. Regole analoghe sono inoltre previste dalla disciplina svizzera e da quella portoghese (cfr., rispettivamente, gli artt. 640, *Code fédéral des obligations* del 1881 e 183, *Código de Comercio* del 1888).

<sup>16</sup> Sul punto, ampiamente, DUNLAVY, *Corporate Governance*, 11 ss.; ID., *From Citizens to Plutocrats*, spec. 72 ss., ove si ricorda che in America fino alla metà del XIX secolo vige la regola democratica una testa un voto, salva diversa previsione statutaria, in aderenza alla tradizione inglese; FRIEDMAN, 168 s.; HAYDEN-BODIE, 470 ss.; MAIER, 77 s., con particolare riguardo ai criteri di riparto dei voti previsti dalle società bancarie inglesi, recepiti poi anche da diverse banche americane; SELIGMAN, 693.

<sup>17</sup> Cfr. LAMOREAUX, 32 ss.; RATNER, 3 ss. Una spinta decisiva verso la diffusione della regola *one share one vote* è derivata dallo sviluppo dei mercati azionari. Infatti, il principio che ogni socio ha lo stesso potere a prescindere dall'investimento effettuato si fonda su una concezione basata sulla centralità della persona del socio che entra in crisi quando l'apertura della società al mercato attenua il legame personalistico in favore di quello economico. Sorge quindi la necessità di sostituire il voto *pro capite* con quello proporzionale, al fine di adeguare il sistema decisionale a un modello societario impersonale, contraddistinto da con-

In Italia, il primo tentativo di disciplinare la suddivisione dei voti tra i soci risale a un progetto di codificazione commerciale del 1806. L'art. 506, inserito tra le disposizioni applicabili a tutti i tipi di società commerciali previsti dal progetto, compresa la società per azioni, prevede che «in caso di discrepanza di sentimenti fra i soci circa l'amministrazione degli oggetti sociali, la pluralità dei voti fra gli interessati determina il partito da prendersi»<sup>18</sup>. La norma, ripresa con qualche modifica da un successivo progetto del 1808<sup>19</sup>, non viene però tradotta in legge, perché a partire dal 1808 il Codice di commercio napoleonico emanato l'anno precedente viene esteso nel Regno italico, nel Regno di Napoli e nelle regioni italiane annesse alla Francia<sup>20</sup>. L'assenza di una specifica disciplina dell'assemblea delle anonime nel Codice napoleonico spiega poi il silenzio in tema di voto serbato dalle principali codificazioni da questo mutate, ossia il Codice per il Regno delle due Sicilie del 1819 (leggi di eccezione per gli affari di commercio) e il Codice di commercio sardo del 1842.

Occorre attendere gli anni a ridosso del codice di commercio del 1865 (anni 1858-1862) per ritrovare dei criteri legali di voto in alcuni disegni di legge sulle società anonime e in accomandita. L'art. 8, comma 5°, del Progetto presentato al Senato del Regno di Sardegna il 4 marzo 1858 prescrive «una maggioranza che rappresenti almeno il quarto del numero degli azionisti ed il quarto del capitale pagabile in danaro» per deliberare sugli apporti e sui vantaggi da attribuire ai soci fondatori<sup>21</sup>. Nel corso dei lavori di riforma viene invece previsto il voto per teste per ogni materia di competenza dell'assemblea<sup>22</sup>, nell'ambito di una analitica disciplina dell'organo assem-

---

tinui mutamenti dei soci e dall'emersione della figura dell'azionista investitore. Il passaggio dall'uno all'altro meccanismo di voto e la conseguente concentrazione del potere in capo ai grandi azionisti ha poi alimentato a sua volta il problema del disinteresse dei piccoli investitori verso la gestione sociale.

<sup>18</sup> Progetto Baldasseroni, in SCIUMÈ, 128.

<sup>19</sup> Art. 145 del progetto De Stefani, in SCIUMÈ, 473.

<sup>20</sup> Cfr. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia*, 137 ss.

<sup>21</sup> Pubblicato in MARGHERI, *I motivi*, Appendice, 117. La norma è giustificata adducendo che «il numero degli azionisti potrebbe per sé solo rappresentare una parte minima del capitale; può darsi che la metà degli azionisti non posseda in complesso né anco il decimo del capitale sociale, e sarebbe incongruo che potesse rappresentare da sé sola la società in cosa di tanto momento; ed è perciò che si crede conveniente di prescrivere che sia rappresentata anche una parte aliquota del capitale» (Relazione di accompagnamento, in MARGHERI, *I motivi*, Appendice, 110).

<sup>22</sup> Art. 48 del progetto di legge della Commissione della Camera dei deputati sulle socie-

bleare da ricollegarsi all'idea – poi non attuata dal c. comm. del 1865 – di eliminare l'autorizzazione governativa per la costituzione delle società anonime, controbilanciandone l'assenza con una più minuziosa disciplina dell'organizzazione interna della società<sup>23</sup>. Le soluzioni suggerite da tali disegni di legge non vengono però recepite per la diversa scelta del codice di commercio del 1865 di rimettere alle parti l'intera regolamentazione delle modalità di funzionamento dell'assemblea<sup>24</sup>.

Con il codice di commercio del 1882, attuata l'abolizione del regime costitutivo vincolistico fondato sull'autorizzazione governativa, si assiste a una riduzione dell'autonomia statutaria<sup>25</sup>. Gli effetti di questa maggiore rigidità si avvertono anche in tema di voto, la cui disciplina si basa su due punti cardine: il principio inderogabile per cui a ogni azionista spetta il voto nelle assemblee generali e un sistema derogabile di voto scalare<sup>26</sup>. Nel dibattito sviluppatosi nel corso dei lavori preparatori è possibile cogliere l'intento di lasciare i soci arbitri della ripartizione dei voti in assemblea – scongiurando però tecniche volte a estromettere il piccolo azionista dal parteciparvi – rispetto agli orientamenti iniziali, più rigidi e fortemente antitetici, volti l'uno ad assegnare un voto per ogni azione, l'altro a fissare un tetto

---

tà anonime ed in accomandita con emissione di azioni al portatore in MARGHERI, *I motivi*, Appendice, 239: «le adunanze saranno valide quando vi sarà rappresentata la metà almeno delle azioni da un numero di soci non inferiore a quindici, ed ogni socio non potrà dare che un solo voto qualunque sia il numero delle azioni che possederà in proprio».

<sup>23</sup> Cfr. la Relazione di accompagnamento di Corsi in MARGHERI, *I motivi*, Appendice, 196 ss. spec. 225 ss.

<sup>24</sup> Art. 143 «Lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni, e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio». Su tale disposizione, v. LAMANDINI, *Capitale di rischio*, 358 s.

<sup>25</sup> Cfr. ANGELICI, *Note minime su "la libertà contrattuale e i rapporti societari"*, 404 s.; UNGARI, *Profilo storico*, 61 ss.; Un'evoluzione simile si era avuta pochi anni prima nel sistema tedesco [su cui, v. HEY, 168, il quale ricorda ad esempio come il consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*) è divenuto obbligatorio solo con la *Aktienrechtsnovelle* del 1870, in concomitanza con l'abbandono del *Konzessionssystem* (su questo punto, v. anche PORTALE, *Il sistema dualistico*, 16)].

<sup>26</sup> Cfr. rispettivamente l'art. 164, comma 1°, c. comm. «le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali» e l'art. 157, comma 1° «(...) ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni, ha un voto ogni cinque azioni e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni (...)».

massimo di voto non modificabile in via statutaria<sup>27</sup>. Prevale nel conflitto una soluzione intermedia, favorevole al piccolo azionista non solo e non tanto per l'introduzione del derogabile voto scalare<sup>28</sup>, quanto per il doppio divieto di emettere azioni prive di voto, nonché di imporre tetti minimi per partecipare alle assemblee, desumibili entrambi dall'art. 164, comma 1<sup>o</sup><sup>29</sup>. A sua volta, il voto scalare viene considerato un modo per allontanare i pericoli derivanti «dall'agglomeramento di soverchio numero di azioni in poche mani»<sup>30</sup>, restituendo «al capitale quella potenza che gli spetta, ma to-

---

<sup>27</sup> Il progetto preliminare per la riforma del codice di commercio, compilato dalla Commissione ministeriale istituita con decr. 9 settembre 1869, prescrive all'art. 158 che «ciascun individuo ha un voto per ogni azione che possiede» (cfr. MARGHERI, *I motivi*, III, 86). A seguito delle osservazioni critiche di alcune Camere di commercio avverso il principio un'azione un voto e dell'analogo parere contrario espresso dalle Corti di merito (cfr. MARGHERI, *I motivi*, III, rispettivamente, 86 s. e 219), viene fissato un tetto massimo, stabilendo che nessun azionista avrebbe potuto avere «più di un decimo dei voti dell'assemblea» (art. 86 del progetto allegato alla memoria del Ministro Finali del 25 ottobre 1874, in *LAVORI PREPARATORII DEL CODICE DI COMMERCIO*, 216). In seguito, anche tale previsione viene soppressa nel progetto approvato dal Senato il 26 maggio 1875 e viene sostituita da un sistema derogabile di voto scalare (cfr. art. 90, in *LAVORI PREPARATORII DEL CODICE DI COMMERCIO*, 1068), analogo a quello previsto dal successivo progetto Mancini (art. 155 del progetto presentato al Senato del Regno il 18 giugno 1877 dal Ministro Mancini di concerto col Ministro Majorana Calatabiano, in *PROGETTO DEL CODICE DI COMMERCIO*, 131) e poi dal definitivo art. 157 c. comm. Sull'evoluzione dei lavori di riforma, cfr. PADOA SCHIOPPA, *La genesi del Codice di commercio*, 3 ss. spec. 22 e 44.

<sup>28</sup> La facoltà di derogare al sistema di voto scalare ridimensiona la validità dell'opinione secondo cui la sua introduzione doveva contribuire a compensare il venir meno della protezione assicurata alle minoranze dal controllo governativo (in quest'ultimo senso, GALGANO, *Lex mercatoria*, 151).

<sup>29</sup> Il divieto di tetto minimo alla luce della nuova disciplina introdotta nel 1882 è sostenuto da quasi tutta la dottrina, nonché dalla giurisprudenza (DANIELI, n. 248, 382 s.; DE GREGORIO, n. 378, 511; MARGHERI, *Delle società*, n. 378, 418 s.; NAVARRINI, *Delle società*, n. 396, 616; SOPRANO, I, n. 529, 551; VIVANTE, *Trattato*, II, n. 452, 185 testo e nt. 62 e n. 497, 228 testo e nt. 28; App. Firenze, 14 marzo 1890; Trib. Milano, 5 agosto 1888), salvo qualche voce isolata (VIDARI, n. 1333; App. Genova, 16 maggio 1898) e trova fondamento nell'art. 164 c. comm. (cfr. in MARGHERI, *I motivi*, IV, 203, la Relazione Mancini al progetto ministeriale secondo cui il principio che ogni azionista debba avere almeno un voto nell'assemblea generale «sembra indiscutibile, se non si vuole, che le Società Commerciali costituiscano altrettante oligarchie, e si tramuti in un privilegio di pochi il diritto più naturale e legittimo di tutti coloro che conferiscono le cose proprie a scopo comune»). Da tale limitazione viene peraltro desunta l'illegittimità delle clausole che inibiscono il voto a determinate categorie di soggetti (ad es. donne, stranieri), oppure ne subordinano l'esercizio a date condizioni (ad es. il possesso delle azioni da un determinato lasso temporale): cfr. NAVARRINI, *Delle società*, n. 396, 616 s.; VIVANTE, *Trattato*, II, n. 497, 228.

<sup>30</sup> Cfr. la Relazione Mancini in MARGHERI, *I motivi*, IV, 204.

gliendogli in pari tempo, e nel modo il più efficace, quella che altrimenti si usurperebbe, talvolta forse maggiore, irresponsabile sempre»<sup>31</sup>. Il voto scolare appare in sostanza funzionale ad attenuare il potere dei grandi azionisti senza disincentivare oltre misura l'afflusso di capitali<sup>32</sup>.

Sebbene anche il codice del 1882 lasci la società libera di spaziare dal principio capitalistico fino al voto *pro capite*<sup>33</sup>, l'introduzione della norma imperativa secondo cui spetta «ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali» (art. 164, comma 1°) costituisce una novità di importanza sostanziale. Con essa si reagisce alla diffusa prassi di riservare il voto ai principali azionisti mediante la predisposizione di tetti minimi di voto<sup>34</sup>. Si evita pertanto che la moltitudine dei soci investitori, titolari di partecipazioni singolarmente modeste, venga espropriata della funzione deliberativa a beneficio degli azionisti imprenditori, aventi di regola partecipazioni più elevate. Proprio attraverso tali clausole gli azionisti più forti erano riusciti a perpetuare il carattere oligarchico tipico delle prime forme di società anonima a dispetto del rafforzamento del ruolo dell'assemblea verificatosi a partire dal *Code de Commerce* napoleonico del 1807<sup>35</sup>. Sicché, con la loro abolizione viene rimosso un ostacolo al processo di democratizzazione interna della società per azioni già avviato con l'emersione di un sistema di governo fondato sul principio di sovranità assembleare<sup>36</sup>.

---

<sup>31</sup> Cfr. la Relazione Lampertico dell'Ufficio Centrale del Senato del 20 aprile 1875, in MARGHERI, *I motivi*, III, 251.

<sup>32</sup> Istanze espresse con lucidità nell'ambito della discussione al Senato sulla riforma della legislazione delle società commerciali, la prima da A. Rossi «il capitale imprigionato fugge ed emigra», la seconda da M. Pescatore «dico non essere molto difficile che dato un bisogno i grossi azionisti, disciplinandosi in un solo intento, riescano ad ammassare il sesto del capitale, lo che vuol dire che l'assemblea cade tutta quanta in loro potere» (PESCATORE-ROSSI, rispettivamente 312 e 322).

<sup>33</sup> In tal senso, cfr. DE GREGORIO, n. 308, 410; SOPRANO, I, n. 569, 581 s.; VIVANTE, *Trattato*, II, n. 500, 232, argomentando, tra l'altro, dall'ampia autonomia statutaria riconosciuta dall'art. 157, comma 1°, ultimo periodo, c. comm. del 1882.

<sup>34</sup> Cfr. VIGHI, 687 s.

<sup>35</sup> Nelle prime grandi compagnie l'assemblea non era sempre presente e comunque era spesso dotata di competenze marginali (cfr., in particolare, ABBADESSA, *La gestione*, 5 ss.; GALGANO, *Lex mercatoria*, 141 ss.; KLEIN, 391 ss.; LÉVY-BRUHL, 40 ss. e 192 ss.; UNGARI, *Profilo storico*, 19 ss.; VIGHI, 676 ss.; sull'importanza dell'inserzione della società per azioni all'interno del *Code de commerce* v. da ultimo le considerazioni di ANGELICI, *Discorsi di diritto societario*, 142 ss.).

<sup>36</sup> Tra i fattori che contribuirono a far affermare simili previsioni fino all'avvento del

Un ulteriore elemento di rigidità dell'assetto normativo introdotto con il codice di commercio del 1882 discende dal principio che il voto, oltre a non poter essere tolto a nessun azionista, non spetta ad altri soggetti diversi dai soci. Ne deriva, da un lato, una forte resistenza a riconoscere il voto all'usufruttuario e al creditore pignoratizio, nonostante entrambi, pur non essendo soci, vantino una posizione reale sulle azioni<sup>37</sup>. Dall'altro lato, si afferma il divieto, sostenuto da un orientamento consolidato, di collegare il voto a forme partecipative diverse dall'azione vera e propria, come le azioni industriali, prive di valore nominale, perché non rappresentative di parti di capitale e non attributive della qualità di socio<sup>38</sup>.

In tale cornice normativa viene infine predisposto un sistema derogabile di voto scalare (art. 157). Esso costituisce il tentativo – in verità non sempre efficace, come si avrà modo di constatare (*infra*, cap. II, par. 1) – di conferire anche ai piccoli azionisti una capacità deliberativa effettiva. Con questo meccanismo, che sacrifica il voto proporzionale sottraendo potere ai soci aventi partecipazioni superiori a una certa soglia, si mira a dare anche agli azionisti minori una più concreta possibilità di risultare determinanti nell'approvazione delle delibere, in modo da favorire una più ampia condivisione del potere decisionale<sup>39</sup>. La formale e indefettibile attribuzione del

---

codice del 1882 vanno annoverate la scelta del previgente *Code de Commerce* napoleonico del 1807 e poi del codice civile del 1865 di affidare la tutela della massa dei piccoli azionisti al sistema di controllo pubblico fondato sull'autorizzazione governativa richiesta per la costituzione della società (cfr. gli artt. 37 del *Code de Commerce* e 156 del c. comm. italiano del 1865), nonché l'indubbia tendenza, in assenza di espliciti divieti legali, a modellare la struttura della società in funzione degli interessi conservativi dei soci coinvolti nella gestione imprenditoriale.

<sup>37</sup> Cfr. ASCARELLI, *In tema di diritto di voto*, 191 ss.; NAVARRINI, *Delle società*, n. 395 bis, 616; VIVANTE, *Trattato*, II, n. 497 bis, 229; per altri riff., v. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle proprie azioni*, 303.

<sup>38</sup> Cfr. MARGHERI, *Delle società*, n. 389, 440; NAVARRINI, *Delle società*, n. 454, 708 ss.; ID., *Trattato teorico-pratico*, n. 1788, 463; SOPRANO, I, n. 464, 462 ss.; VIVANTE, *Trattato*, II, n. 429, 164 ss. Sulle azioni industriali francesi, cfr. TROPLONG, I, nn. 133-134, 150 s. e, ampiamente, PORTALE, *I conferimenti in natura*, 14 ss. Le azioni industriali presentano spiccate analogie strutturali e funzionali con gli strumenti finanziari partecipativi (emissione a fronte di prestazioni d'opera o di servizi; difetto d'imputazione a capitale dell'apporto; assenza di valore nominale; mancata attribuzione della qualità di socio; riconoscimento di diritti inferiori a quelli propriamente sociali; cfr. sul punto la RELAZIONE AL DECRETO, 118; ONZA, 28 ss.).

<sup>39</sup> Su questa funzione del voto scalare, ampiamente, v. KALSS, *Das Höchststimmrecht*, 57 ss.

voto all'azionista possessore anche di un'unica azione è in tal modo associata a uno strumento, seppur derogabile dallo statuto, con il quale si tende a far sì che a quell'unico voto (o ai pochi spettanti ai soci minori) corrisponda una dose sostanziale di potere decisionale.

Il quadro delineato rimane inalterato fino all'unificazione dei codici del 1942. Tuttavia, mentre il progetto Scialoja-Fani del 1910 mostra una piena linea di continuità con le scelte del codice di commercio<sup>40</sup>, il progetto Vivante del 1922, nonché i successivi progetti D'Amelio del 1925 e Asquini del 1940, introducono, in luogo del voto scalare, il principio "un'azione un voto"<sup>41</sup>. Tale principio viene poi recepito in via definitiva dal codice del '42, senza però aver cura di specificare se lo statuto possa o meno discostarsene<sup>42</sup>. La disciplina tocca così un inedito livello di incertezza giuridica: l'art. 2351, comma 1°, vecchio testo, c.c., individua come modello legale il voto proporzionale, senza fare salva una diversa previsione statutaria ma, d'altro canto, senza essere formulato in termini dichiaratamente imperativi. Il tenore ambiguo della disposizione porta pertanto la dottrina a dividersi tra sostenitori del suo carattere cogente e posizioni più liberali<sup>43</sup>.

<sup>40</sup> Cfr. gli artt. 91 e 105 del progetto in DISEGNO DI LEGGE SULLE SOCIETÀ, 991 ss.

<sup>41</sup> Cfr. l'art. 210, comma 1°, del progetto Vivante del 1922 in PER LA RIFORMA, 170. Nella Relazione allegata al progetto A. Scialoja motiva la scelta adducendo «la pratica ormai generale degli statuti» (PER LA RIFORMA, 78 s.). L'abbandono del voto scalare e la facoltà statutaria di determinare il criterio di ripartizione dei voti tra i soci vengono confermati dal progetto D'Amelio del 1925 (cfr. l'art. 204, comma 1° in COMMISSIONE REALE, I, 80) e poi dal progetto Asquini del 1940 (cfr. gli artt. 205 e 224, in LAVORI PREPARATORI DEL CODICE CIVILE, 72 e 79), i quali prevedono entrambi un modello dispositivo di voto ponderale.

<sup>42</sup> A differenza di quanto previsto nei progetti di riforma antecedenti al 1942: cfr. l'art. 210 del progetto Vivante (PER LA RIFORMA, 170), l'art. 204, comma 1°, del progetto D'Amelio (COMMISSIONE REALE, I, 80) e l'art. 224 del progetto Asquini (LAVORI PREPARATORI DEL CODICE CIVILE, 79).

<sup>43</sup> Prima della riforma del 2003 nell'ambito della dottrina favorevole al voto scalare cfr. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, 933; CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, spec. 164 e 176; CASELLA, 417 ss.; FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, 465 s.; LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, 25 ss.; SANFILIPPO, 371 ss.; e, dubitativamente, SACCHI, *L'intervento e il voto*, 309 s. nt. 24. Per l'opposta opinione, v. ANGELICI, *Le azioni*, 148 s. e 168 ss.; FRÈ-SBISÀ, 264 ss.; SENA, *Il voto*, 258 ss. testo e nt. 93; VISENTINI, voce *Azioni*, 983 s.; WEIGMANN, 606; più in generale, ritengono vietata ogni deviazione dal criterio un'azione un voto non espressamente ammessa dalla legge BIONE, *Le azioni*, 50; JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, 38 s.; MIGNOLI, *Le assemblee*, 63 s. e 110 ss. testo e nt. 109.

3. (Segue): *dal codice del '42 alla riforma del 2003*. – La parentesi che va dal codice del 1942 all'ultimo processo di riforma del diritto societario non si segnala soltanto per aver lasciato insoluto l'interrogativo circa la possibilità d'istituire delle deviazioni dal voto proporzionale, ad esempio attraverso modelli di tipo scalare. Essa si caratterizza anche e soprattutto per il progressivo abbandono del principio, sancito in modo inderogabile dal codice di commercio, di necessaria attribuzione del voto a ciascun azionista. L'inscindibile correlazione tra la qualità di socio e il voto in assemblea subisce un lento ma costante declino.

Già con il codice del 1942, attraverso l'istituzione delle azioni privilegiate a voto limitato, il riconoscimento del voto in ogni materia di competenza dell'assemblea non è più un attributo irrinunciabile della partecipazione azionaria. Le azioni privilegiate con diritto di voto nelle sole assemblee straordinarie costituiscono anche il primo tentativo di conciliare l'interesse del gruppo di comando ad accrescere la capitalizzazione della società senza perdere il controllo dell'impresa con quello del socio investitore a fruire di un titolo più aderente alla sua propensione speculativa<sup>44</sup>.

L'erosione del legame necessario tra azionista e voto si attua in modo più completo a seguito della riforma del '74 con l'introduzione delle azioni di risparmio. Le azioni di risparmio, che formalizzano la figura del socio investitore, furono previste per tentare di risolvere il problema, tipico della società per azioni di grosse dimensioni, del frazionamento della maggior parte del capitale tra una consistente massa di piccoli investitori non aventi sufficiente competenza, interesse e coesione interna per contribuire in modo attivo ed efficiente alla direzione dell'impresa tramite l'esercizio del voto<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> Cfr. al riguardo la Relazione ministeriale al codice civile (n. 956): «(...) è sembrato, d'altra parte, che non potesse disconoscersi quella sostanziale diversità di mentalità e di intenti che esiste fra i gruppi di azionisti che partecipano alle società azionarie, e specialmente a quelle di maggiori dimensioni. Fra essi alcuni perseguono infatti unicamente lo scopo di impiegare le proprie disponibilità in titoli nei quali hanno fiducia e da cui si ripromettono di trarre un reddito possibilmente costante (...). Altri azionisti, che generalmente formano il gruppo che ha preso l'iniziativa della costituzione della società e che a questa danno il proprio contributo di lavoro e di esperienza, antepongono, invece, alla certezza di una costante ripartizione di utili l'interesse ad amministrare la società, poiché confidano di trovare un adeguato compenso nello sviluppo e nella prosperità che questa potrà raggiungere in avvenire». E v., in particolare, ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, 929 ss.; CASELLA, 428 ss.; PATRONI GRIFFI, 370 ss.

<sup>45</sup> Il lungo travaglio che ha preceduto l'introduzione delle azioni di risparmio è scaturito come noto dall'emersione di due orientamenti contrapposti. Da una parte l'idea che l'ordi-

Un problema connaturato alla fisiologica vocazione della società azionaria alla raccolta di ingenti capitali tra piccoli risparmiatori, emerso nelle realtà economiche più progredite già agli inizi del '900<sup>46</sup>.

I particolari motivi ispiratori della novità legislativa, il suo impiego circoscritto alle sole società quotate e gli spiccati profili di originalità del rapporto partecipativo dell'azionista di risparmio non consentono però di rico-

---

namento deve prendere atto della realtà della grande impresa azionaria, nella quale il voto degli azionisti risparmiatori spesso non viene esercitato, oppure può essere facilmente captato dal gruppo di comando, ad esempio attraverso l'incetta di deleghe, con l'effetto di cristallizzare ancora di più il controllo. Mentre la privazione del voto può essere compensata da strumenti di autotutela collettiva, nonché di eterotutela, più efficaci e aderenti alle esigenze dell'azionista risparmiatore di un'attiva partecipazione assembleare (in quest'ordine di idee, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio*, 69 ss.; FERRI, in *Problemi e prospettive*, spec. 19 ss.; ID., *La tutela dell'azionista*, 190 ss.; GHIDINI, 625 ss.; GRECO, *Considerazioni generali sulla riforma*, 280 ss.; VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società*, 38 ss.; ID., in *Problemi e prospettive della riforma*, 35 ss.). Dall'altra parte la ritrosia ad accettare la soluzione di privare i soci investitori del voto, istituzionalizzando la rimessione della definizione dell'interesse comune a un segmento predeterminato della compagine sociale. Anche quando il voto non è esercitato – si osservava – esso conserva pur sempre una funzione dissuasiva contro gli abusi, perché lascia aperta la possibilità del ricambio del controllo attraverso la vendita delle azioni. Pertanto, in luogo delle azioni di risparmio, secondo altre parti della dottrina sarebbe stato preferibile predisporre le condizioni per superare lo stato di inerzia del socio investitore (in tal senso, v. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, 22 ss.; BUTTARO, *Le azioni senza voto*, 509 ss.; FERRARA, *La riforma*, 192 ss.; MINERVINI, *Un progetto di riforma*, 886; OPPO, *Prospettive di riforma*, 294 ss.; PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, 112 ss.; ROTONDI, 110 ss.; SANTORO PASSARELLI, 32 ss.; per un'attenta sintesi dell'ampio dibattito, v. COSTA, *Il rappresentante comune*, 52 ss.; DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, 21 ss.). Al fondo del dibattito affiora inoltre, non di rado, una diversa concezione del tipo d'interesse che dovrebbe animare la gestione economica della società per azioni (quello industriale degli azionisti imprenditori, oppure anche quello speculativo degli azionisti attenti soprattutto alla redditività dell'investimento: sul punto si vedano nel primo senso GHIDINI, 626 ss.; VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società*, 16 s. e 38 s., e, nel secondo, OPPO, *La tutela dell'azionista*, 1228 s.; PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, 98 s. e 113 ss.), nonché il problema se il voto sia un attributo imprescindibile della partecipazione sociale (al riguardo, con diversa opinione, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio*, 77 ss.; OPPO, *Prospettive di riforma*, 296 ss.).

<sup>46</sup> Cfr. BERLE-MEANS, spec. 21 ss.; KLEIN, 387 ss.; RATHENAU, 912 ss.; RIPERT, 90 ss. spec. 98 ss. Il problema è stato oggetto di analisi approfondita da parte della nostra dottrina a partire dagli anni '50 del secolo scorso. Tra i primi significativi scritti cfr. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 3 ss.; ID., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, 142 ss.; AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, 1 ss.; FERRI, *La tutela dell'azionista*, 190 ss.; GRAZIANI, *Il progetto di riforma*, 41 ss.; MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, 689 ss.; PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, 72 ss.

noscere nella configurazione originaria dell'azione di risparmio il definitivo punto di rottura della correlazione tra il diritto di voto e la qualità di socio. Nell'azione di risparmio, infatti, l'assenza di voto si associa ad altri elementi peculiari che portano in parte ad allontanare la fattispecie complessiva dalla fisionomia tipica del titolo azionario. L'azione di risparmio, nel suo assetto iniziale, si presenta come un titolo *sui generis*, nell'ambito del quale convergono tratti caratteristici dell'azione, quali l'imputazione dell'apporto a capitale e profili tendenti ad avvicinarla ai rapporti di tipo obbligazionario<sup>47</sup>.

Questi elementi peculiari dell'azione di risparmio rispetto a una comune azione di categoria scompaiono però in modo graduale. Nella sua successiva evoluzione l'azione di risparmio perde uno ad uno tutti gli attributi che in principio le avevano conferito il crisma dell'eccezione. Già con la riforma del 1998 essa non è più dotata di quel distacco minimo inderogabile dalla posizione patrimoniale del socio ordinario impostole dalla disciplina previgente, poiché viene rimesso allo statuto il compito di definire contenuto e portata del privilegio patrimoniale (art. 145, comma 2°, Tuf)<sup>48</sup>. Inoltre, sebbene continui a essere la sola a poter circolare formalmente al portatore (art. 145, comma 3°, Tuf), il regime di dematerializzazione cui è assoggettata in via obbligatoria, in quanto azione emessa dalle società quotate, porta ad applicarle di fatto delle regole di circolazione della legittimazione analoghe a quelle previste per le azioni dematerializzate nominative<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> In particolare, al fine di garantire l'effettività del privilegio patrimoniale, nonché per svincolarlo dalla politica di distribuzione dei dividendi decisa dal gruppo di comando, il diritto all'utile, in una misura legale minima, viene disancorato da una specifica delibera di distribuzione e recuperato in caso di mancata corresponsione negli esercizi precedenti (cfr. l'art. 15, commi 1° e 4°, l. 7 giugno 1974, n. 216). L'assenza di potere decisionale dell'azionista di risparmio è inoltre equilibrata dalla riduzione del rischio d'impresa, ottenuta rendendo eventuale la partecipazione alle perdite tramite l'istituto della postergazione (art. 15, comma 7°). A differenza delle altre azioni si stabilisce poi che quelle di risparmio possano circolare anche al portatore e siano dotate di un'organizzazione di gruppo simile a quella degli obbligazionisti (sull'inquadramento giuridico dell'azione di risparmio delineata dalla riforma del '74, cfr. P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, spec. 212 ss.; SPADA, *Le azioni di risparmio*, 585 ss.).

<sup>48</sup> Cfr. GALLETTI, *Azioni di risparmio*, 619 ss.

<sup>49</sup> L'assimilazione tra azioni nominative e al portatore per quanto concerne le regole di circolazione della legittimazione scritturale è stata attuata in modo compiuto dalla riforma del 2003, in quanto l'art. 2355 parifica l'operazione di giro contabile alla tradizionale girata (comma 5°) e stabilisce che entrambe sono di per sé sufficienti per il conseguimento della legittimazione all'esercizio di ogni diritto sociale, a prescindere dall'iscrizione nel libro soci

Il progressivo venir meno degli iniziali profili di peculiarità dell'azione di risparmio si completa con il processo di riforma avviato nel 2003. All'assenza di voto non corrisponde più un'organizzazione di gruppo degli azionisti di risparmio diversa e più complessa rispetto a quella prevista per gli altri azionisti di categoria di società quotate. Anche a questi ultimi viene infatti estesa la medesima struttura organizzativa collettiva in precedenza concepita per le sole azioni di risparmio (art. 147-*bis*, Tuf). Sicché, delle regole di autotutela pensate per controbilanciare la debolezza corporativa dell'azionista di risparmio divengono disciplina comune di salvaguardia di qualunque titolare di azioni non ordinarie.

Ma, soprattutto, una volta estesa l'azione senza voto a tutte le società, quotate e non, viene meno la possibilità di giustificare l'assenza di voto con il sistema di controlli esterni proprio delle società quotate nei mercati. Strumenti di eterotutela, imperniati sulla vigilanza della Consob e sulla revisione contabile obbligatoria, che nonostante nel '74 vennero alla fine imposti alle società quotate a prescindere dalla concreta emissione di azioni di risparmio – a differenza di quanto era stato ipotizzato nella proposta originaria<sup>50</sup> – potevano nondimeno essere considerati come una forma di bilanciamento della facoltà di forgiare azioni prive di potere decisionale. Inoltre, sul piano della tipologia della realtà, con la riforma del 2003 l'azione senza voto viene dissociata dall'emblema del socio speculatore. In società chiuse al mercato – eventualmente dotate di clausole limitative della circolazione delle azioni – e senza la necessaria previsione di privilegi compensativi di natura patrimoniale, l'azione priva di voto non si giustifica più sempre e solo in ragione di un maggiore interesse alla remunerazione del capitale a fronte dell'incapacità del piccolo azionista di contribuire alle scelte della società, né può più ricollegarsi all'avere questi nell'immediato disinvestimento piuttosto che nell'esercizio del voto l'arma migliore per rimediare a

---

(comma 3°), finendo per introdurre un modello di circolazione della legittimazione scritturale identico a quello valevole per le azioni dematerializzate al portatore, parimenti fondato sull'operazione contabile di giro. Viene dunque codificata, quanto meno rispetto alle azioni, l'idea che in regime di dematerializzazione le diverse leggi di circolazione della legittimazione previste per i titoli cartolari sono sostituite da un meccanismo unitario di circolazione scritturale, basato sul trasferimento contabile, valido per tutti gli strumenti finanziari dematerializzati (cfr. LIBONATI, *Titoli di credito*, 132 s.; PAVONE LA ROSA, *Azioni «dematerializzate»*, 1209 ss.; SPADA, *La circolazione della «ricchezza assente»*, 418 ss.; TROVATORE, spec. 358 ss.).

<sup>50</sup> Cfr. FERRI, *La tutela dell'azionista*, 198 ss.

una non ottimale allocazione della ricchezza economica (c.d. *Wall Street rule*). Fuori dal suo contesto originario di provenienza, l'azione senza voto diviene in definitiva solo un modo per diversificare le posizioni dei soci all'interno della società.

In sintesi, mentre nel sistema delineato dalla riforma del '74 si poteva ancora dubitare se con l'azione di risparmio il legislatore avesse inteso dilatare il concetto di proprietà azionaria oppure istituire una vera e propria nuova figura partecipativa, dotata *ex lege* di connotati lontani da quelli tipici del titolo azionario, quest'ultima alternativa non è più riproponibile nell'attuale quadro normativo, anche perché figure partecipative diverse ma assimilabili alle azioni sono ora previste in modo esplicito con l'istituzione degli strumenti finanziari partecipativi<sup>51</sup>. Viene dunque sancito in modo netto che il diritto d'influenzare tramite il voto la formazione della volontà assembleare non appartiene più al nucleo essenziale e ineliminabile della partecipazione azionaria<sup>52</sup>. La nuova azione senza voto, conservando intatte tutte le altre caratteristiche di una comune azione di categoria, consacra definitivamente l'idea che la privazione del voto in assemblea non pregiudica la qualità di socio del titolare<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Tuttavia, è indubbio che se da un lato l'azione di risparmio ha perduto nel tempo quegli elementi *legali* di specialità che portavano in origine ad allontanarla dalle altre azioni di categoria, dall'altro lato l'ampia autonomia statutaria riconoscibile oggi nella conformazione dell'azione di risparmio permette alla società emittente di conferirle, almeno in parte, un contenuto partecipativo per certi aspetti vicino a quello degli strumenti finanziari ibridi (in tal senso, cfr. in particolare TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, 35 ss.).

<sup>52</sup> In tal senso cfr. già G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio*, 78 ss.; FERRI, *La tutela dell'azionista*, 199; RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, spec. 270 s.

<sup>53</sup> D'altronde, al di fuori del diritto azionario non mancano casi in cui il socio è privato di un potere di incidere sulla gestione dell'impresa. Ciò accade, ad esempio, nelle società di persone al socio non amministratore di una s.s., oppure di una s.n.c., nonché al socio accomandante di una s.a.s. Né appare determinante osservare che l'azionista senza voto deve anche sottostare alle modifiche del contratto sociale deliberate dagli azionisti votanti. Condivisibile è pertanto ritenere, secondo l'opinione ormai prevalente, che ai fini dell'esercizio in comune di un'attività economica di cui all'art. 2247 c.c. non sia necessaria la compartecipazione, in forma diretta oppure indiretta, all'attività d'impresa, ma è sufficiente un'attività imputabile al gruppo strumentale al raggiungimento dello scopo-fine della suddivisione di un guadagno comune (cfr. ampiamente, DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, 92 ss.; e v. inoltre ABBADESSA, *Le disposizioni generali*, 21 ss.; AULETTA, *Il contratto*, 35 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2<sup>7</sup>, 9 s.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*<sup>5</sup>, 8 s.; MARASÀ, *Le società*<sup>2</sup>, 27 ss.; P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, 242 ss.; ID., *Le azioni di risparmio*, 218; SPADA, *La tipicità*, 127 ss.). Un criterio non dissimile è d'altronde adottato sin dal *Code civil* napoleonico del 1804 (cfr. gli artt. 1832-1833) per distinguere la società dalla comunione, dove invece la pro-

L'azione senza voto, nella sua rinnovata veste di azione non dotata di profili di specialità ulteriori rispetto alla pura e semplice assenza di potere decisionale, non costituisce peraltro l'unico punto di rottura del legame tra voto e azione. Dalla riforma del 2003 scaturiscono altre novità che indeboliscono questo nesso. Tra queste, in particolare, la creazione di azioni in cui il voto è attribuito solo in presenza di una condizione non meramente potestativa (art. 2351, comma 2°). In tali azioni il voto non è più ancorato all'unità di partecipazione in sé, bensì a una fattispecie più complessa rispetto alla quale l'essere socio è solo uno degli elementi costitutivi. Per votare è altresì necessario il realizzarsi dell'evento indicato in condizione.

Attraverso il suo schema elementare (il voto sussiste se...) questa tecnica dà vita a possibilità molto ampie di orientare la volontà sociale, con l'effetto ultimo di polarizzare il potere nei soci dotati delle caratteristiche prescritte<sup>54</sup>. La forza di voto si riparte infatti *anche* in funzione di un presupposto ulteriore alla partecipazione al capitale, che funge da strumento di canalizzazione del voto. Alla classica bipartizione, caratteristica delle strutture azionarie dualistiche, tra azioni con e senza voto – espressiva della distinzione tra azionisti imprenditori, interessati alla conduzione dell'impresa sociale, e azionisti investitori, più inclini alla mera speculazione<sup>55</sup> – si sostituisce una segmentazione della compagine sociale fondata sulle molteplici caratteristiche, soggettive oppure oggettive, suscettibili di formare oggetto di altrettante condizioni di voto<sup>56</sup>.

---

pietà collettiva non ha una destinazione unitaria, in quanto serve a ricavare dalla cosa comune tanti autonomi vantaggi quanti sono i rispettivi partecipanti (cfr., in tal senso, LYON-CAEN-RENAULT, n. 85, 85 s.; PARDESSUS, n. 969, 4; TROPLONG, I, nn. 13-32, 19 ss., spec. n. 16, 23 s.; TOULLIER-DURANTON, n. 328-331, 311 s.; TOULLIER-DUVERGIER, n. 41, 21 s.).

<sup>54</sup> La tendenziale apertura delle legislazioni degli Stati Uniti verso il voto condizionato è attestata dal § 6.01 lett. c), n. 1 del *Model Business Corporation Act (MBCA)*, secondo cui lo statuto può prevedere la creazione di categorie di azioni che «*have special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise provided by this Act*».

<sup>55</sup> Sul punto, oltre alla dottrina citata nel paragrafo precedente in tema di azioni di risparmio, v. più di recente, BEBCHUK-KRAAKMAN-TRIANIS, 445 ss.; HAGELIN-HOLMÉN-PRAMBORG, 283 ss.; HAUSER-LAUTERBACH, 1167 ss.; in una prospettiva storica, riferita soprattutto alle società quotate, v. SELIGMAN, 687 ss.; e, per un'analisi empirica sulla diffusione delle strutture azionarie dualistiche in USA, cfr. GOMPERS-ISHII-METRICK, 1 ss.

<sup>56</sup> Le azioni a voto condizionato, di regola, rendono più omogenea la compagine sociale e favoriscono la formazione di un indirizzo imprenditoriale unitario tra i soci. Affiancano infatti a quel sostrato condiviso da tutti i soci costituito dalla comunanza dell'interesse economico la necessaria condivisione ai fini del voto del presupposto aggiuntivo che lo condi-

Infine, con la riforma del 2003 il rapporto tra il voto e l'azione è ulteriormente affievolito dalla potenziale introduzione di clausole che riducono il numero di voti rispetto alle azioni possedute. Nelle società per azioni non facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, l'art. 2351, comma 3°, c.c. consente di limitare il voto a una misura massima (c.d. tetto massimo), oppure di prevedere degli scaglioni di voto (c.d. voto scalare)<sup>57</sup>. Con il tetto massimo si prestabilisce un limite oltre il quale non sono riconosciuti voti aggiuntivi qualunque sia l'entità complessiva della partecipazione. Con il voto scalare si assiste invece a una crescita del voto programmata in misura

---

ziona, il quale diviene un ulteriore elemento di convergenza dei loro interessi personali.

Per tale motivo, le azioni a voto condizionato svolgono una funzione in parte analoga ai limiti alla circolazione delle azioni collegati a requisiti soggettivi/oggettivi predeterminati nello statuto (cc.dd. clausole di gradimento non mero), tesi soprattutto a riservare la partecipazione all'attività decisionale ai soli soggetti allineati a *standars* predefiniti (cfr., in luogo di molti, ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni*, 233 ss.; LIBONATI, *Clausola di gradimento*, 228 ss.; SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità*, 229 ss.; STANGHELLINI, *I limiti statutari*, 65 ss.). Peraltro, rispetto alle clausole di gradimento le azioni a voto condizionato presentano diversi vantaggi. In primo luogo, siccome le azioni a voto condizionato non limitano la circolazione delle azioni ma solo l'accesso alla funzione deliberativa, permettono ai soci di alienare le proprie azioni anche a chi non è in possesso della condizione di voto prescritta ma ha ugualmente interesse ad acquistarle. In secondo luogo, mentre il gradimento attiene all'atto traslativo e non può quindi essere revocato, una volta concesso, quand'anche nel corso della vita della società venga meno in capo al socio la condizione che ha giustificato il *placet*, il mutamento della situazione di fatto indicata quale condizione di voto può determinare la perdita successiva del voto, se questo è subordinato al perdurare della condizione richiesta. Per soddisfare quest'esigenza tramite dei limiti alla circolazione delle azioni è necessario associare alle clausole di gradimento delle clausole di riscatto operanti nel caso in cui venga meno il presupposto di gradimento. Una soluzione che tuttavia genera dei costi collegati all'esercizio del riscatto (cfr. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 231 ss.; PERRINO, *Le tecniche di esclusione*, 355 ss.; PRESTI, *Le clausole di «riscatto»*, 406 s.; da ultimo, CENTONZE, *Riflessioni*, 51 s. nt. 6).

Netta è invece la differenza tra le azioni a voto condizionato e i requisiti dei soci nelle cooperative (cfr. gli artt. 2521, comma 3°, nn. 3 e 6, e 2527, c.c.), indispensabili perché la cooperativa possa svolgere la funzione di gestione di servizio in loro favore (cfr. BASSI, *Le società cooperative*, 107 ss.; ID., *Oggetto sociale*, 120 ss.; BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, 241 ss.; ID., *La nuova società cooperativa*, 125 ss.; LA SALA, *La costituzione delle cooperative*, 716; V. PINTO, *Le competenze legali*, 57 s.). Infatti, le azioni a voto condizionato sono solo un modo per orientare in un dato senso l'attuazione dello scopo sociale e non un presupposto indispensabile per il suo raggiungimento.

<sup>57</sup> Anche in Francia, la *société par actions simplifiée*, che non può fare appello al pubblico risparmio (L. 227-2 *C. com.*), può liberamente determinare la ripartizione del diritto di voto tra i soci, in quanto ad essa non si applica il principio di necessaria proporzionalità del voto al capitale sancito dall'art. L. 225-122 (cfr. l'art. 227-1 *al.* 3). Analogamente in Germania, cfr. il § 134 I 2 *AktG*.