

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Così non fan tutte.

An analysis of Italian companies moving abroad

(June 2023)

Massimo Belcredi

Lara Faverzani

Andrea Signori

Massimo Belcredi

Professor

Università Cattolica del S.Cuore

Via Necchi 5

20123 Milano - Italy

Phone: +39 02 72342457

e-mail: massimo.belcredi@unicatt.it

Lara Faverzani

Ph.D

Università Cattolica del S.Cuore

Via Necchi 5

20123 Milano - Italy

Phone: +39 02 72342457

e-mail: lara.faverzani@unicatt.it

Andrea Signori

Associate Professor

Università Cattolica del S.Cuore

Via Necchi 5

20123 Milano - Italy

Phone: +39 02 72344101

e-mail: andrea.signori@unicatt.it

FIN-GOV is the Centre for Financial Research on Corporate Governance, at the Università Cattolica del S.Cuore in Milan.

Supporters of FIN-GOV



FINCANTIERI



Sponsors of FIN-GOV



BPER:
Banca



Trascrizione della presentazione del Prof. Massimo Belcredi

Il lavoro che presenterò oggi - svolto insieme ai colleghi Lara Faverzani e Andrea Signori del Centro FIN- GOV – ha per titolo “Così non fan tutte”. Mi pare giusto iniziare spiegando brevemente la ragione di questo titolo. Molte società emigrano all'estero, in tutta Europa ma le italiane seguono un modello diverso dalle altre. Non c'è nulla di scontato nel fatto di trasferire la sede legale seguendo un certo modello; e la scelta effettuata genera conseguenze variegata.

Il nostro scopo è quello di far parlare i numeri: anche se parliamo di modelli di governance, va premesso che né io, né i miei colleghi siamo giuristi, noi insegniamo finanza aziendale. Il nostro approccio è indagare i numeri che emergono dalla realtà, senza tesi precostituite. Il nostro intento è osservare i fenomeni e interpretarli, offrendo spunti al dibattito di policy. Questo convegno vedrà una pluralità di voci, ciò che ritengo sia molto importante: noi portiamo numeri, forniamo un'interpretazione di base che non esaurisce lo sforzo interpretativo, che dovrebbe essere condotto da persone che riflettono i diversi lati del mercato. Questo, d'altronde, è perfettamente coerente con l'approccio che abbiamo fortemente voluto nella fondazione e che cerchiamo di seguire nel funzionamento del Centro FIN-GOV dell'Università Cattolica di Milano. Il centro si basa sul sostegno di sponsor e sostenitori che riflettono i diversi lati del mercato: tra i sostenitori del Centro abbiamo emittenti, investitori istituzionali, associazioni e consulenti; crediamo molto in questa impostazione, che ci lascia liberi di operare nel modo che spero che potrete apprezzare oggi. Siamo un Centro universitario che opera all'interno di un'università ben nota, siamo accademici interessati ai problemi concreti e siamo, spero, sufficientemente onesti sotto il profilo intellettuale da presentare i numeri per quello che sono e non per quello che magari vorremmo che fossero.

Il tema di cui ci occupiamo oggi è il fenomeno delle migrazioni di società italiane all'estero. Siamo un paese di migrazione, non solo di persone ma anche di società. Abbiamo deciso di focalizzare la nostra attenzione su due tipi di migrazione: il primo tipo vede la quotazione all'estero (quindi sede e diritto della società restano italiani); il secondo tipo vede invece il trasferimento all'estero della sede legale (la società diventa a tutti gli effetti una società olandese, piuttosto che francese o inglese e non necessariamente viene trasferita anche la quotazione). Queste due modalità di migrazione si possono poi combinare nei modi più vari.

Il fenomeno delle migrazioni all'estero è diventato più importante negli ultimi anni e ha generato un dibattito circa la possibile perdita di competitività del sistema Italia in tema di accesso al mercato dei capitali. La nostra non è certamente la prima voce in tale dibattito. Tre sono gli obiettivi del paper presentato oggi.

- Anzitutto, delineare e quantificare i due fenomeni: quante sono le società che seguono una via o l'altra?
- Valutare l'incidenza delle quotazioni estere rispetto al mercato dei capitali domestico: è vero che il mercato italiano viene svuotato dalle quotazioni all'estero?
- Indagare le motivazioni alla base della decisione del trasferimento di sede legale.

Misuriamo quindi il fenomeno “migrazioni” e cerchiamo di capire perché le società italiane vanno all'estero. A tal fine abbiamo utilizzato un campione di osservazioni relativo al periodo 200-2021, considerando tutte le società che a fine 2021 avevano una capitalizzazione di mercato di almeno un miliardo (rinvio al paper per ulteriori dettagli). Questo criterio di selezione è stato utilizzato anche per individuare le società estere che abbiamo posto a confronto con le italiane. L'istogramma (slide 4) descrive il fenomeno riportando in blu i trasferimenti e in arancione le quotazioni: ci sono state

parecchie quotazioni all'estero (37) nel ventennio in esame; il fenomeno è diventato molto più intenso negli ultimi anni. Analogamente, per i trasferimenti di sede legale, vediamo che i primi casi risalgono al 2003 (in realtà, volendo andati ancora più indietro, ci sarebbero stati casi sporadici anche negli anni 90 (STM, per esempio). Si tratta di un fenomeno in crescita, che negli ultimi anni ha assunto proporzioni importanti.

Partiamo dal fenomeno delle IPO all'estero. Nell'istogramma (slide 5) di sinistra sono riportate le IPO domestiche poste a confronto con le IPO estere (in termini di numero di transazioni nel tempo), nell'istogramma di destra si osservano invece i miliardi di euro raccolti con l'operazione di quotazione (in blu le domestiche, in arancione le estere). È un grafico che parla da solo: con le quotazioni estere si è raccolto pochissimo capitale, è un fenomeno in crescita ma, salvo casi particolari, di dimensioni molto ridotte. Francamente parlare di svuotamento del sistema italiano è fuori luogo.

Più importante e più complesso è il fenomeno dei trasferimenti di sede legale all'estero, anche perché esso ha cause complesse e non riguarda solo l'Italia - tante società di altri paesi hanno trasferito la sede a Londra o ad Amsterdam. Il grafico (slide 6) mostra le imprese in uscita e quelle in entrata per singolo Paese. I trasferimenti di sede sono un fenomeno europeo con un chiaro perdente e un chiaro vincitore: 15 società italiane hanno trasferito la sede legale all'estero contro 6 tedesche e 5 francesi (gli altri Paesi mostrano numeri molto più bassi). Il fenomeno è europeo ma si evidenzia chiaramente un problema tutto italiano. Guardando il numero di imprese in entrata, c'è un chiaro vincitore: l'Olanda, che può essere considerata una sorta di Delaware europeo e ha un potere attrattivo che va ben oltre l'Italia. La slide successiva (slide 7), per precisione di numeri, riporta la matrice con i trasferimenti da e per i singoli Paesi: il baricentro è chiaramente tra Italia e Olanda (9 su 15 società italiane trasferite sono andate in Olanda mentre 9 su 22 società trasferitesi in Olanda sono di origine italiana).

Abbiamo indagato le motivazioni del trasferimento all'estero. Anche sulla base della letteratura empirica, abbiamo individuato tre possibili motivazioni (non mutuamente esclusive):

- La prima motivazione è strategica: trasferisco la sede all'estero perché, così facendo, posso più facilmente espandermi internazionalmente attraverso investimenti o acquisizioni. Se questo fosse vero, si dovrebbe osservare un aumento degli investimenti (capex) e/o delle operazioni di M&A dopo il trasferimento;
- La seconda motivazione possibile è fiscale: vado all'estero per pagare meno tasse e mi aspetterei di vedere un calo della pressione fiscale dopo il trasferimento;
- La terza possibile motivazione è quella che abbiamo chiamato *forum shopping*: l'impresa si trasferisce in un paese avente una giurisdizione più funzionale ai propri obiettivi di governance, in particolare in una legislazione che permette di blindare il controllo in maniera più fore o, meglio, in un modo particolarmente gradito all'attuale azionista di controllo. Mi attenderei allora un maggior ricorso a particolari strumenti di governance.

Abbiamo testato empiricamente queste ipotesi andando a vedere se e in che misura esse si riflettono nei numeri osservabili sul mercato:

- la prima slide (slide 9) analizza la motivazione strategica (andare all'estero per fare M&A). E' riportata una serie di statistiche su investimenti e acquisizioni, indebitamento, liquidità, dividendi, ecc. per le imprese italiane e per le corrispondenti imprese europee che hanno trasferito la sede all'estero. In particolare, sono riportate (in media e in mediana) le variazioni di vari indicatori prima e dopo il trasferimento di sede (ad esempio, nella riga "acquisizione" si riscontra una variazione media di 0,4 tra il periodo -1 e +1; ciò significa che

dall'anno prima (-1) all'anno dopo (+1) del trasferimento di sede, le società “emigrate” hanno effettuato mediamente 0,4 acquisizioni in più (si parla ovviamente di acquisizioni che sono arrivate all'attenzione della stampa e sono quindi reperibili sulle normali fonti di dati per questi tipi di ricerche). L'asterisco significa che il risultato ha una marginale significatività statistica. Abbiamo ripetuto l'analisi per il periodo da -2 a +2 con risultati simili. In sintesi, ben poco si muove: c'è qualche sintomo di una limitata attività di M&A più forte dopo il trasferimento ma l'evidenza empirica è molto debole – non si può dire che non sta succedendo niente però non sta succedendo niente di particolarmente rilevante. Va però posto un caveat: alcuni trasferimenti di sede sono molto recenti, abbiamo potuto fare indagini da -1 a +1 e da -2 a +2, ma già analizzare il periodo da -3 a +3 è complicato perché alcune operazioni sono avvenute nel 2021. Potrebbe essere quindi troppo presto per catturare eventuali effetti di medio termine; per ora, certamente, non vediamo nulla di eclatante. Insomma, non è che il trasferimento di sede sia una molla compressa che aspettava solo di scattare; qualche cosa forse si muoverà col tempo ma, per ora, non si vede nulla di spettacolare. Certamente la motivazione strategica non è la motivazione principale di queste operazioni.

- Per quanto riguarda la motivazione fiscale, vanno fatte due considerazioni. Anzitutto, in oltre metà dei casi la società che trasferisce la sede non trasferisce il domicilio fiscale e quindi resta soggetta alla normativa fiscale italiana o comunque del paese di partenza. Anche dove il trasferimento di sede legale è accompagnato da quello del domicilio fiscale non si vedono effetti particolarmente forti. Insomma, anche sotto questo profilo, la motivazione fiscale è, al più, una concausa molto debole del trasferimento. Nulla mostra che le società italiane vanno all'estero per cercare vantaggi fiscali. Anche qui è necessario un piccolo caveat: sicuramente non c'è un incentivo fiscale a livello corporate, quindi non si va all'estero per pagare meno IRES. È possibile però che si vada all'estero per consentire all'azionista di controllo di pagare meno tasse sui dividendi. Analizzare questo aspetto è molto complesso, vuoi per la limitatezza del campione - poche decine di società - vuoi perché analizzare a fondo questo punto richiede un'analisi delle convenzioni fiscali bilaterali tra il paese dove è collocata la sede legale della società e il paese dove ha sede la holding (che controlla la società). Lasciamo il tema per ulteriori approfondimenti.
- La terza motivazione è quella di *forum shopping* e qui - francamente - i numeri si vedono, eccome. Questa è, a nostro modo di vedere, la motivazione principale dei trasferimenti di sede. Abbiamo costruito un campione complesso: alle 9 italiane trasferite in Olanda abbiamo affiancato 13 società di altri paesi europei trasferitesi in Olanda e 41 società native olandesi, tutte rispondenti agli stessi criteri (capitalizzazione superiore al miliardo), perché vogliamo capire i) se c'è una somiglianza tra il modello dell'italiana che emigra in Olanda e le controparti europee che seguono la stessa strada e ii) se questi due tipi di emigranti assumono caratteristiche “olandesi” nel percorso.

La risposta è *così non fan tutte!* Consideriamo la slide (slide 11) forse più importante dell'intero studio, che mostra due cose. Anzitutto, esistono una molteplicità di strumenti c.d. di blindatura del controllo. La ricerca di un controllo più stringente sull'operato del management c'è dappertutto ma gli strumenti utilizzati sono completamente diversi. Le italiane usano soprattutto azioni a voto multiplo anzi, per essere chiari fino in fondo, quasi tutte le società italiane - tranne due - che si trasferiscono in Olanda, non usano azioni a voto plurimo (una classe di azioni a voto multiplo liberamente trasferibile) ma azioni,

sostanzialmente, a voto maggiorato, con un moltiplicatore che può portare fino a 10 o anche 20 voti per azione. Questa maggiorazione si acquisisce col tempo attraverso un meccanismo di *loyalty* e si perde nel momento in cui le azioni vengono vendute. Questo è un potenziale problema perché il meccanismo rischia di generare conflitti di interesse molto forti nel medio-lungo termine.

Nelle società europee e in quelle olandesi questo modello non viene seguito. Poche società olandesi hanno effettivamente adottato un meccanismo di azioni a voto multiplo ma per importi di capitale minimi - una società olandese ha addirittura 100 voti per un'azione, ma si tratta di un'unica azione con 100 voti, che è irrilevante sotto il profilo degli assetti societari. Cosa fanno allora le olandesi per rafforzare il controllo? Esse collocano, anzitutto, spesso pacchetti di azioni presso una fondazione protettiva, che detiene le azioni con diritto di voto ed emette suoi propri *depository certificates* privi di diritto di voto. Le società olandesi si trovano a essere controllate di fatto - con percentuali di capitale non particolarmente elevate - dalla fondazione; gli investitori che comprano i *depository certificates*, nella maggioranza dei casi, possono chiedere alla fondazione l'emissione del certificato per votare in assemblea ma questo normalmente non viene fatto. In più, le fondazioni protettive hanno spesso una funzione *anti-takeover* in tutto simile alle *poison pill* americane: nel caso in cui un *raider* esterno cercasse di scalare la società, le fondazioni hanno il diritto di chiedere l'emissione di ulteriori azioni e diritti di voto al valore nominale, stroncando qualsiasi possibile scalata.

Cosa succede invece alle società europee che vanno in Olanda? Tipicamente esse adottano clausole statutarie di maggioranza rafforzata per il processo di nomina o di rimozione dei consiglieri di amministrazione: si tratta, quindi, di un processo che rafforza il board. Il board che, come è standard dappertutto tranne che in Italia, presenta le candidature per il rinnovo, ben difficilmente può essere sconfessato da un azionista dissenziente che dovrebbe - a tal fine - ottenere un'elevata *super majority* per riuscire a far passare i propri candidati.

In definitiva le società olandesi e quelle europee che vanno in Olanda cercano di rafforzare il *board* e di dare continuità manageriale alla società mentre le società italiane che vanno in Olanda cercano di rafforzare il potere dell'azionista di controllo: sono due modelli completamente diversi.

Nell'istogramma di sinistra (slide 12) vediamo l'incidenza delle azioni a voto multiplo nelle società italiane, nelle europee e nelle olandesi: la loro incidenza sul capitale oggi è al 26% nelle italiane trasferite contro un 6% nelle europee. Tale situazione, peraltro, non è stabile ma tenderà a rafforzarsi col tempo attraverso il funzionamento del meccanismo di *loyalty*; pertanto, il potere di voto maggiorato degli azionisti di controllo crescerà nel tempo fino a raggiungere un 41% in termini di capitale. Il numero massimo di voti per azione è stratosfericamente più alto nelle italiane trasferite che in tutte le altre. A ciò si aggiunge l'ulteriore leva del voto multiplo: quando il sistema andrà a regime le italiane avranno un $41\% + 23\% = 64\%$ di potere di voto nelle mani dell'azionista di controllo. Il meccanismo crea una separazione talmente forte che, come si può vedere nell'istogramma di destra (slide 12), nelle società italiane basterà in media avere il 20% del capitale per controllare l'assemblea ordinaria e il 12% per bloccare l'assemblea straordinaria.

Non è così negli altri Paesi: le europee che trasferiscono la sede in Olanda avranno bisogno del 40% per controllare l'assemblea, in media. Abbiamo un meccanismo completamente divergente rispetto a quello che seguono le altre società, sia olandesi native sia europee trasferite: le italiane usano le azioni con voto multiplo con questo meccanismo di *loyalty*, le europee hanno una modesta separazione e poggiano sull'introduzione di maggioranze qualificate, le olandesi non hanno separazione tra proprietà e controllo e usano sostanzialmente un meccanismo di *poison pill*.

Gli obiettivi sono eterogenei, perché nelle italiane si cerca di rafforzare l'azionista di controllo, nelle altre società si cerca di proteggere il board e quindi di garantire una continuità manageriale. Ciò ha implicazioni notevoli sulla governance delle imprese italiane trasferite, dove le decisioni assembleari saranno interamente controllate dal primo azionista. Non accade così nelle altre: in un'europa trasferita la protezione si ferma alle candidature presentate dal board uscente (esempi: c'è da discutere una politica di remunerazione o un'operazione straordinaria? Il board deve andarsi a cercare la maggioranza in assemblea senza rafforzamenti). Nelle italiane trasferite il sistema è autoreferenziale e concentra il potere nelle mani degli azionisti di controllo, il controllo dell'impresa non sarà contendibile e il meccanismo di *loyalty* concentrerà sempre di più i diritti di voto col passare del tempo, permettendo tra l'altro di mantenere il controllo con una quota azionaria inferiore. Gli eredi degli attuali azionisti di controllo potranno quindi tranquillamente vendere piano piano le loro azioni, mantenendo il controllo e diversificando il proprio portafoglio di investimenti, incrementando al contempo i possibili conflitti di interesse.

Mi avvio alle conclusioni. La frequenza dei trasferimenti di sede legale all'estero è aumentata moltissimo negli ultimi anni. Per quanto riguarda le IPO estere la rilevanza è invece ancora limitatissima. I trasferimenti di sede legale sono un fenomeno europeo ma i flussi più consistenti interessano Italia in uscita e Olanda in ingresso. La motivazione primaria del trasferimento per le imprese italiane sembra essere quella di *forum shopping*, perché esse separano aggressivamente proprietà e controllo attraverso un meccanismo di voto multiplo che genera concentrazione dei diritti di voto in capo all'azionista di controllo e rischi di *entrenchment* e di conflitti di interesse crescenti nel tempo.

Ciò ha ovviamente implicazioni di policy dirette in tema di quotazioni - l'Italia è parte di un fenomeno mondiale, al momento non particolarmente rilevante – e in tema di trasferimenti di sede – anche qui, l'Italia non è un caso isolato ma ha caratteristiche peculiari non riscontrabili in altre società europee o nelle olandesi native.

Così non fan tutte, le italiane sono diverse: si blinda l'azionista di controllo, non il board; lo si blinda su tutte le decisioni aziendali, non solo sulla nomina e sulla rimozione dei consiglieri; lo si blinda in modo crescente nel tempo che è esattamente l'opposto di quello che ci si aspetterebbe in meccanismi di questo genere. In effetti, la letteratura empirica di finanza mostra che la blindatura può portare effetti positivi nel breve termine ma negativi nel lungo, per due ragioni: a) perché si aumenta la separazione tra proprietà e controllo e si moltiplicano i conflitti d'interesse; b) perché col tempo la spinta imprenditoriale è destinata comunque a scemare, riducendo il valore dell'isolamento del fondatore dalle pressioni del mercato e perché – quando il controllo passerà dal fondatore agli eredi, non necessariamente essi saranno altrettanto bravi come il fondatore.

Un secondo punto è se un eventuale rafforzamento delle azioni a voto multiplo sia adeguato a trattenere le società in Italia. Aiuterebbero a evitare il trasferimento all'estero e un possibile depauperamento del tessuto produttivo italiano? A parte che bisogna vedere se il trasferimento lo depaupera davvero, perché anche dopo il trasferimento gli asset restano in Italia e si trasferisce solo la sede.

Le azioni a voto plurimo in senso tecnico, ossia classi di azioni separate, sono uno strumento accessibile solo alle società non quotate, non si possono introdurre per le società già quotate. Infatti le società che si trasferiscono non cercano azioni a voto plurimo bensì azioni a voto maggiorato, peraltro con una maggiorazione molto più forte di quella accessibile in Italia: si cerca non il 2:1, ma

il 10:1, il 20:1. Siamo davvero interessati ad avere il 10:1 in Italia? Le azioni a voto multiplo inducono una separazione molto elevata, hanno probabili conseguenze negative nel medio termine, non è prevista una *sunset clause* (con cui la maggiorazione verrebbe meno dopo un certo numero di anni) anzi, la maggiorazione cresce progressivamente nel tempo (una “*sunrise clause*”?), esattamente ciò che si vorrebbe evitare in presenza di rischi di *entrenchment* e di conflitti di interesse nel lungo termine.

Se la maggiorazione “all’olandese” fosse consentita alle società già quotate ci sarebbero inoltre effetti redistributivi molto forti, perché è chiaro che i maggiori diritti dati all’azionista di controllo porteranno a una ripartizione della torta diversa. Forse con un effetto 2:1 come nel 2014 ciò era tutto sommato tollerabile. 2:1 *humanum*, 10:1 *diabolicum*...

Se, come si legge spesso nei comunicati stampa delle società che si trasferiscono, l’operazione viene fatta nell’interesse di tutti gli azionisti, esiste un meccanismo molto semplice la cui adozione renderebbe l’operazione cristallina: basterebbe assoggettare – su base volontaria – la decisione sul trasferimento a un meccanismo di *whitewash*, ossia dare la parola agli azionisti di minoranza, per vedere che cosa pensano dell’operazione. Se veramente l’operazione porta vantaggi o non è meramente redistributiva non ci saranno problemi nell’approvazione ed eventuali critici saranno costretti a tacere.

Vi ringrazio per l’attenzione.