

Alessandro Pomelli

I tetti al diritto di voto nella società per azioni



Giappichelli

INTRODUZIONE

L'appartenenza degli individui a comunità sociali, politiche o economiche e la conseguente necessità di assumere decisioni collettive nell'interesse della comunità impongono di individuare strumenti che selezionino le preferenze di gruppo. Il diritto di voto è lo strumento (o, meglio, uno dei possibili strumenti) con cui gli individui manifestano le loro preferenze individuali ai fini dell'adozione di scelte collettive.

Optare per il diritto di voto quale mezzo di determinazione delle preferenze collettive non è sufficiente, tuttavia. Almeno tre questioni ulteriori richiedono di essere affrontate prima che un qualunque sistema di voto possa essere messo efficacemente in opera. Innanzi tutto, occorre stabilire a quali soggetti attribuire il diritto di voto. Normalmente, una tale decisione presuppone la previa identificazione di chi, tra più soggetti ipoteticamente candidabili per l'assegnazione del diritto di voto, abbia interesse (o un maggiore interesse) nel risultato delle votazioni e quindi abbia i più forti e migliori incentivi a votare. Nel campo delle società per azioni, ad esempio, l'ordinamento deve stabilire, direttamente o attraverso la mediazione dell'autonomia statutaria, se attribuire il diritto di voto a tutte le categorie di *stakeholders* (azionisti, creditori, lavoratori, per citare le principali) o soltanto ad alcune di esse. Inoltre, l'ordinamento deve decidere se, all'interno della categoria assegnataria del diritto di voto, tutti gli esponenti della stessa siano da ammettere al voto o se vadano ammessi al voto soltanto alcuni di essi, selezionandoli in funzione di parametri quali (ipoteticamente) possesso minimo di azioni, natura del credito o natura del rapporto di lavoro.

Una seconda questione attiene al peso da assegnare al voto espresso dai legittimati a votare. Soggetti diversi, per quanto tutti genericamente interessati all'esito della decisione collettiva, potrebbero avere preferenze individuali di diversa intensità perché affetti dai risultati della decisione collettiva in diversa misura. Assegnare un peso differente al voto espresso dai legittimati consente, allora, di dare voce a preferenze individuali di intensità disomogenea. Per quanto concerne le società per azioni, lo storico dibattito sull'opportunità di autorizzare limitazioni o moltiplicazioni del diritto di vo-

to ruota esattamente intorno a questo cardine. L'interrogativo è se, pur a parità di investimento, i diritti di voto abbiano un valore idiosincratico per gli azionisti in ragione della diversità di utilità (pecuniarie e non pecuniarie) ricavabili dalla partecipazione alla società. Il riconoscimento di un valore idiosincratico dei diritti di voto può giustificare un'allocazione non proporzionale a parità di rischio d'impresa corso.

Una terza questione ha invece a che vedere con le modalità di aggregazione delle preferenze individuali al fine di determinare la scelta collettiva finale. Differenti modi di aggregazione possono condurre a differenti risultati, anche confliggenti, come dimostrato dal "paradosso di Condorcet". Relativamente alle società per azioni, la questione si declina, ad esempio, nello stabilire se siano preferibili sistemi di voto a maggioranza qualificata, assoluta o relativa, se permettere il voto cumulativo (come usavano fare le società del Delaware) o, ancora, se adottare sistemi di voto proporzionale (come quelli che riservano posti in consiglio di amministrazione a candidati espressi dalle minoranze).

La varietà e complessità dei temi che gravitano intorno al diritto di voto nella società per azioni giustifica l'attenzione ricorrente che vi dedicano gli studiosi. In questo lavoro ci si muove nel solco della seconda delle questioni segnalate, circoscrivendo tuttavia l'analisi al solo voto graduato, nella forma del voto contingentato e del voto scalare in funzione del numero di azioni possedute da un medesimo soggetto (e di altri criteri soggettivi, come si cercherà di dimostrare). Forse perché ritenuto foriero di conseguenze meno allarmanti in punto di *governance* e forse anche perché di uso meno frequente, l'istituto del voto graduato, di cui i tetti che limitano ad un numero massimo i voti esercitabili sono la manifestazione più comune, ha storicamente ricevuto considerazione minore di quella ricevuta dalle azioni a voto limitato e dalle azioni a voto plurimo. Con ogni probabilità, esso ha ricevuto una considerazione minore di quella che merita solo che si consideri l'evoluzione storica della società per azioni e le vaste potenzialità di utilizzo di sistemi di contingentamento e scaglionamento del voto dei soci.

Giova notare, infatti, che la storia della società per azioni appare legata a doppio filo proprio alla storia del voto graduato. Come si avrà modo di illustrare nel Capitolo I con dati empirici e rimandi alle normative e prassi societarie del passato, voto capitarario, voto contingentato e voto scalare hanno prevalso sul voto proporzionale almeno per i primi tre secoli di vita della moderna società per azioni. Recenti studi hanno gettato nuova luce sulle ragioni di questa prevalenza, fornendo ricostruzioni che aiutano a comprendere in quali contesti e a quali condizioni un'attribuzione dei diritti di voto

men che proporzionale possa tuttora risultare più efficiente e desiderabile di una strettamente proporzionale.

In particolare, la molteplicità e delicatezza delle questioni di *governance* che attengono alle società per azioni contemporanee impone di riconsiderare l'appetibilità dei tetti di voto in società che hanno una particolare struttura dell'azionariato; prediligono una gestione essenzialmente consortile o mutualistica; sono interessate da radicali modifiche del tipo sociale; svolgono attività di interesse pubblico; operano in condizioni di monopolio o oligopolio naturale; o, infine, si pongono obiettivi di responsabilità sociale dell'impresa. Di tutto ciò si occupa il Capitolo II.

La disposizione italiana sui tetti di voto (art. 2351, co. 3, c.c.) pone, al pari di quelle degli ordinamenti stranieri, rilevanti e affascinanti interrogativi. Se l'operatività dell'istituto è intuitiva, infatti, non altrettanto ovvia è, in dottrina, la sua natura. A fronte di chi propende per il carattere "personalistico" dei tetti di voto e per la loro estraneità alle azioni a voto limitato propriamente dette, altri ne propugna la riconducibilità proprio a queste ultime, con ricadute radicalmente differenti in punto di requisiti e vincoli applicabili. Il Capitolo III si inserisce nel dibattito su natura e funzionalità del voto graduato adottando una prospettiva sistematica e comparatistica, con l'intento di offrire nuovi spunti di riflessione a supporto della tesi personalistica.

Inoltre, l'utilizzabilità del voto contingentato e del voto scalare negli statuti delle società italiane, da un lato, induce a riflettere sugli spazi di manovra concessi all'autonomia privata nel disegnarne perimetro e requisiti di applicazione e, dall'altro, solleva complesse questioni interpretative allorché dell'autonomia statutaria medesima sia fatto un esercizio conservativo o deficitario. Il Capitolo IV, nel dedicarsi a questi profili di disciplina, deve dunque confrontarsi, sia pure tangenzialmente, anche con variegati ed eterogenei istituti di diritto societario che consentono aggregazione, circolazione e dispersione dei diritti di voto tra soggetti correlati per valutare in che misura, e a quali condizioni, tali fenomeni siano "catturabili" da clausole statutarie di limitazione dei diritti di voto.

Infine, nella parte conclusiva, si svolgono riflessioni di chiusura sull'interazione tra l'istituto dei tetti di voto e la necessità di rivedere l'impostazione novecentesca che tuttora domina nell'analisi della società per azioni. La rilevanza economica, sociale e politica acquisita dalle società azionarie e la variegata natura della loro base sociale impongono di individuare soluzioni flessibili per il temperamento di interessi eterogenei e finanche confliggenti. Per quanto imperfetta, la risposta che il voto limitato può fornire a taluni problemi di gestione della società per azioni contemporanea merita di essere attentamente considerata.

CAPITOLO I

IL VOTO CONTINGENTATO
E IL VOTO SCALARE NELL'EVOLUZIONE STORICA
DELLA SOCIETÀ PER AZIONI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I diritti di voto nelle Compagnie delle Indie inglesi ed olandesi del XVII secolo. – 3. I diritti di voto nelle società per azioni europee ed italiane del XVIII e XIX secolo. – 4. I diritti di voto nelle società per azioni americane del XVIII e XIX secolo. – 5. La disciplina dei diritti di voto dell'azionista nei codici di commercio preunitari e nei codici di commercio del 1865 e 1882. – 6. Teorie ed ipotesi sull'evoluzione storica dei sistemi di allocazione dei diritti di voto.

1. PREMESSA

Contrariamente a quanto diffusamente si pensa, il dato più eclatante in materia di ripartizione dei diritti di voto tra soci di società per azioni non è l'odierna prevalenza, in tutte le più note e significative giurisdizioni del mondo, del principio “un'azione, un voto”. Piuttosto, è la storica prevalenza, in tali giurisdizioni, di principi opposti o distanti dal voto proporzionale, quali il voto capitaro, il voto contingentato e il voto scalare. Lo scarto tra realtà storica e senso comune è così marcato che, ancora di recente, noti studiosi di *corporate governance* hanno presentato come innovativa e dirompente la loro proposta di sostituire il voto proporzionale, nelle società quotate, con un sistema di voto scalare ai sensi del quale i diritti di voto sarebbero calcolati in funzione della radice quadrata del numero di azioni detenute¹. Con ciò non avvedendosi, appunto, che analoghe forme di scaglionamento dei diritti di voto dei soci, anche se non connotate da una struttura matematica altrettanto brillante, risalgono agli albori della società per azioni e sono rimaste in uso per secoli.

Che, oggi, il principio “un'azione, un voto” primeggi, come regola impe-

¹ E.A. POSNER-E.G. WEYL, *Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 81, 2014, pp. 266 ss.

rativa o quanto meno dispositiva, negli ordinamenti societari delle economie capitalistiche non sorprende. Da decenni spingono in questa direzione molteplici forze, tra cui globalizzazione del commercio, concorrenza nei mercati dei prodotti e dei capitali, preferenze degli investitori istituzionali, convergenza spontanea od opportunistica di ordinamenti societari in competizione tra loro.

A tutto quanto precede si aggiunge l'attrattività intrinseca di un criterio proporzionale di allocazione dei diritti di voto e la solidità delle ragioni economiche che vi stanno alla base. In un'economia capitalistica, il capitale investito nell'impresa è soggetto a rischio di perdita e deve dunque ricevere adeguata compensazione e protezione. Pertanto, è naturale traslare nella società per azioni, che nell'economia capitalistica è lo strumento d'elezione per il finanziamento e la gestione delle imprese, il principio per cui chi più investe, e quindi più ha da perdere da risultati negativi e più da guadagnare da risultati positivi, più deve contare nel processo decisionale. Se è vero, infatti, che gli azionisti rappresentano la categoria di *stakeholders* con i migliori incentivi per la massimizzazione del valore economico d'impresa², non tutti gli azionisti hanno però uguali incentivi. Gli azionisti che maggiormente hanno investito, acquistando quote relativamente maggiori di azioni, hanno incentivi più forti degli azionisti minori perché beneficiano di una quota relativamente maggiore dei profitti d'impresa e sopportano una quota relativamente maggiore dei costi d'impresa. L'attribuzione dei diritti di voto in misura proporzionale assicura che vi sia allineamento tra intensità di incentivi alla creazione di valore e di disincentivi all'assunzione di rischi irragionevoli, da una parte, e incidenza del potere di voto in sede assembleare, dall'altra³.

Lungi dall'essere la soluzione più efficiente in tutte le società e in tutte le circostanze⁴, tanto che deviazioni significative dal principio "un'azione, un

² Cfr., per tutti, F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.)-London, 1991, p. 68. Si prescinde qui dalla dibattuta questione, in quanto ultronea rispetto alle osservazioni che seguono nel testo, se massimizzare il valore d'impresa significhi massimizzare anche il benessere sociale e, nel caso la massimizzazione dell'uno non implichi necessariamente massimizzazione anche dell'altro, quale debba essere l'obiettivo ultimo del diritto e del governo societario.

³ In tal senso, v. F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHEL, *op. cit.*, p. 68; D.R. FISCHEL, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 54, 1987, p. 136; B. BLACK-R. KRAAKMAN, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harvard Law Review*, vol. 109, 1996, pp. 1945 s.

⁴ V., infatti, M. BURKART-S. LEE, *One Share-One Vote: The Theory*, in *Review of Finance*, vol. 12, 2008, p. 41.

voto”, per quanto criticate⁵, sono oggi diffusamente consentite e utilizzate con crescente larghezza da innumerevoli società di successo (in specie del settore tecnologico)⁶, è comunque opinione da tempo consolidata che il voto proporzionale sia tendenzialmente più capace di ridurre i costi di agenzia della media società lucrativa di quanto non siano le alternative del voto sottoproporzionale o del voto sovrapproporzionale⁷.

In passato, al contrario, la bontà del principio “un’azione, un voto” era controversa e la sua diffusione, comunque, minoritaria. Studi risalenti e più recenti attestano che il principio di un voto per azione sia stato per lungo tempo l’eccezione, non già la regola, e fosse tale tanto in Europa quanto negli Stati Uniti. A destare stupore non è soltanto il dominio di modelli di voto sottoproporzionale, nella forma del voto capitario, contingentato o scalare, oggi perlopiù considerati recessivi almeno per quanto concerne la società per azioni lucrativa. A sorprendere è anche la convergenza verso similari modelli di voto tra giurisdizioni distanti e tutt’altro che omogenee, così come la convergenza tra società appartenenti a settori economici disparati. Considerato che il diritto societario generale, come lo conosciamo oggi, era del tutto assente o appena in gestazione, che le società venivano create per atto legislativo singolare e dunque erano soggette ad una disciplina speciale, separata ed indipendente, che gli spazi concessi all’autonomia statutaria variavano largamente da Stato a Stato e da società a società, che l’integrazione delle economie era assente, primordiale o comunque ancora largamente incompiuta, l’armonizzazione trasversale, tra Stati e tipi socio-economici di società per azioni, dei criteri di ripartizione dei voti tra i soci non trova facile spiegazione.

Al riguardo, si possono formulare diverse ipotesi, presentate e discusse nel paragrafo 6. Condivisibili o meno che siano, tali ricostruzioni aiutano comunque ad individuare le possibili funzioni che i meccanismi di graduazione del diritto di voto possono assolvere anche nella società per azioni contemporanea e a far comprendere meglio le condizioni che devo-

⁵ Cfr. L.A. BEBCHUK-K. KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, vol. 103, 2017, pp. 585 ss., e ID., *The Perils of Small-Minority Controllers*, in *Georgetown Law Journal*, vol. 107, 2019, pp. 1453 ss., nei quali si sottolineano le criticità di forme estreme di separazione tra proprietà e controllo, tanto più se potenzialmente perpetue.

⁶ V. Z. GOSHEN-A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *Yale Law Journal*, 2016, vol. 125, pp. 560 ss.

⁷ Cfr. R. ADAMS-D. FERREIRA, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, vol. 12, 2008, p. 52.

no sussistere affinché tali meccanismi possano offrire soluzioni efficienti. Ma prima di soffermarsi su teorie ed ipotesi ricostruttive, è necessario passare in rassegna i meccanismi di allocazione dei voti nelle Compagnie delle Indie del diciassettesimo secolo (paragrafo 2) e nelle società italiane, europee ed americane dei secoli diciottesimo e diciannovesimo (paragrafi 3 e 4), oltre che dare conto della regolamentazione dei diritti di voto nei codici italiani preunitari e postunitari adottati nel corso del 1800 (paragrafo 5).

2. I DIRITTI DI VOTO NELLE COMPAGNIE DELLE INDIE INGLESÌ ED OLANDESI DEL XVII SECOLO

Una ricognizione della storia della regolamentazione dei diritti di voto non può che partire dalla considerazione di quelle società che, per le caratteristiche di cui erano dotate, possono a buon titolo definirsi le prime società per azioni della storia europea.

Come è noto, il Paese che ha dato i natali alle prime società di capitali dell'era moderna è il Regno Unito, le cui *joint-stock companies* cominciarono a porre il problema del loro governo societario già nel corso del sedicesimo secolo. Nel 1568 l'atto costitutivo della Mines Royal stabiliva che, su un capitale diviso in ventiquattro azioni, ciascun quarto d'azione desse diritto ad un voto. Simili disposizioni si rinvenivano nell'atto costitutivo della Mineral and Battery Works, anch'essa fondata nel 1568⁸. Ma è con la East India Company, costituita nel 1600 sotto il regno della regina Elisabetta I, che prende definitivamente avvio il processo di diffusione dello strumento azionario quale mezzo di raccolta di capitali per lo sviluppo di attività commerciali. Nella versione del 1600, l'atto costitutivo (*charter*) della società non si occupava, invero, dei diritti di voto dei soci in assemblea (*General Court*). Era considerato naturale, infatti, che ogni socio avesse diritto di esprimere un voto, ed un solo voto, qualunque fosse l'ammontare della sua partecipazione al capitale⁹. Il voto per teste era anche la modalità di vota-

⁸ Cfr. D.L. RATNER, *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, in *Cornell Law Review*, vol. 56, 1970, pp. 3 s.

⁹ V. R. HARRIS, *Trading with strangers: the corporate form in the move from municipal governance to overseas trade*, in H. WELLS (ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Cheltenham (UK)-Northampton (USA), 2018, pp. 98 e 100, che ricorda come il voto per teste fosse probabilmente un retaggio delle società municipali dei secoli precedenti.

zione introdotta nella Virginia Company of London. Costituita nel 1606, la compagnia (nota per aver fondato la più duratura colonia inglese in Nordamerica) fu quella che incorse nel destino più infelice tra quelle create nel periodo (e tra le quali si annoverano anche la Muscovy Company e la Somers Island Company), venendo dissolta già nel 1624 con revoca del suo *charter*. Gli osservatori contemporanei addebitano proprio al voto capitolario in uso alla Virginia Company of London (ed in uso alle altre compagnie del periodo) la responsabilità di aver permesso ad amministratori incapaci di rimanere saldamente al loro posto nonostante una gestione notoriamente negligente ed imperita. Tale sistema di votazione avrebbe infatti permesso al gruppo dirigente di manipolare sistematicamente il processo decisionale chiamando a raccolta propri sodali e così respingere con successo il tentativo di ribaltare gli esiti assembleari da parte di fazioni di azionisti avverse, sebbene queste ultime fossero in possesso di quantitativi di azioni largamente maggiori e avessero maggiore esperienza manageriale¹⁰.

I *charters* delle compagnie azionarie concessi dai sovrani britannici nel corso del diciassettesimo secolo non contenevano, generalmente, specifiche disposizioni in merito alla titolarità dei diritti di voto, lasciando la materia a previsioni contenute in documenti di complemento, che oggi chiameremmo statuti. La mancanza di una disciplina legale sull'allocazione dei diritti di voto e la manipolabilità di statuti le cui regole di adozione e modificazione erano tutt'altro che trasparenti e sedimentate davano luogo, tuttavia, a ripetute controversie¹¹. Un'eccezione venne ad essere rappresentata proprio dalla East India Company, il cui nuovo *charter* del 1609 modificava la regola del voto capitolario in una più capitalistica regola di un voto ogni cinquecento

¹⁰V. T. HALL, *Shareholder Activism in the Virginia Company of London, 1606-1624*, in J.GS KOPPELL (ed.), *Origins of Shareholder Advocacy*, New York, 2011, pp. 123-124, 135-136, 138. Si narra che tra il 1618 e il 1625, nella battaglia legale per il controllo della società fra la coalizione degli *insurgents* guidata dall'ex amministratore delegato Sir Thomas Smith e la coalizione degli *incumbents* capeggiata dall'amministratore delegato in carica Sir Edwin Sandys, motivo di controversia fosse proprio il sistema di votazione da adottare per la manifestazione della volontà dei soci. Se si fosse adottato il sistema di voto per *ballot*, ciascun membro avrebbe avuto a disposizione un solo voto; se si fosse adottato il sistema di voto fondato sul *poll*, ogni membro avrebbe goduto di un voto per ciascuna azione detenuta (cfr. D.L. RATNER, *op. cit.*, pp. 3 s.).

¹¹Nel 1637, dopo che i membri della Merchant Adventures avevano fatto opposizione alla nomina alla carica di rappresentante in Rotterdam di una persona indicata da re Carlo I votando con il sistema del *ballot*, re Carlo I ordinò che in futuro nessuna società avrebbe più potuto fare ricorso a questo sistema di votazione (v. D.L. RATNER, *op. cit.*, pp. 3 s.).

sterline investite¹². Tale regolamentazione sarebbe rimasta in vigore anche nel *charter* del 1661 e sino a quello del 1693.

Soltanto nell'ultima parte del diciassettesimo secolo divenne comune la prassi di riportare nei *charters* disposizioni sulla regolazione dei diritti di voto spettanti ai membri della società. Queste disposizioni proponevano tre differenti schemi o modelli generali di ripartizione dei diritti di voto. Un primo modello, adottato ad esempio dalla White Paper Makers, dalla Salpetre Company e dalla Hampstead Aqueductus, prevedeva l'attribuzione di un diritto di voto a ciascuna azione, senza limitazioni di sorta. Un secondo modello, all'estremo opposto, disponeva invece che ad ogni membro fosse riconosciuto un solo voto e purché la partecipazione fosse di un ammontare minimo prestabilito. Questo fu il caso della Bank of England, nell'ambito della quale i membri che possedevano una partecipazione almeno pari a cinquecento sterline erano legittimati ad esprimere un (solo) voto, così come della Million Bank (riconoscimento di un solo voto a partire da una partecipazione pari a trecento sterline) e della Royal Lustring (attribuzione di un singolo voto al possesso di almeno dieci azioni). Un terzo modello, che veniva a mediare fra gli estremi opposti del voto per azione e del voto per teste, era quello per il quale al crescere della partecipazione sarebbe aumentato anche il numero dei voti ma entro limiti massimi. A questo schema si riferisce, ad esempio, la Greenland Company che attribuiva un voto alle partecipazioni del valore di cinquecento sterline e due voti a quelle del valore di mille sterline, quest'ultimo essendo il numero massimo di voti a disposizione del singolo membro. Analogamente, nell'atto costitutivo della Barbon's Land Bank, azioni del valore di trecento sterline davano diritto a due voti, azioni del valore di cinquecento sterline davano diritto a tre voti, azioni del valore di mille sterline davano diritto a cinque voti, essendo quest'ultimo il tetto massimo. Il *charter* della East India Company del 1693 attribuiva un voto ogni mille azioni detenute sino ad un massimo di dieci voti.

In altri casi, invece, la limitazione dei diritti di voto era ottenuta direttamente mediante una limitazione del possesso azionario. Ad esempio, nella Bank of Scotland ogni partecipazione del valore di mille sterline scozzesi dava diritto ad un voto ma nessun membro poteva acquisire una partecipazione di valore superiore alle ventimila sterline scozzesi. Nella società White

¹²Ma è pur vero che gli investimenti individuali normalmente non superavano tale importo e comunque si mantenevano al di sotto della soglia delle mille sterline. Di conseguenza, i voti assegnati agli azionisti rimanevano di fatto contenuti tra l'uno e il due (v. T. HALL, *op. cit.*, p. 98).

Writing and Printing Paper si riconosceva un voto ogni cinque azioni ma il numero massimo di azioni detenibili era pari a venti.

Il culmine di questo processo di affinamento della ripartizione dei diritti di voto sembra aversi nel *charter* della East India Company del 1698 che introduceva il voto scalare, sia pure secondo un meccanismo di graduazione non uniformemente progressivo che contemplava un voto per azioni del valore di cinquecento sterline o superiore; due voti per azioni del valore di mille sterline o superiore; tre voti per azioni del valore di duemila sterline o superiore; quattro voti per azioni del valore di tremila sterline o superiore; e, infine, un massimo di cinque voti per azioni del valore di quattromila sterline o superiore.

A differenza della East India Company, la cui struttura “democratica” consentiva agli azionisti di esprimersi con i loro voti sulla nomina degli amministratori riuniti in un organo collegiale (*Court of Committees* o *Court of Directors*), la Compagnia delle Indie Orientali olandese (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie* o “VOC”), fondata nel 1602, esibiva una struttura rigidamente oligarchica¹³, con una suddivisione degli azionisti in due categorie, i *bewindhebbbers* e i *participanten*, dotati di diritti e poteri assai differenti. I primi erano i mercanti direttamente interessati alle operazioni commerciali. Promotori dell’iniziativa, essi erano gli azionisti attivi a cui era riservato il diritto di nominare, ciascuno con il proprio singolo voto¹⁴ e comunque all’interno della loro cerchia, gli amministratori ai plurimi livelli di governo (locali e centrale) della società. I secondi erano gli investitori passivi, con diritto agli utili ma privi di diritti di informazione e, soprattutto, di diritti di voto¹⁵ quanto meno fino al *charter* del 1623, con il quale si riconosceva per

¹³ V. A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell’evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, pp. 633 ss., nuovamente pubblicato in A. MIGNOLI, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, t. I, Milano, 2002 (da cui si cita), pp. 16 ss., il quale sottolinea, sulla scorta degli studi di Autori inglesi ed olandesi, come la società per azioni inglese si fosse sviluppata, sin dall’inizio, «su una base democratica» (avendo gli azionisti il diritto di eleggere annualmente, per alzata di mano, i propri amministratori), contrariamente alla società per azioni olandese (il cui primo significativo esempio è offerto appunto dalla Compagnia olandese delle Indie Orientali fondata nel 1602), caratterizzata da una «struttura rigidamente oligarchica», nella quale al «potere assoluto degli amministratori» nella gestione sociale si accompagnava l’impossibilità per gli azionisti di far sentire la loro voce.

¹⁴ Cfr. E. GEPKEN-JAGER, *Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC): The Dutch East India Company*, in E. GEPKEN-JAGER-G. VAN SOLINGE-L. TIMMERMAN (eds), *VOC 1602-2002: 400 Years of Company Law*, Deventer, 2005, p. 54.

¹⁵ V. O. GELDERBLOM-A. DE JONG-J. JONKER, *An Admiralty for Asia: Business Organization and the Evolution of Corporate Governance in the Dutch Republic, 1590-1640*, in J.GS KOPPELL (ed.), *op. cit.*, p. 46. Questa struttura non faceva altro che riflettere quella delle sei

la prima volta agli azionisti-partecipanti più significativi il diritto di designare un limitato numero di amministratori¹⁶.

3. I DIRITTI DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI EUROPEE ED ITALIANE DEL XVIII E XIX SECOLO

Lo schema consistente nell'attribuzione di diritti di voto in misura proporzionale all'investimento con il contemperamento dalla graduazione scalare degli stessi al superamento di determinate soglie partecipative è divenuto dominante nelle società britanniche nel corso del diciottesimo secolo.

Agli inizi, invero, a prevalere fu ancora la regola del voto capitaro, probabilmente anche in ragione del retaggio storico delle compagnie commerciali del diciassettesimo secolo. Tanto che la prassi di cedere azioni a familiari o amici in vista di un'assemblea per aumentare il proprio potere di voto dovette essere contrastata con il *Public Companies Act* del 1767, che subordinava la legittimazione al voto al possesso di azioni per almeno sei mesi¹⁷. Nel tempo, però, il voto capitaro avrebbe progressivamente ceduto il passo a opzioni più elastiche, ma pur sempre contemplanti limitazioni o graduazioni del voto. Dati empirici attestano che, nel Regno Unito, la quota di società costituite tra il 1720 e il 1844 che adottarono forme di allocazione dei diritti di voto di tipo regressivo è stata intorno, quando non superiore, all'80%¹⁸.

società preesistenti (*voorcompagnieën*) la cui fusione orizzontale diede vita, appunto, alla VOC. Anche in esse, ai mercanti, azionisti attivi e amministratori della società, si associavano azionisti partecipativi, interessati soltanto a ricevere una quota di utili correlata al capitale investito (cfr. R. HARRIS, *op. cit.*, p. 103). Il *charter* della VOC, del resto, era stato direttamente ed in via esclusiva negoziato dai *bewindhebbbers* con lo Stato centrale, senza alcun interesse da parte loro a diluire il loro potere di controllo. Per di più, la necessità di garantire alla società un successo commerciale che aiutasse il Paese a fronteggiare, economicamente e militarmente, le potenze coloniali nemiche del Portogallo e della Spagna consigliava alle autorità pubbliche di assicurare stabilità di governo alla società e un controllo diretto sull'amministrazione. Infine, l'abbondante offerta di capitali nel periodo non rendeva necessario garantire diritti di controllo per attrarre investimenti (v. J.M. DE JONGH, *Shareholder Activists Avant la Lettre: The "Complaining Participants" in the Dutch East India Company, 1622-1625*, in J.G.S KOPPELL (ed.), *op. cit.*, pp. 64 s.).

¹⁶ Cfr. J.M. DE JONGH, *op. cit.*, p. 79.

¹⁷ V. J.D. TURNER, *The development of English company law before 1900*, in H. WELLS (ed.), *op. cit.*, p. 130.

¹⁸ Cfr. M. FREEMAN-R. PEARSON-J. TAYLOR, *Law, politics and the governance of English and Scottish joint-stock companies, 1600-1850*, in *Business History*, vol. 55, 2013, p. 645, Table 4.

Trova dunque conferma ciò che gli studiosi inglesi hanno da sempre percepito, vale a dire che i tetti di voto abbiano fatto parte integrante e dominante della *governance* delle imprese britanniche di questo periodo¹⁹. Limitazioni o graduazioni dei diritti di voto erano comuni nelle società che costruivano e gestivano canali di navigazione o che fornivano illuminazione a beneficio di privati o della collettività così come nelle banche e nelle società assicurative. Restrizioni all'ammontare del numero di azioni detenibili o ai voti esercitabili comparivano anche negli statuti di talune società manifatturiere, ma solo occasionalmente²⁰.

Una prima disposizione generale in materia di ripartizione dei diritti di voto tra azionisti si ha con il *Companies Clauses Consolidation Act* del 1845. Con esso, la scelta normativa fu quella di riconoscere, in assenza di una diversa e libera regolamentazione statutaria, un voto per ogni azione sino a dieci azioni, un voto ogni cinque azioni per le azioni detenute in numero da dieci a cento, un voto ogni dieci azioni per le azioni detenute in numero superiore a cento²¹. I medesimi scaglioni di voto venivano poi ribaditi dapprima nel *Joint Stock Companies Act* del 1856, nel cui modello di statuto si suggeriva un voto a scalare identico a quello previsto nel 1845²², e poi nel *Companies Act* del 1862, il quale, in assenza di regolamentazione statutaria, disponeva sì il voto per teste²³ ma poi tornava a suggerire, nel modello di statuto allegato all'atto, gli scaglioni di voto del 1845 e del 1856²⁴. Bisogna attendere il 1906 perché il Board of Trade pubblicasse nuove *Regulations for management of a company limited by shares* che, in linea con la mutata sensibilità del tempo, raccomandassero un voto per ciascuna azione detenuta²⁵.

Per quanto concerne la Spagna, il modello corporativo delle società si avvicinava a quello olandese ed era caratterizzato dall'esistenza di una *junta general*, governata dal principio maggioritario e nella quale si riconosceva il diritto di voto agli azionisti. I fondatori tendevano tuttavia ad assicurarsi pri-

¹⁹ V. B. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford, 2008, p. 32.

²⁰ V. M. PARGENDLER-H. HANSMANN, *A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France*, in *Business History*, vol. 55, 2013, pp. 584-586.

²¹ V. art. 75, *Companies Clauses Consolidation Act 1845*.

²² V. Table B, art. 38.

²³ V. art. 52, *Companies Act 1862*.

²⁴ V. Table A, art. 44.

²⁵ V. Table A, art. 60.

vilegi in materia di diritto di voto. Inoltre, per l'esercizio del diritto di voto si esigeva, talvolta, il possesso di un numero minimo di azioni²⁶.

A partire dalla prima metà del secolo diciannovesimo, le società anonime spagnole beneficiarono di un progressivo affrancamento dall'ingerenza dei poteri pubblici²⁷. Con l'occasione, l'ordinamento cominciava a riflettere la considerazione della società anonima come modulo organizzativo funzionale all'esercizio di un'attività d'impresa con il beneficio della responsabilità limitata. La libertà organizzativa che si veniva a concedere alle società sottendeva una ragione politica di fondo. La concezione liberale dell'iniziativa economica e della proprietà privata promuovevano un modello di società anonima la cui costituzione non dipendesse da un atto di autorizzazione dello Stato e nella quale il potere di decisione fosse riservato in via esclusiva ai proprietari. Al rischio d'impresa che l'azionista assumeva nella sua qualità di proprietario delle azioni si associava pertanto la facoltà di decidere sull'impiego del patrimonio sociale costituito con i conferimenti dei soci. Di conseguenza, all'azionista veniva concesso un potere di decisione in assemblea che corrispondeva proporzionalmente alla sua quota di partecipazione al patrimonio sociale. In tal modo, coloro che detenevano la maggioranza del capitale avevano il potere di decidere le sorti dell'impresa²⁸.

Parallelamente all'affermazione dell'assemblea generale come luogo di raccolta e riunione degli azionisti, si manifestavano tuttavia tendenze di segno opposto quanto al potere del singolo socio nell'assemblea stessa. Frequenti erano tanto emissioni di azioni a voto plurimo quanto, apparentemente frutto dell'estensione all'ambito delle società anonime di concezioni proprie dell'individualismo e del liberalismo politico, clausole con le quali si pretendeva di ridurre l'influenza dei grandi azionisti limitando il numero di voti che questi potevano esercitare²⁹.

In Spagna, né il *Código de comercio* del 1829 né quello del 1885 regolavano dettagliatamente la materia dell'assemblea generale degli azionisti e il diritto di voto di questi. Mentre il primo codice non contemplava ancora espressamente la concezione dell'assemblea come organo composto dalla pluralità dei soci e deliberante sugli affari sociali, il secondo, sebbene faces-

²⁶ Cfr. A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996, pp. 33 s.

²⁷ A. RECALDE CASTELLS, *op. cit.*, p. 34, parla di «progresiva privatización de la sociedad anónima».

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ *Ivi*, pp. 34 s.

se riferimento solo al carattere *general* della *junta de socios* (art. 168), che votava a *mayoría* (art. 151), finiva per ammettere implicitamente l'idea di un'assemblea alla quale potessero partecipare tutti i soci. Ciò che veniva affermandosi era pertanto un modello "liberale", nell'ambito del quale fosse la libertà negoziale dei soci a determinare le modalità di attribuzione del diritto di voto e il funzionamento del principio maggioritario. Si assisteva in definitiva ad un implicito riconoscimento del "*principio real*", cioè del principio di corrispondenza proporzionale tra conferimento e potere di voto, come regola naturale di funzionamento della società, sebbene fosse permesso di stabilire in statuto eccezioni o limitazioni al suo concreto funzionamento³⁰.

In Francia, invece, una prima significativa (e fallimentare) esperienza si ha con la *Compagnie française des Indes* (1664-1769) voluta da Colbert ai tempi del re Luigi XIV. Pur a fronte del formale riconoscimento di diritti di voto agli azionisti in proporzione alle azioni detenute, lo Stato francese non mancava di interferire, ed anzi interferiva sistematicamente, nella designazione e nel controllo degli amministratori³¹.

Nel diciannovesimo secolo, invece, le imprese francesi destinate ad assumere la veste di società per azioni dovevano essere, nella visione del Consiglio di Stato cui competeva autorizzare la costituzione di nuove società, grandi imprese di pubblica utilità. La preoccupazione principale del legislatore francese di inizio ottocento, come emerge dal testo del discorso preliminare sul Progetto di codice di commercio elaborato dalla Commissione nominata il 3 aprile 1801 per dare compiuta sistemazione alla carente legislazione francese dell'epoca³², era quella di disciplinare le società commerciali al fine di impedire che le stesse potessero, nello svolgimento della loro attività di commercio, dare luogo ad abusi a danno della collettività³³. Per questa ragione, relativamente alla società anonima per azioni, le esigenze giudicate più pressanti erano quelle di sottoporre la costituzione della società e lo svolgimento della

³⁰ Così, ancora, A. RECALDE CASTELLS, *op. cit.*, pp. 35 s.

³¹ V. R. DIBADI, *Compagnie des Indes: Governance and Bailout*, in J.GS KOPPELL (ed.), *op. cit.*, pp. 169 ss.

³² Per una dettagliata ricostruzione storica del percorso che ha portato all'emanazione del *Code de commerce* del 1807, cfr. A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, pp. 89 ss.

³³ Dichiarano – i membri della Commissione – che «Le società meritavano da parte nostra una particolare attenzione; esse in fatto di commercio richieggono una maggiore regolarità ed una più severa obbligazione di render conto. Quando molti interessi vanno riuniti, fa d'uopo che i risultamenti fossero con maggior esattezza conosciuti» (*Discorso preliminare sul progetto di codice di commercio della commissione*, in B. LOCRIÉ, *Legislazione civile, commerciale e criminale*, vol. I, Napoli, 1843, trad. it. a cura di G. Ciuffi, p. 28).

sua attività, da un lato, all'autorizzazione (revocabile) e al controllo governativi e, dall'altro, ad un regime di trasparenza e pubblicità efficace³⁴.

Nel codice di commercio promulgato il 10 settembre 1807, pertanto, della società anonima venivano regolati soltanto taluni profili caratterizzanti (costituzione per atto pubblico e previa autorizzazione governativa, pubblicazione dell'atto costitutivo, divisione del capitale in azioni, trasferibilità dei titoli azionari, soggezione ad arbitrato delle controversie tra i soci), mentre i profili relativi all'organizzazione interna della società e ai rapporti fra i soci venivano regolati soltanto negli aspetti di maggior rilievo generale³⁵. In merito all'amministrazione, il codice precisava che la società era amministrata da «procuratori a tempo, revocabili, associati o non associati, stipendiati o gratuiti» (art. 31) e che non rispondevano delle obbligazioni sociali (art. 32).

³⁴ Il regime dell'autorizzazione preventiva per la costituzione delle anonime e della successiva omologazione degli statuti con il corollario di pervasivi e penetranti poteri di controllo governativi, del resto, soddisfaceva la «logica centralista del sistema imperiale», che «non ammetteva la formazione di grandi potenze sociali indipendenti. L'anonima, come ogni cosa, doveva restare saldamente in pugno al governo» (così, P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974, p. 34).

³⁵ Nella sessione del corpo legislativo del 1° settembre 1807, il consigliere di stato ed oratore del governo Michel Regnaud de Saint-Jean d'Angély, affermava: «Le società anonime... sono un mezzo efficace onde favorire le grandi imprese, richiamare in Francia i fondi stranieri, associare anche la mediocrità e quasi la povertà ai vantaggi delle grandi speculazioni, accrescere il credito pubblico e la massa circolante nel commercio. Ma troppo sovente delle società malamente stabilite in origine o mal dirette nelle loro operazioni, hanno posto a rischio le sostanze degli azionisti e degli amministratori, han diminuito momentaneamente il credito generale, e messo in pericolo la tranquillità pubblica. È stato dunque riconosciuto che niuna società di questo genere potesse avere luogo se non in forza di un atto pubblico, e che fosse necessario l'intervento del governo per verificare innanzi tratto su quali principi si volessero regolare le operazioni della società, e quali ne potessero essere le conseguenze. Con tali precauzioni, e con quelle della pubblicità comune alle tre specie di società, gli amministratori della società anonima, o per via di azioni, amministreranno con sicurezza per essi e per gli azionisti; né saranno più esposti a quei ricorsi in garanzia, a quelle istanze solidali che han turbato il riposo, distrutta l'agiatezza e ruinato il credito degli uomini più stimabili» (B. LOCRÉ, *op. cit.*, p. 214). Anche nel discorso pronunciato dal tribuno Louis-Alexandre Jard-Panvillier davanti al corpo legislativo per presentare il voto delle sezioni riunite del tribunato sulla prima legge si insisteva sul fatto che «[g]li affari di commercio essendo l'oggetto più ordinario delle società, e questa specie di contratto offrendo i mezzi di estendere tutte le speculazioni, e di formare delle imprese le quali richiedono dei capitali superiori al patrimonio di un sol particolare, era mestieri che il codice di commercio determinasse le regole principali della loro formazione e della loro amministrazione, senza derogare ai principi generali stabiliti dal codice civile su questa materia, e neanche a quelli stabiliti dall'ordinanza del 1673», oltre a sottolinearsi la necessità dell'autorizzazione governativa per impedire la nascita di società che potessero, con le loro operazioni, turbare «[l']interesse del commercio in generale, e (...) quello degli azionisti in particolare» (*ivi*, pp. 218 s.).

Quanto ai soci, si affermava che essi non erano soggetti che alla perdita di quanto avessero conferito nella società (art. 33). Nulla di più si diceva in merito all'organizzazione e al funzionamento degli organi sociali, né in merito ai diritti amministrativi e patrimoniali spettanti ai soci³⁶. La disciplina di questi ultimi, in particolare, veniva lasciata alla volontà dei soci raccolta nel contratto sociale (art. 18).

Sebbene il *Code de commerce* francese del 1807 fosse silente in materia di diritti di voto, con l'eccezione di alcune risalenti imprese nel settore delle assicurazioni e dei lavori pubblici che ricorrevano al voto per teste, una larghissima maggioranza di società anonime costituite all'insegna di detto codice nella prima parte del diciannovesimo secolo contenevano tetti di voto attributivi di non più di quattro o cinque voti per socio. A promuovere questa distribuzione dei diritti di voto fu il Consiglio di Stato stesso. Tale organo osteggiava sistematicamente qualsivoglia tentativo di rimuovere o innalzare i tetti di voto imposti in sede di costituzione. Soltanto a partire dal 1850 le autorità francesi cominciarono ad autorizzare tetti di voto più permissivi, contemplanti tra i dieci e i venti voti per socio³⁷. Questo stato di cose durò sino all'adozione della *Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés commerciales*. Garantendo flessibilità nella regolamentazione dei diritti di voto³⁸, tale normativa aprì la strada all'adozione del voto strettamente proporzionale, che divenne la norma negli atti costitutivi delle società francesi di fine '800.

La prima legislazione tedesca in materia di società per azioni è fatta risalire alla legge prussiana sulle società ferroviarie del 1838 che, pur trattando questioni anche non attinenti alla forma societaria, rappresentava il primo tentativo di standardizzazione del tipo della società per azioni³⁹. Successivamente, con il *Preußische Aktiengesetz* del 1843, la Prussia estendeva l'utilizzabilità della forma della società azionaria a tutti i settori d'impresa. Per quanto concerne i diritti di voto, la loro regolamentazione era rimessa

³⁶ Non si prescriveva nemmeno che gli amministratori fossero nominati dai soci. Nell'atto costitutivo della società dovevano comunque indicarsi i soci autorizzati alla direzione, all'amministrazione e alla rappresentanza della società (v. art. 43).

³⁷ V. M. PARGENDLER-H. HANSMANN, *op. cit.*, p. 590.

³⁸ V. art. 27, *Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés commerciales*.

³⁹ In precedenza, la Prussia era solita emettere *Oktrois*, atti costitutivi di "società privilegiate" ai sensi del *Allgemeines Landrecht für die Preußischen Staaten* ("ALR") del 1794. I dettagli della *governance* interna erano stabiliti nel *Oktroi*, senza che il ALR prevedesse alcunché al riguardo (cfr. T.W. GUINNANE, *German company law 1794-1897*, in H. WELLS (ed.), *op. cit.*, pp. 179 s.).

integralmente e liberamente all'autonomia statutaria⁴⁰. Questo approccio si protrasse nella sostanza anche con il *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* del 1861, valevole per tutti gli Stati tedeschi ma costruito sulla falsariga della previgente legge prussiana⁴¹. L'art. 190 relativo alla società in accomandita per azioni stabiliva che ogni azione in mano ai soci accomandanti desse diritto ad un voto, salvo che lo statuto prevedesse diversamente. Analogamente, l'art. 224, par. 2, relativo alla società per azioni statuiva che ciascuna azione desse diritto ad un voto salvo che lo statuto disponesse diversamente. Se, dunque, la regola di *default* era quella di un voto per azione, massima era la libertà degli statuti di derogarvi. Le disposizioni in materia di diritto di voto, non interessate dalla novella del *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften* del 1870 emanato in seguito all'unificazione tedesca, venivano invece emendate dal *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften* del 1884. Per quanto concerne le possibili deviazioni dalla regola "un'azione, un voto", la normativa, che parificava del tutto le discipline dell'accomandita per azioni e della società per azioni, si procurava di meglio precisare quali deroghe fossero da ritenersi ammissibili. Così, il nuovo testo dell'art. 190, par. 1, relativo all'accomandita per azioni stabiliva ora che ciascuna azione avesse il diritto di voto e che il diritto di voto andasse esercitato in proporzione all'ammontare delle azioni. Inoltre, per il caso in cui un socio accomandante fosse titolare di più azioni, si consentiva allo statuto di limitare i diritti di voto ad un importo massimo, disporre una graduazione o una distinzione per classi. A tale disposizione faceva poi rinvio integrale il nuovo art. 221, par. 2, relativo alla società per azioni. Queste nuove previsioni confermano che in Germania, all'approssimarsi del XIX secolo, le due modalità di allocazione dei diritti di voto più diffuse erano il voto ponderale e il voto limitato o graduato in funzione del numero di azioni possedute, analogamente del resto a ciò a cui si assisteva nel resto d'Europa.

A differenza che in Francia, non si ha contezza di particolari orientamenti assunti dalle autorità tedesche o di prassi invalse tra le società medesime nel corso dei primi decenni del diciannovesimo secolo relativamente alla definizione dei diritti di voto degli azionisti. Ciò probabilmente è da ascrivere allo sviluppo relativamente tardo delle economie degli Stati tedeschi rispetto alle potenze coloniali del Regno Unito e dell'Europa continentale, che attraverso

⁴⁰ V. T.W. GUINNANE, *op. cit.*, p. 181.

⁴¹ *Ivi*, p. 194.

le varie Compagnie delle Indie e le società infrastrutturali già da secoli avevano cominciato a sperimentare abbondantemente in materia di diritti di voto dei soci e costretto le autorità pubbliche ad assumere precisi orientamenti al riguardo. La crescita economica e l'aumentato ricorso post-unificazione allo strumento della società per azioni per la gestione delle imprese medio-grandi caddero invece in un periodo, quello del tardo ottocento, in cui ovunque in Europa il pendolo cominciava ad oscillare in direzione del ricorso al voto strettamente proporzionale per ogni tipologia di società per azioni. Circostanza che vale a spiegare perché la regola suppletiva prescelta fosse sempre più convintamente, nella Germania post-unificazione come altrove, quella di un voto per azione.

Anche in Italia, decreti e privilegi reali avevano portato, nel diciottesimo secolo, alla costituzione di talune società con poteri, prerogative e una *governance* simili alle antecedenti compagnie delle potenze coloniali europee. Ma trattavasi di casi sporadici, sovente dipendenti da giurisdizioni estere i cui confini si estendevano al territorio italiano, e comunque di rilievo e prestigio neanche lontanamente paragonabili a quelli delle più risalenti "sorelle" europee, fors'anche per l'arretratezza dell'economia dei vari Regni e Stati d'Italia, ancora principalmente focalizzati sull'agricoltura. Cionondimeno, il tratto saliente, stando agli atti costitutivi pubblicati nella raccolta ad oggi più completa e consultata⁴², è che nelle compagnie e società italiane più antiche si alternavano, prevalentemente, il voto capitaro, spesso semplicemente dato per scontato e quindi non espressamente regolamentato⁴³, tetti di voto⁴⁴ e tetti di partecipazione azionaria⁴⁵, questi ultimi talvol-

⁴² Quella di P. UNGARI, *Statuti di Compagnie e società azionarie italiane (1638-1808). Per la storia delle società per azioni in Italia*, Milano, 1993, ove sono rinvenibili gli atti costitutivi citati nelle note seguenti.

⁴³ V., ad esempio, gli atti costitutivi della Compagnia di Nostra Signora di Libertà (Genova, 1638), Compagnia Marittima di San Giorgio (Genova, 1653), Compagnia per il Commercio del Levante (Genova, 1715) e Compagnia Generale di Assicurazioni Marittime (Genova, 1741).

⁴⁴ V., ad esempio, l'atto costitutivo (punto VI) della Imperiale Privilegiata Compagnia Orientale (Vienna, 1719); l'atto costitutivo (punto 15) della Camera d'Assicurazione Mercantile Marittima in Trieste (Trieste, 1779); l'atto costitutivo (punto IV) della Camera di Assicurazioni e Cambi Marittimi (Trieste, 1787); l'atto costitutivo (punto 3°) della Compagnia Austriaco-Americana (Trieste, 1785), ove significativamente si legge che «ben inteso, però, che qualunque interessato non potrà avere più di venti voti, compresi li propri, e quelli de' suoi mandanti, e ciò per evitare una preponderanza»; l'atto costitutivo (punto XIII) del Banco d'Assicurazioni (Venezia, 1794) e l'atto costitutivo (art. XIX) della Società Greca di Assicurazioni in Venezia (Venezia, 1805).

ta in combinazione con (ancor più ridotti) tetti di voto⁴⁶. In altre parole, il principio del voto proporzionale era anche qui, come altrove, raramente utilizzato⁴⁷ o impiegato in modo conservativo⁴⁸. La disponibilità del diritto di voto, inoltre, era sovente condizionata al possesso di una certa quota di azioni, sì da escludere dal voto gli azionisti minimali⁴⁹. Talvolta, la stessa partecipazione in società era condizionata al possesso di un quantitativo minimo di azioni⁵⁰.

4. I DIRITTI DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI AMERICANE DEL XVIII E XIX SECOLO

Non v'è concordia sul fatto che la regola di voto propria della *common law* per le società commerciali fosse il voto per teste⁵¹ o meno⁵². Certo è

⁴⁵ V., ad esempio, l'atto costitutivo (punto IX) della Compagnia Marittima (Genova, 1790), il cui tetto di partecipazione era peraltro applicabile ai soli Associati e non già ai Direttori, per i quali era viceversa prescritto un possesso minimo di azioni.

⁴⁶ V., ad esempio, l'atto costitutivo della Compagnia d'Assicurazione Marittima (Genova, 1740) (punti 14 e 16).

⁴⁷ V., ad esempio, per l'applicazione del principio "un'azione, un voto", l'atto costitutivo (punto 56) della Compagnia Reale del Piemonte per le Opere e Negozi in Seta (Torino, 1752).

⁴⁸ Nell'atto costitutivo (punto 33) della Compagnia Privilegiata di Trieste e Fiume (Trieste-Fiume, 1750), si legge ad esempio che il possesso di dodici azioni attribuiva un voto, il possesso di ventiquattro azioni attribuiva due voti e a seguire era dato un voto ogni altre dodici azioni senza limiti. Identica era la previsione contenuta nell'atto costitutivo (punto 7) della Imperiale Società per il Commercio Asiatico di Trieste ed Anversa (Trieste-Anversa, 1781). Nell'atto costitutivo (Chapitre IX, §8) della Caisse de Crédit (Torino, 1805), invece, era assegnato, senza tetto massimo, un voto ogni dieci azioni possedute.

⁴⁹ V., ad esempio, l'atto costitutivo (punto 7) della Imperiale Società per il Commercio Asiatico di Trieste ed Anversa (Trieste-Anversa, 1781); l'atto costitutivo (Tit. VIII, punto III) della Real Compagnia del Corallo (Napoli, 1790); l'atto costitutivo (punto 21) dell'Associazione Reale per le Manifatture di Seta (Torino, 1793); l'atto costitutivo (punto XIII) del Banco d'Assicurazioni (Venezia, 1794); l'atto costitutivo (punto IV) della Camera di Assicurazioni Marittime (Trieste, 1805).

⁵⁰ V., ad esempio, l'atto costitutivo (art. II) della Società Greca di Assicurazioni in Venezia (Venezia, 1805).

⁵¹ In tal senso, tra gli altri, J. KERBEL, *An examination of Nonvoting and Limited Voting Common Shares – Their History, Legality, and Validity*, in *Securities Regulation Law Journal*, vol. 15, 1987, p. 47. Chi aderisce a questa tesi solitamente si richiama a *Taylor v. Griswold*, 14 N.J.L. 222 (1834), in cui la Corte Suprema del New Jersey dichiarò illegittimo il *by-law* di una *bridge company* che disponeva la regola di un voto per azione asserendo che soltanto il *charter* concesso dalle autorità pubbliche potesse autorizzare deviazioni dal voto capitolario.

⁵² Di questo avviso è D.L. RATNER, *op. cit.*, p. 9, secondo cui la Corte in *Taylor v. Gri-*

che la storia dei diritti di voto nelle società azionarie degli Stati Uniti si sovrappone alla storia di società create per fornire infrastrutture critiche, di tipo fisico o finanziario, ad imprenditori che, per ottenerle, non potevano rivolgersi ad altri che a loro stessi e alle loro comunità⁵³. Il numero di società del settore manifatturiero costituite tra la fine del diciottesimo e l'inizio del diciannovesimo secolo era largamente superato dal numero di società istituite con il proposito di costruire e gestire strade a pedaggio (*turnpikes*)⁵⁴, ponti, canali e ferrovie o di fornire servizi bancari ed assicurativi.

La debole volontà politica e la mancanza di fondi pubblici per la costruzione di infrastrutture locali richiedeva la mobilitazione di capitali privati. I soggetti maggiormente incentivati a fornirli erano i proprietari terrieri e i mercanti dell'epoca, per i quali la mancanza di infrastrutture per il trasporto di persone e merci era di forte ostacolo alla conduzione ed espansione delle loro attività nei propri mercati e in quelli limitrofi.

Studi empirici attestano che nel periodo tra il 1790 e il 1859, il 65% delle società di gestione di strade a pedaggio impiegava regimi di restrizione dei diritti di voto dei soci⁵⁵. Ancor più sorprendente, se possibile, è la rilevazione che nello Stato di New York la percentuale di società operanti in questo settore che faceva ricorso a forme di restrizione del diritto di voto raggiunse il 98%, con un ulteriore 1% che adottava addirittura il voto capitario⁵⁶. La prassi era così diffusa che lo stesso Stato di New York, nel primo provvedimento legislativo per la regolamentazione di dette società, ne prese atto disponendo in via suppletiva un sistema di voto ibrido che contemplava un voto ogni dieci azioni possedute sino a dieci e poi un voto ogni ulteriori cinque azioni possedute.

swold non avrebbe convincentemente motivato la riconducibilità del voto capitario al *common law*.

⁵³ V. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *Yale Law Journal*, vol. 123, 2014, pp. 948 ss.

⁵⁴ Più di un quinto di tutti i *charters* attribuiti negli ultimi anni del secolo XVIII riguardavano società di gestione di strade a pedaggio. Ancora tra il 1800 e il 1830 tali società rappresentavano un terzo di tutte le società costituite nello Stato di New York (cfr. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., p. 959 e Autori americani ivi citati).

⁵⁵ V. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., p. 959.

⁵⁶ Cfr. E. HILT, *When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, in *Journal of Economic History*, vol. 68, 2008, p. 658, Table 1.

Quanto alle società di costruzione e gestione dei ponti, a schemi di graduazione del diritto di voto ricorreva il 38% delle società costituite tra il 1790 e il 1859⁵⁷. Tale percentuale era del 42% per le società costituite nello Stato di New York sino all'anno 1825⁵⁸. La percentuale di società di costruzione e gestione di canali che adottava restrizioni al diritto di voto raggiunse invece un ragguardevole 66% nell'ultima decade del diciottesimo secolo. Negli anni seguenti e fino al 1859, pur riducendosi, la percentuale continuava ad attestarsi intorno al 43%⁵⁹.

Restrizioni al diritto di voto erano anche comuni tra le società ferroviarie, le prime delle quali apparvero sulla scena soltanto decenni dopo le prime società di gestione di strade a pedaggio e di canali. Il 48% delle società ferroviarie costituite negli anni venti del diciannovesimo secolo, dunque in misura non dissimile a quella delle altre società impegnate nel settore dei trasporti, ricorreva a vincoli al numero dei voti esprimibili dai soci. In taluni Stati, come il Massachusetts, a tetti al diritto di voto ricorreva addirittura la totalità delle società costituite negli anni di costruzione delle prime reti ferroviarie⁶⁰.

Non dissimile era la regolamentazione dei diritti di voto in banche ed assicurazioni. Il 53% degli atti costitutivi delle banche tra il 1790 e il 1859 conteneva forme di contingentamento o scaglionamento dei diritti di voto, con un picco del 82% tra il 1810 e il 1820⁶¹. La sostituzione del voto proporzionale in favore di forme di voto limitato era talvolta vista come necessaria per rispondere a quelli che oggi definiremmo problemi di agenzia, quali l'abuso della maggioranza nei confronti delle minoranze⁶². Ma il più cele-

⁵⁷ V. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., p. 964.

⁵⁸ Cfr. E. HILT, *op. cit.*, p. 658, Table 1.

⁵⁹ V., ancora, H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., pp. 966 s.

⁶⁰ *Ivi*, p. 969. Proprio in Massachusetts, una legge sulla costituzione delle società ferroviarie del 1836 finì per porre imperativamente un tetto di voto con soglia massima del 10% del capitale.

⁶¹ *Ivi*, p. 974.

⁶² Il *charter* originario della Bank of Massachusetts del 1784, una delle prime banche ad essere costituite negli Stati Uniti, prevedeva la regola "un'azione, un voto". Anche grazie al potere che gli derivava da questa previsione, si racconta che il principale fondatore e socio della società, William Phillips, una volta nominato presidente, fosse riuscito ad imporre operazioni sistematicamente a vantaggio suo e della sua cerchia di amici e alleati e a danno degli altri azionisti. A fronte di lamentele giunte sino ai vertici dello Stato, il legislatore rispose modificando imperativamente l'atto costitutivo della società e disponendo, tra l'altro, un tetto massimo di dieci voti per azionista.

bre *endorsement* a sistemi di graduazione e contingentamento del voto venne da Alexander Hamilton nel 1790, quando da (primo) Segretario al Tesoro degli Stati Uniti propose la creazione della prima banca centrale degli Stati Uniti, la Bank of the United States (chiamata anche First Bank of the United States). Egli vedeva il voto scalare come «*prudent mean*» tra gli estremi del voto per teste e del voto strettamente proporzionale⁶³.

Tra le società assicurative costituite nel periodo dal 1790 al 1859, restrizioni al diritto di voto erano presenti nel 38% degli atti costitutivi⁶⁴. Significativamente, le prime due società assicurative ad essere nate negli Stati Uniti, la Insurance Company of North America e la Insurance Company of the State of Pennsylvania, entrambe costituite nello Stato della Pennsylvania nel 1784, adottavano un sistema di voto scalare soggetto ad un tetto massimo⁶⁵.

Se voto contingentato e voto scalare avrebbero fatto ingresso anche nella legislazione statale settoriale che sarebbe intervenuta a regolare le società dedicate alle infrastrutture fisiche, coinvolte in attività finanziarie o comunque di interesse pubblico⁶⁶, le società del settore manifatturiero costituite nel medesimo lasso di tempo cominciarono da subito a fare massicciamente ri-

⁶³ In particolare, secondo la sua visione, la regola di un voto per azione avrebbe permesso ad un ridotto numero di grandi azionisti di monopolizzare il potere e i benefici della banca. Di contro, la regola di un medesimo e unico diritto di voto per tutti gli azionisti avrebbe negato agli azionisti maggiori quel maggior peso decisionale che sarebbe stato ragionevole concedere loro per il loro bene e quello della banca (v. A. HAMILTON, *Report on a National Bank, Communicated to the House of Representatives*, December 14, 1790, in H. CABOT LODGE (ed.), *The Works of Alexander Hamilton*, vol. 3, New York, 1904, p. 423). Il regime di voto da ultimo adottato così prevedeva: «for one share and not more than two shares, one vote; for every two shares above two, and not exceeding ten, one vote; for every four shares above ten, and not exceeding thirty, one vote; for every six shares above thirty, and not exceeding sixty, one vote; for every eight shares above sixty, and not exceeding one hundred, one vote; and for every ten shares above one hundred, one vote; But no person, co-partnership, or body politic, shall be entitled to a greater number than thirty votes».

⁶⁴ Cfr. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., p. 982.

⁶⁵ *Ivi*, p. 983.

⁶⁶ Nello Stato del Massachusetts, ad esempio, vennero emanate leggi speciali che limitavano i diritti di voto esercitabili da ciascun singolo azionista nelle banche (dieci voti), nelle società assicurative (trenta voti) e nelle società che gestivano ferrovie (ove si poteva votare con al massimo il 10% del capitale). Tali disposizioni sarebbero sopravvissute sino ai primi decenni del secolo successivo. Una legge generale della North Carolina prevedeva, a sua volta, il voto scalare per le società della seta e dello zucchero.

corso, salvo limitate eccezioni, al principio “un’azione, un voto”⁶⁷. Per parte loro, le autorità americane, nel concedere i *charters* alle imprese manifatturiere, non sollevavano particolari obiezioni. Anzi, tale prassi venne a diffondersi al punto tale da divenire il modello della legislazione societaria generale, quanto meno per le società manifatturiere medesime, allorché si trattò di passare da un sistema basato sulla concessione discrezionale di *charters* a richiesta e su misura ad un sistema di incorporazione delle società basato su regole *ex ante*, generali ed astratte; un sistema che sarebbe poi diventato il tratto tipologico del futuro diritto generale delle società per azioni, negli Stati Uniti così come in Europa.

Il caso paradigmatico è quello dello Stato di New York, che adottò la prima legislazione generale sulle società manifatturiere già nel 1811⁶⁸. Ebbene, tale normativa, nota per essere stata (almeno nella considerazione della maggioranza degli storici) la prima al mondo ad introdurre un generalizzato ed automatico beneficio della responsabilità limitata per tutti i soci⁶⁹, va menzionata per essere stata all’avanguardia anche nello stabilire, quale regola generale per l’assegnazione dei diritti di voto, il principio di un voto per azione⁷⁰, facendo da apripista a molte delle normative in materia emanate successivamente in altri (e concorrenti) Stati americani⁷¹.

⁶⁷ Pionieristica fu la Society for Establishing Useful Manufacturers creata in New Jersey nel 1791 con capitali privati ma sponsorizzata dallo Stato al fine di favorire lo sviluppo di attività manifatturiere nel Paese. Nel limitare il diritto di voto del Governo federale e dei Governi statali a cento voti ciascuno, il suo *charter* disponeva che agli azionisti privati fosse invece attribuito un voto per ciascuna azione detenuta. Interessante è notare che tra i propugnatori di questa asimmetrica allocazione dei diritti di voto tra azionisti pubblici e azionisti privati vi fosse quello stesso Alexander Hamilton che pure e contemporaneamente, con riguardo alla Bank of the United States, esprimeva predilezione per un voto graduato e soggetto a tetto massimo a carico di tutti gli azionisti indistintamente (cfr. H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights*, cit., pp. 985 s.).

⁶⁸ Intitolata *An Act Relative to Incorporations for Manufacturing Purposes*.

⁶⁹ V. l’art. 7. Per una riconsiderazione critica di tale asserzione, cfr., tuttavia, R. HARRIS, *A new understanding of the history of limited liability: an invitation for theoretical reframing*, in *Journal of Institutional Economics*, vol. 16, 2020, p. 652.

⁷⁰ V. l’art. 3.

⁷¹ V. le leggi del Connecticut e del Michigan del 1837 e del New Jersey del 1846 (cfr. D.L. RATNER, *op. cit.*, p. 7). Per l’adozione di un sistema di voto scalare, sia pure senza tetto massimo, si orientò invece lo Stato della Virginia (v. l’art. 5 di *An Act Prescribing General Regulations for the Incorporation of Manufacturing and Mining Companies*, anch’esso del 1837). Prive di una specifica trattazione dei diritti di voto del socio rimasero le leggi generali del Massachusetts del 1809 e 1830, della North Carolina del 1850 e del Delaware del 1883.

5. LA DISCIPLINA DEI DIRITTI DI VOTO DELL'AZIONISTA NEI CODICI DI COMMERCIO PREUNITARI E NEI CODICI DI COMMERCIO DEL 1865 E 1882

Negli Stati italiani preunitari lo strumento d'elezione per lo svolgimento di attività d'impresa rimase per lungo tempo l'accomandita. È solo con la codificazione napoleonica che comincia a diffondersi, anche in Italia, l'istituto dell'anomima⁷². Inoltre, dalle disposizioni del codice di commercio francese, la cui forza di legge venne estesa al Regno d'Italia fondato da Napoleone, traggono origine le normative societarie dei Regni in cui rimase divisa l'Italia sino al conseguimento dell'unità.

Nel Regno Lombardo-Veneto, con risoluzione del 23 dicembre 1816, veniva confermata la vigenza del codice di commercio in vigore nel cessato Regno d'Italia. Nelle leggi di eccezione per gli affari di commercio del Regno delle Due Sicilie, entrate in vigore il 1° settembre 1819 insieme alle altre leggi civili, penali e processuali facenti tutte parte del «Codice per lo regno delle Due Sicilie», gli artt. 48-55 del capitolo III, che regolava le società anonime, ricalcavano, salvo marginali differenze, le disposizioni del codice di commercio francese. Anche gli artt. 39-57 del codice di commercio pubblicato il 30 dicembre 1842 per gli Stati del Regno di Sardegna disciplinavano la società anonima in maniera del tutto analoga a quanto sancito nel codice napoleonico⁷³.

Soltanto con il codice di commercio unitario del 1865, che venne a sostituire il codice commerciale albertino, la materia del diritto di voto spettante agli azionisti delle società anonime comincia a ricevere un primo accenno di sistemazione. D'altra parte, inizia altresì a delinearsi con maggiore nitidezza anche la struttura interna della società anonima e la sua organizzazione per organi, formalmente ignorata nella normativa precedente⁷⁴.

Invero, il codice del 1865 lasciava all'autonomia statutaria ancora margini di discrezionalità particolarmente estesi nella determinazione dei diritti di voto spettanti agli azionisti. L'art. 143 si limitava infatti a disporre che «[I]o

⁷² V. P. UNGARI, *Profilo storico*, cit., pp. 19 ss.

⁷³ Del resto, nella premessa alla legge di promulgazione del codice si accenna espressamente alla volontà di armonizzare la legislazione commerciale del Regno con quella delle altre nazioni al fine di favorire gli scambi commerciali e all'utilizzo di legislazioni straniere come esempio per la legislazione del Regno.

⁷⁴ L'art. 138 fa per la prima volta riferimento al consiglio di amministrazione, composto dagli amministratori designati nello statuto sociale o eletti nelle assemblee generali. Negli artt. 136-149 è diffusamente disciplinato, rispetto al diritto previgente, il ruolo, le competenze e il funzionamento dell'assemblea generale degli azionisti.

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». Il legislatore dell'epoca lasciava alle parti piena libertà di regolamentazione degli aspetti più significativi della materia del voto nelle società anonime, astenendosi anche dal porre norme suppletive in funzione di copertura delle eventuali lacune che potessero risultare dalla contrattazione privata. Unico dato normativo certo era il riferimento alla competenza degli azionisti nell'assunzione delle deliberazioni. All'autonomia statutaria era pertanto rimessa la fissazione dei *quorum* assembleari, costitutivi e deliberativi, la scelta del sistema di votazione e la ripartizione fra gli azionisti dei diritti di voto⁷⁵.

La libertà riconosciuta ai soci di modulare il loro potere amministrativo (da esercitarsi con lo strumento del voto in assemblea) indipendentemente dall'ammontare dei conferimenti di ciascuno trovava probabilmente giustificazione, all'epoca, nella circostanza che la figura del socio era considerata ancora più sotto il profilo del suo possibile ruolo attivo nella gestione della società piuttosto che sotto il profilo della sua qualità di fornitore di capitale di rischio⁷⁶. La considerazione della persona del socio piuttosto che dell'ammontare del suo conferimento, in una logica ancora affine a quella delle società di persone, emerge nitidamente dalle riflessioni di un attento osservatore dell'epoca, che svalutava il ruolo della porzione dell'interesse economico nella so-

⁷⁵ L. BORSARI, *Il Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, Torino, 1869, pp. 455 s., svolgeva sul punto le seguenti osservazioni: «di solito è necessario possedere un numero ragguardevole di azioni per avere voce nelle assemblee alle quali è annesso il diritto di molti suffragi. Così i suffragi sono dati alle azioni, piuttostoché agli individui; ed è una forma perfettamente logica dell'istituzione. Nondimeno lo statuto potrebbe non avere disposto ed essere stato approvato. (...) Che avviene allora? Subentra l'ordine naturale ai corpi deliberanti che non è nell'ordine naturale che tutti gli interessati abbiano il diritto di suffragio individualmente considerati» (corsivo nell'originale). Sul diritto precedente, v. invece J.-M. PARDESSUS, *Corso di diritto commerciale*, vol. II, trad. it. a cura di F. Galiani, Napoli-Palermo, 1857-58, che, a p. 16, affermava spettare «ordinariamente ai soci il determinare in qual modo si conteranno i suffragi e a questo riguardo fa d'uopo seguire i patti sociali».

⁷⁶ Anche se il rinvenire nel conferimento di capitale la ragione sottostante all'attribuzione del diritto di voto affiora già chiaramente nel pensiero di taluni studiosi del tempo. Discutendo della legittimazione degli amministratori a votare in assemblea, in veste di amministratori privi della concorrente qualità di socio, L. BORSARI, *op. cit.*, p. 458, esprimeva opinione negativa affermando che «da tutto il complesso delle disposizioni correlative si apprende senz'ombra di dubbio, che il diritto di suffragio appartiene agli azionisti o, (...), è dato alle azioni. Certamente l'amministratore deve avere delle cognizioni molto peculiari; ma la legge ha un punto di partenza affatto diverso; il requisito che bisogna avere è quello del capitale» (corsivo nell'originale).

cietà come criterio di misurazione del potere di voto e al contempo sottolineava una doverosa valutazione delle qualità personali e professionali dei soci⁷⁷.

Nel codice di commercio del 1882 si rinviene una sistemazione della materia più puntuale e rigorosa in quanto, pur conservandosi ampio spazio all'autonomia statutaria nella selezione dei criteri di misurazione del potere di voto, da un lato si esige la necessaria attribuzione a ciascun azionista del diritto di voto in assemblea e, dall'altro, si indica, sia pure con norma dispositiva, il voto scalare come sistema di ponderazione del potere di voto dei soci⁷⁸. Affermava, infatti, l'art. 164 che «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», mentre l'art. 157 stabiliva che «[o]gni socio ha un voto e 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. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo e nello statuto può essere derogato a queste disposizioni».

Il legislatore del tempo si preoccupava tanto di porre un limite all'autonomia statutaria nell'introduzione di elementi di disuguaglianza fra i soci (proibendo ad esempio la totale privazione del diritto di voto a carico di al-

⁷⁷ Il riferimento è a Raymond-Théodore Troplong e alle sue, seguenti, riflessioni: «Misurar la possanza del voto sull'estensiva degli interessi è applicare al falso la massima che l'interesse forma la regola della posizione de' soci. Questa massima non è vera che per la divisione degli utili e delle perdite; essa è inapplicabile alla deliberazione, in cui si richiede il buon consiglio, la conoscenza degli affari, l'impegno per la prosperità dell'associazione. Tutte queste qualità sono indipendenti dalla parte dell'interesse. (...). Non vi sarebbe più falso calcolo quanto il regolare, sulla porzione che hassi nella società, l'influenza del voto: tanto sarebbe il dire che un uomo non sia capace e zelante che a proporzione del numero delle sue azioni. L'intelligenza, la probità, l'impegno non si pesano nella bilancia che serve a pesare un pezzo di moneta; le son virtù delle quali l'interesse non dà la tariffa» (citazione tratta da «Prima traduzione siciliana sopra l'originale francese del 1843 messo in armonia con il codice delle Due Sicilie» di R.-T. TROPLONG, *Comento del Contratto di Società*, vol. II, Palermo, 1844, p. 177, e leggibile in francese in nota a App. Genova, 22 marzo 1852, in *Giurisprudenza d'Italia*, 1852, IV, c. 323).

⁷⁸ Pare che alcune Camere di commercio, cui vennero chieste osservazioni sul *Progetto preliminare per la riforma del Codice di commercio* licenziato dalla Commissione governativa nel 1873, espressero dissenso nei confronti della scelta di attribuire un diritto di voto ad ogni azione, mostrando invece predilezione per un sistema di voto che tenesse in considerazione il numero delle azioni detenute dai soci ed evitasse la consegna di un potere eccessivo nelle mani degli azionisti maggioritari: v., in proposito, A. PADOA SCHIOPPA, *op. cit.*, p. 176.