

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

*COSÌ NON FAN TUTTE*

UN'ANALISI DELLE SOCIETÀ ITALIANE CHE TRASFERISCONO LA SEDE  
ALL'ESTERO: OLANDA E NON SOLO

*Massimo Belcredi, Lara Faverzani, Andrea Signori*

Roma, 10 luglio 2023

## Ringraziamenti



Uno speciale ringraziamento va agli Sponsor e ai Sostenitori del Centro, che hanno reso possibile questo lavoro e le altre attività di Fin-Gov.

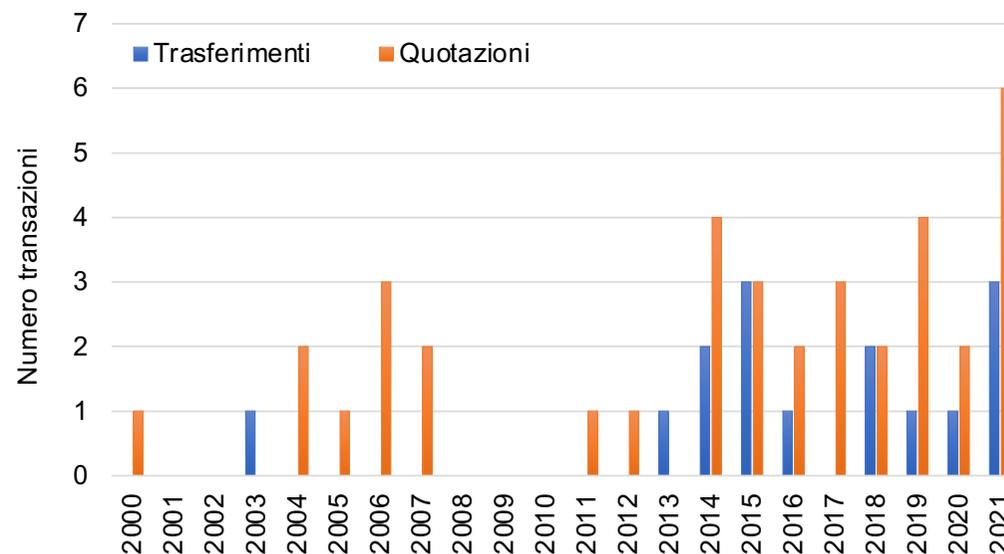


## Il tema: «migrazioni» di società italiane all'estero

- Focus su due tipologie di transazioni da parte di società italiane verso un paese estero
  1. Quotazione
  2. Trasferimento di sede legale
- Dibattito circa la possibile perdita di competitività del sistema italiano, in termini di:
  1. Accesso al mercato dei capitali
  2. Contesto normativo-istituzionale per la crescita e sviluppo delle imprese
- Obiettivi di questo studio
  - Delineare e quantificare i due fenomeni
  - Valutare l'incidenza delle quotazioni estere rispetto al mercato dei capitali domestico
  - Indagare le motivazioni alla base della decisione di trasferimento di sede legale

## Dati e definizione del campione

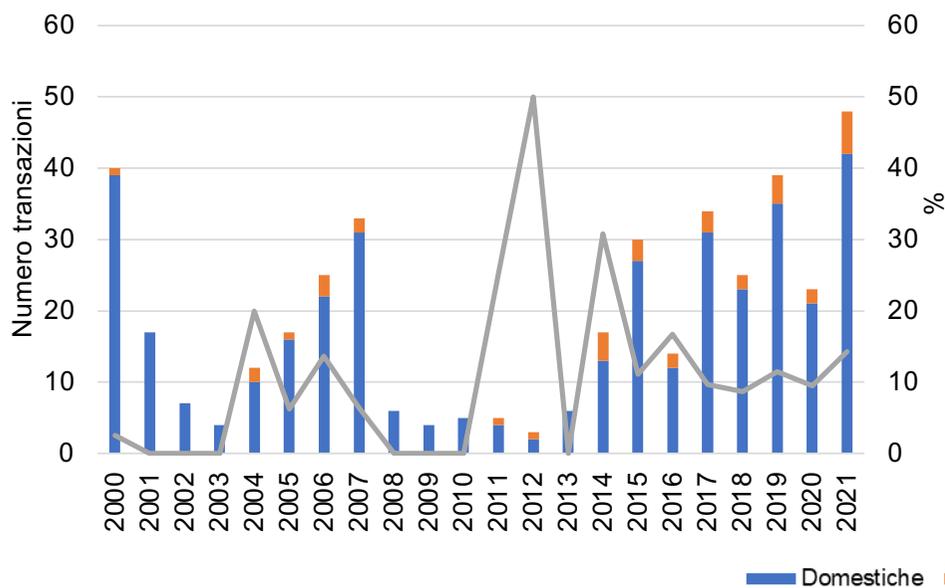
- Periodo di riferimento: 1 gen 2000 – 31 dic 2021
- Fonti: Refinitiv, Sole 24 Ore, R&S Mediobanca, web, stampa specializzata
- Criteri di selezione del campione
  - Quotazioni estere: offerte iniziali (no imprese già quotate) di titoli azionari (no depositary receipts, trust units, rights, ecc.) su mercati borsistici ufficiali (no dark pools, OTC, ecc.) da parte di imprese italiane
  - Trasferimenti di sede legale: imprese italiane + europee quotate con capitalizzazione di mercato  $\geq 1$  mld € a fine anno 2021
- **Campioni risultanti:**
  - 37 quotazioni**
  - 15 trasferimenti di sede legale**



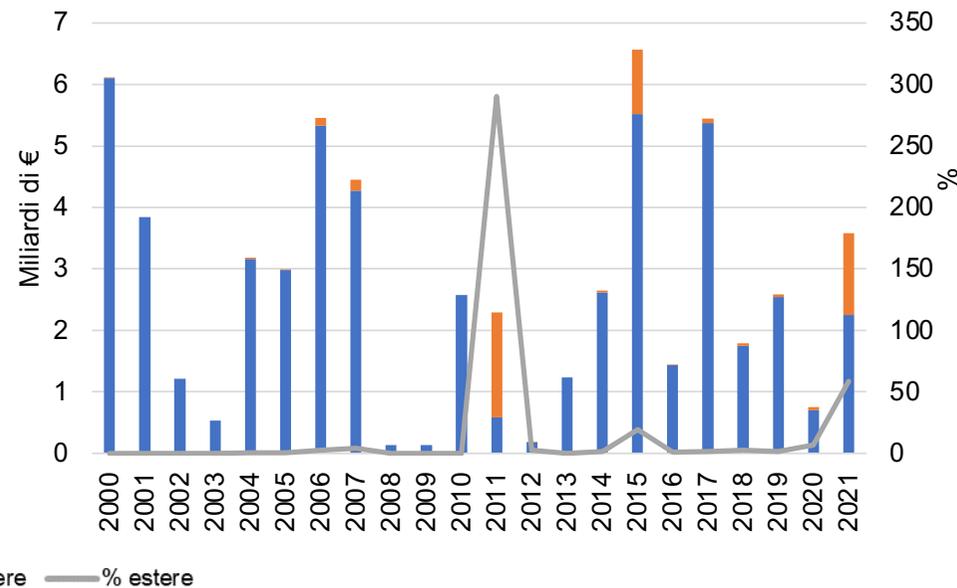
# Quotazioni di società italiane all'estero



IPO domestiche vs. estere (numero)



IPO domestiche vs. estere (capitale raccolto)

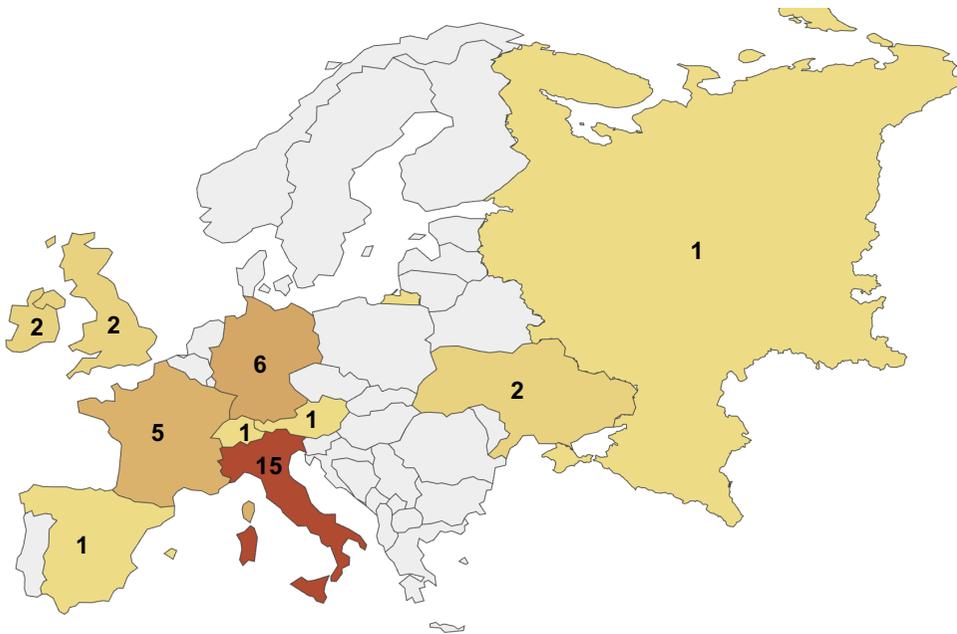


No. IPO domestiche	No. IPO estere	% estere
377	37	9.8%

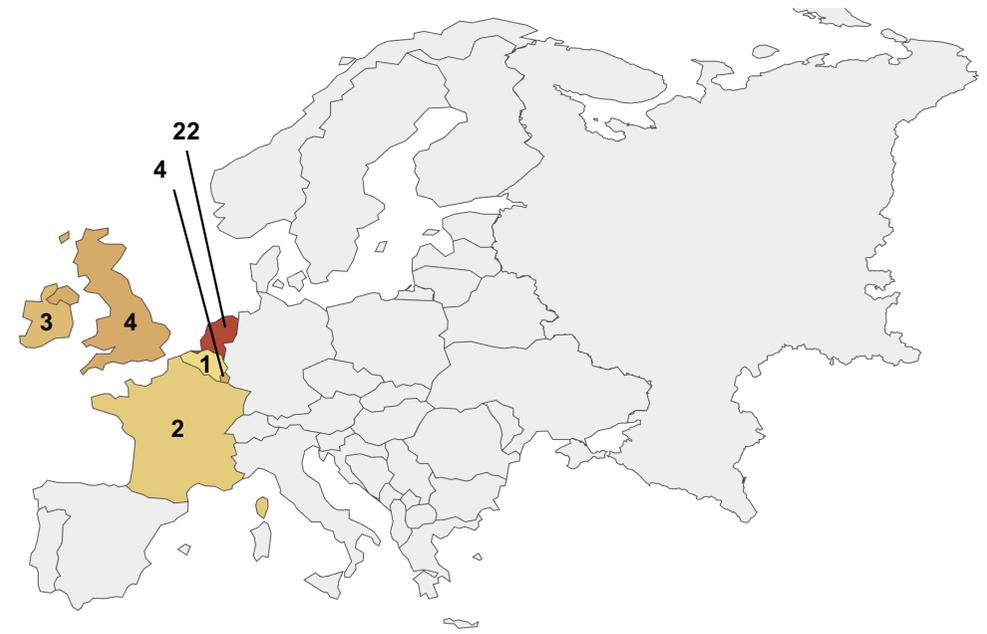
Capitale raccolto IPO domestiche (mld€)	Capitale raccolto IPO estere (mld€)	% estere
54.5	4.7	8.6%

# Trasferimenti di sede legale all'estero

Numero di imprese in uscita



Numero di imprese in entrata



## Matrice dei trasferimenti

Origine	Destinazione						Totale
	BE	FR	IE	LU	NL	UK	
Austria					1		1
Francia	1			1	3		5
Germania			1		5		6
Irlanda					1	1	2
Italia		2		2	9	2	15
Regno Unito			1		1		2
Russia					1		1
Spagna					1		1
Svizzera			1				1
Ucraina				1		1	2
<b>Totale</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>36</b>

## Trasferimento di sede legale: possibili motivazioni



### Tre possibili motivazioni

1. **Strategica:** l'impresa si trasferisce per espandersi internazionalmente attraverso investimenti o acquisizioni
2. **Fiscale:** l'impresa si trasferisce per ottenere risparmi d'imposta
3. **Forum shopping:** l'impresa si trasferisce in un paese avente una giurisdizione più funzionale agli obiettivi di governance
  - Focus su meccanismi di «blindatura» del controllo (separazione proprietà-controllo)

## (1) Motivazione strategica

	Variazione [-1,+1]		Variazione [-2,+2]	
	Media	Mediana	Media	Mediana
<b>Imprese italiane</b>				
Investimenti (%)	-0.4	-0.4	-0.7	-1.0
Acquisizioni (no.)	0.4*	0.0	0.2	0.0
Indebitamento (%)	4.1	1.6	0.2	-3.7
Disponibilità liquide (%)	-6.2	-0.7	-0.9	1.3
Dividendi (%)	0.8	0.1	1.3	0.4
<b>Imprese europee</b>				
Investimenti (%)	-5.9	-0.2	-0.6	0.2
Acquisizioni (no.)	0.2	0.0	1.1*	0.0
Indebitamento (%)	-4.3	-1.0	-1.6	1.5
Disponibilità liquide (%)	6.1	2.2	-2.8	-0.8
Dividendi (%)	-2.5	0.0	-1.7	0.7

(\*) Valore statisticamente diverso da zero (10% livello di significatività)

## (2) Motivazione fiscale

Paese origine	Paese destinazione	No.	Domicilio fiscale	No.
Austria	Olanda	1	Austria	1
Francia	Belgio	1	Francia	1
	Olanda	3	Francia	3
	Lussemburgo	1	Lussemburgo	1
Germania	Olanda	5	Germania	4
			Olanda	1
	Irlanda	1	Regno Unito	1
Irlanda	Olanda	1	Irlanda	1
	Regno Unito	1	Irlanda	1
Italia	Francia	2	Francia	2
	Lussemburgo	2	Lussemburgo	2
	Olanda	9	Italia	6
			Olanda	1
			Regno Unito	2
		Regno Unito	2	Regno Unito
Russia	Olanda	1	Russia	1
Spagna	Olanda	1	Spagna	1
Svizzera	Irlanda	1	Regno Unito	1
Ucraina	Lussemburgo	1	Lussemburgo	1
	Regno Unito	1	Svizzera	1
Regno Unito	Olanda	1	Regno Unito	1
	Irlanda	1	Irlanda	1
<b>Trasferimenti di domicilio fiscale (in rosso)</b>				<b>16</b>

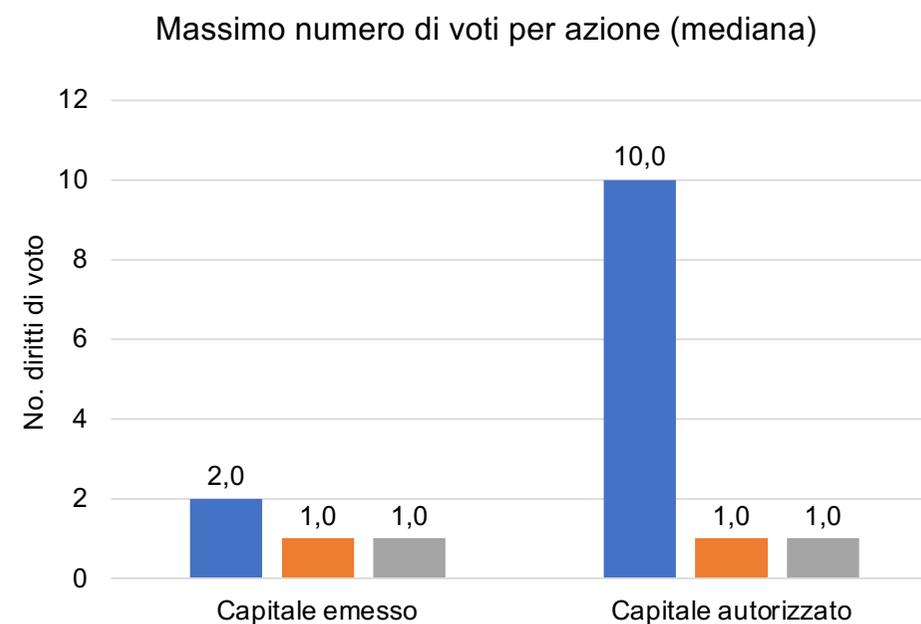
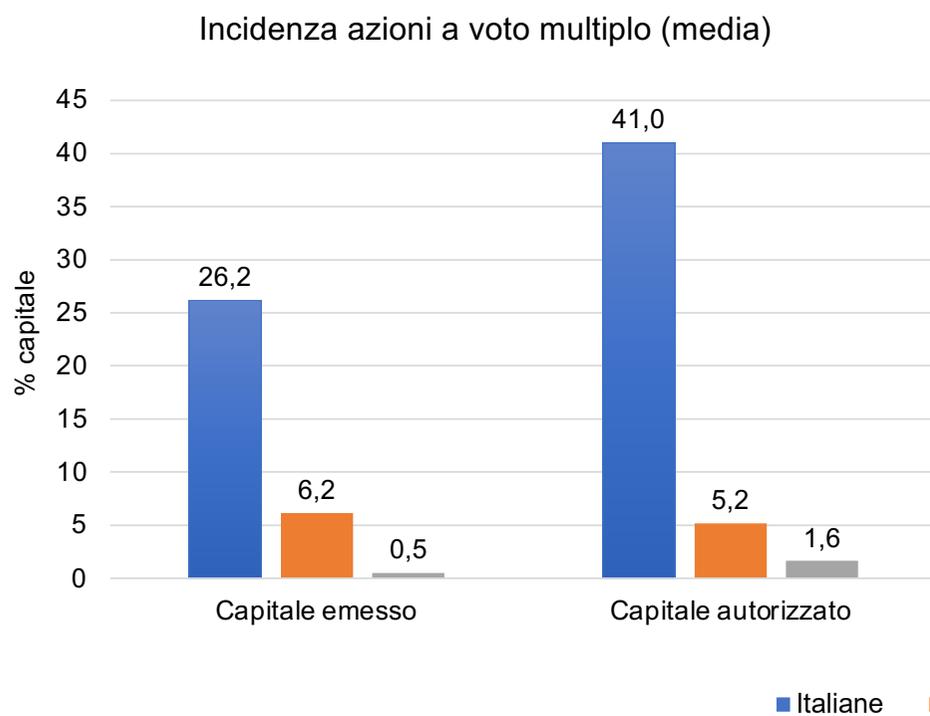
### Aliquota fiscale effettiva

	Variazione [-1,+1]		Variazione [-2,+2]	
	Media	Mediana	Media	Mediana
Italiane	-7.3	-1.7	6.1	5.3
Europee	9.8	1.8	13.2	-2.1

### (3) Motivazione di *forum shopping*: focus su imprese trasferite in Olanda

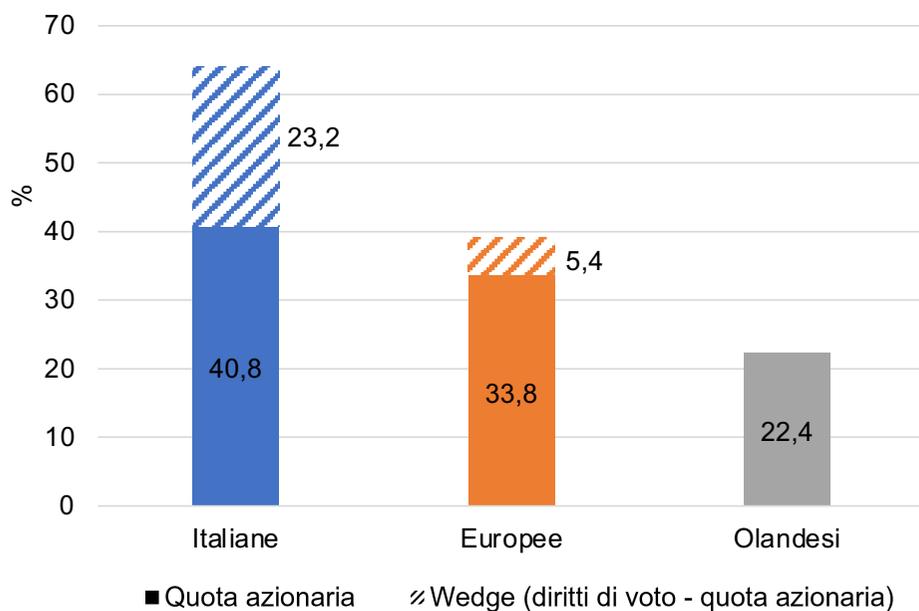
	Italiane (9)		Europee (13)		Olandesi (41)	
	No.	%	No.	%	No.	%
<b>Azioni a voto multiplo</b>						
Autorizzate	8	88.9	4	30.8	7	17.1
Autorizzate, soggette a loyalty	6	66.7	0	0.0	0	0.0
Emesse	7	77.8	4	30.8	3	7.3
Emesse, soggette a loyalty	5	55.6	0	0.0	0	0.0
<b>Depository certificates</b>	0	0.0	3	23.1	28	68.3
Non sponsorizzati	0	0.0	2	15.4	13	31.7
<b>Maggioranza qualificata</b>	3	33.3	10	76.9	15	36.6
Nomina consiglieri	2	22.2	6	46.2	8	19.5
Rimozione consiglieri	3	33.3	8	61.5	9	22.0
Modifiche statutarie	0	0.0	4	30.8	7	17.1
Vendita/cessazione d'impresa	0	0.0	3	23.1	8	19.5
<b>Fondazione anti-takeover</b>	0	0.0	1	7.7	22	53.7

### (3) Motivazione di *forum shopping*: azioni a voto multiplo

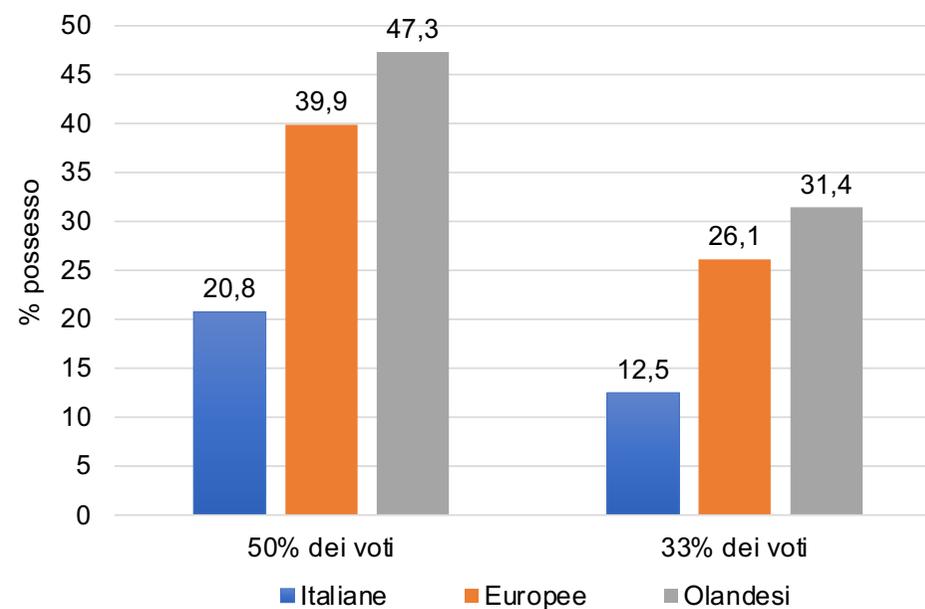


### (3) Motivazione di *forum shopping*: situazione «a regime»

Posizione azionista di controllo (media)



Quota di possesso per soglia di controllo (media)



### (3) Motivazione di *forum shopping*: implicazioni

- Differenze nelle politiche di adozione di meccanismi di separazione proprietà-controllo
  - Italiane: accentuata separazione tramite utilizzo di azioni a voto multiplo «loyalty-like»
  - Europee: modesta separazione, introduzione di maggioranze qualificate
  - Olandesi: separazione assente, introduzione di certificati e fondazioni «protettive»
- Eterogeneità di obiettivi
  - Italiane: concentrazione dei diritti di voto nelle mani dell'azionista di controllo
  - Europee/Olandesi: protezione del Board, continuità manageriale
- Implicazioni della separazione proprietà-controllo sulla governance delle imprese italiane
  - Decisioni assembleari interamente controllate dal primo azionista
  - Controllo dell'impresa non contendibile
  - Meccanismo di loyalty
    - Concentrazione dei diritti di voto crescente nel tempo
    - Possibilità di mantenere il controllo riducendo la quota azionaria
    - Rischio di «entrenchment»: disincentivo a vendere causa impossibilità di monetizzare il valore del controllo (voti extra cancellati in caso di vendita)

## Conclusioni

La frequenza di quotazioni e trasferimenti di sede legale all'estero da parte di imprese italiane è aumentata negli ultimi anni

### Quotazioni

- Rilevanza economica del fenomeno limitata rispetto al mercato domestico

### Trasferimenti di sede legale

- I flussi più consistenti interessano Italia (in uscita) e Olanda (in ingresso)
- Forum shopping come motivazione primaria per le imprese Italiane
  - Aggressiva separazione tra proprietà e controllo attraverso l'introduzione di azioni a voto multiplo
  - Concentrazione dei diritti di voto in capo all'azionista di controllo
  - Rischio di entrenchment crescente nel tempo per effetto del meccanismo di loyalty

### Quotazioni

- Italia parte di un fenomeno mondiale: molti casi in Europa; destinazione principale US
  - dibattito internazionale sulle cause; prevalgono motivazioni legate a diversificazione internazionale degli investitori e economie di scopo dei mercati più evoluti

### Trasferimenti di sede

- Italia caso non isolato, MA caratteristiche peculiari, non riscontrabili in altre società europee, né in olandesi «native»
  - Si blinda l'azionista di controllo, su tutte le decisioni aziendali, in modo crescente nel tempo
  - Letteratura empirica mostra che la blindatura porta effetti negativi nel medio termine
- Azioni a voto multiplo adeguate a trattenere le società in Italia?
  - Solo per non quotate
  - Società italiane cercano, di fatto, azioni a voto maggiorato con separazione elevata (non 2:1, come in Italia)
- Azioni a voto multiplo opportune?
  - Inducono separazione elevatissima; probabili conseguenze negative nel medio termine (no sunset clause)
  - Se voto maggiorato, effetti redistributivi molto forti; se davvero nell'interesse di tutti, perché non whitewash?

# Grazie per l'attenzione!

*Massimo Belcredi*

Professor

Università Cattolica del S.Cuore

Via Necchi 5

20123 Milano - Italy

Phone: +39 02 72342457

e-mail: [massimo.belcredi@unicatt.it](mailto: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](mailto: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](mailto:andrea.signori@unicatt.it)